



UNIVERSITETET I AGDER

Verdsettelse av Color Line AS

ANDREAS MOSBERG MYGLAND OG MORTEN STAALØ LAURITSEN

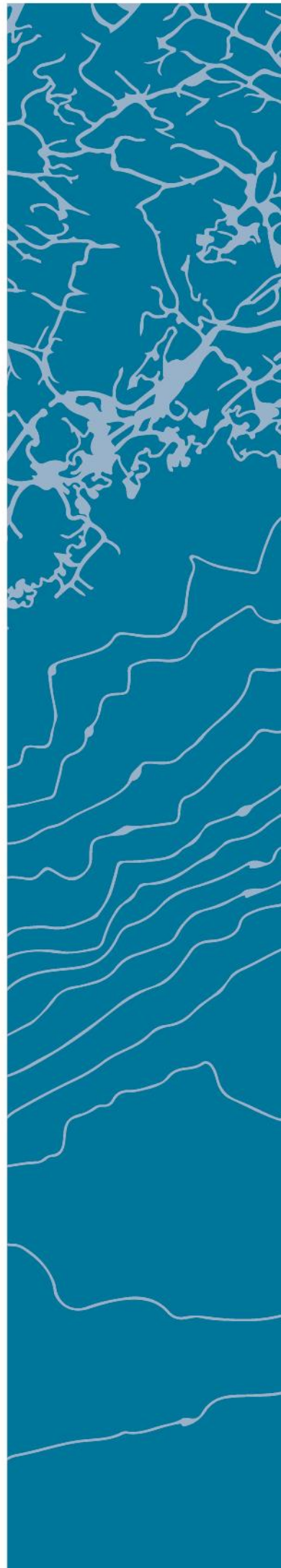
VEILEDER

Leif Atle Beisland

Universitetet i Agder, 2018

Handelshøyskolen ved UiA

Institutt for økonomi



Forord

Denne masteroppgaven er skrevet som en avsluttende oppgave innenfor økonomi og administrasjon med spesialisering i økonomisk styring ved Handelshøyskolen ved UiA. Oppgaven er skrevet våren 2018 og har et omfang på 30 studiepoeng.

Vi har gjennom vårt fem-årige studieløp hatt mange forskjellige fag, men vi har alltid hatt en forkjærlighet for fag knyttet til verdsettelse og regnskap, og har derfor endt opp med en verdsettelsesoppgave. Ved å skrive en verdsettelsesoppgave får vi mulighet til å bruke en kombinasjon av de fleste fagfeltene vi har vært gjennom i studieløpet. Vi har fått praktisert et bredt spekter av fagområder fra studieårene og føler vi er godt rustet for fremtiden.

Motivasjonen vår for å skrive om Color Line kom i starten av desember da Color Line publiserte en pressemelding om at de vurderte å gå på børs. Det ville blitt stort oppstyr rundt Color Line ved en eventuell børsnotering, da Color Line er et kjent Skandinavisk merkenavn. Vi så med det muligheten til å teste våre evner opp mot analytikere som fikk ansvaret for børsnoteringen.

En av grunnene til at det virket spennende å verdsette Color Line skyldes at de ikke er på børs og vi har dermed ingen aksjepris å sammenligne oss med gjennom perioden, og vi får en helt ærlig vurdering av det vi mener representerer markedsverdien til Color Line.

Til slutt vil vi takke alle som har vært involvert i oppgaven, og vil rette en spesiell takk til vår veileder Leif Atle Beisland for gode tilbakemeldinger gjennom hele perioden.

Sammendrag

I denne masteroppgaven er det gjort en fundamental verdsettelse av Color Line AS. Formålet med oppgaven har vært å verdsette egenkapitalen til Color Line gjennom verdsettelsesmodellen superprofitt fra drift, hvor fremtidige driftsresultat og netto operasjonelle eiendeler blir prognostisert.

I første del av verdsettelsen har vi presentert Color Line, virksomhetsområdene og konkurrentene for å finne et bilde av hvordan markedet Color Line opererer i har utviklet seg de senere årene. Vi har videre definert konkurrenter og sammenlignbare selskaper for Color Line, som vi skal bruke videre i oppgaven.

I andre del av verdsettelsen presenterer vi ulike verdsettelsesmodeller som er relevant for verdsettelsen av Color Line. Vi har gjennom denne delen kommet frem til at superprofitt fra drift er verdsettelsesmodellen som passer best for Color Line.

I tredje del av verdsettelsen gjennomfører vi en strategisk analyse av Color Line. Dette gjøres for å kartlegge interne ressurser og eksterne faktorer som er med på å påvirke selskapets utvikling. Vi har valgt å bruke Porters fem krefter, PESTEL, SVIMA og oppsummert den strategiske analyse i en SWOT-analyse.

I fjerde del av verdsettelsen har vi omgruppert balansen, kapitalisert leasingen og normalisert regnskapet til Color Line. For de sammenlignbare selskapene har vi omgruppert balansen og kapitalisert leasingen for å gjøre en valid nøkkeltallsanalyse. I denne bransjen er leasing ofte en del av det å slanke balansen, og dermed er vi nødt til å balanseføre leasingen for å gjøre sammenligningen mer valid.

I femte del av verdsettelsen har vi kommet frem til avkastningskravet ved å finne risikofri rente på 10-års statsobligasjon, kommet frem til en beta gjennom å se på sammenlignbare selskaper og tatt en rimelighetsbetraktning. Videre har vi gjort en komparativ verdsettelse for å få en indikator på selskapets markedsverdi i utregningen av avkastningskravet til selskapet.

I sjette del av verdsettelsen har vi prognostisert fremtidig utvikling av Color Line, vi har brukt den strategiske analysen og regnskapsanalysen til å prognostisere de fremtidige resultatene og netto operasjonelle eiendeler.

I syvende del av verdsettelsen gjennomfører vi verdsettelsen basert på verdsettelsesmodellen superprofitt fra drift. Vi har kommet frem til en egenkapitalverdi på 6.257.475.000 NOK, noe som tilsvarer 87,15 NOK per aksje.

I oppgavens siste del har vi gjort en sensitivitetsanalyse på egenkapitalverdien til Color Line, for å se hvor sensitiv beregningen er knyttet isolert sett til risikofri rente, vekstfaktor, beta og skatt.

Innholdsfortegnelse

Forord.....	2
Sammendrag.....	3
1. Innledning og problemstilling.....	8
2. Selskap, konkurranse og marked.....	8
2.1 Color Line AS.....	8
2.2 Konkurranse.....	10
2.3 Sammenlignbare selskaper.....	12
3. Verdsettelsesmodeller.....	14
3.1 Fundamental verdsettelse.....	14
3.1.1 Totalkapitalmetoden.....	15
3.1.2 Egenkapitalmetoden.....	17
3.2 Komparative verdsettelsesmetoder.....	18
3.2.1 Markedsbasert tilnærming.....	18
3.2.2 Balansebasert tilnærming.....	19
3.3 Kostbasert tilnærming.....	19
3.4 Opsjonsbasert tilnærming.....	20
3.5 Valg av verdsettelsesmodell.....	20
4. Strategisk analyse.....	21
4.1 Selskapets livssyklus.....	22
4.2 Porters fem krefter.....	23
4.2.1 Substitutter.....	24
4.2.2 Leverandører.....	25
4.2.3 Kunder.....	26
4.2.4 Rivalisering i bransjen.....	26
4.2.5 Potensielle inntrengere.....	27
4.3 Internanalyse av Color Line.....	27
4.3.1 Skip.....	28
4.3.2 Ruter.....	29
4.3.3 Merkenavn.....	30
4.4 PESTEL.....	31
4.4.1 Politiske og juridiske faktorer.....	32
4.4.2 Økonomi.....	33
4.4.3 Sosiale faktorer.....	36
4.4.4 Teknologiske forhold.....	36
4.4.5 Klima.....	37

4.5 Konklusjon strategisk analyse	39
5. Regnskapsanalyse.....	41
5.1 Kapitalisering av operasjonelle leasingkostnader.....	42
5.1.1 Color Lines operasjonelle leieavtaler	44
5.2 Omgruppering av balansen.....	46
5.2.1 Endringer	49
5.3 Normalregnskapet	50
5.3.1 Endringer	51
5.4 Nøkkeltallsanalyse.....	52
5.4.1 Nøkkeltallsanalyse før omgruppering	53
5.4.2 Nøkkeltallsanalyse etter omgruppering og kapitalisert leasing	58
5.4.3 Oppsummering av nøkkeltallsanalysen	62
6. Komparativ verdsettelse	63
6.1 Price/Sales	64
6.2 Price/Earnings	65
6.3 Price/Book	65
6.4 Color Lines markedsverdi basert på multiplvurdering	66
7. Avkastningskrav	67
7.1 Avkastningskravet til egenkapitalen.....	67
7.1.1 Kapitalverdimodellen	67
7.1.2 Risikofri rente.....	68
7.1.3 Markedets risikopremie	69
7.1.4 Beta.....	70
7.1.5 Utregning av avkastningskravet til egenkapitalen.....	75
7.2 Avkastningskravet til totalkapitalen.....	75
7.2.1 Gjeldskostnad	76
7.2.2 Kapitalstruktur.....	77
7.2.3 Utregning av avkastningskravet til totalkapitalen	78
8. Fremtidsregnskap	78
8.1 Budsjettperiode.....	78
8.1.1 Vekst.....	80
8.2 Driftsinntekter	80
8.3 Driftskostnader	81
8.3.1 Lønnskostnader	81
8.3.2 Varekostnader.....	83
8.3.3 Andre driftskostnader	83

8.3.4 Avskrivninger	84
8.4 Driftsresultat	86
8.5 Netto operasjonelle eiendeler (NOA)	86
8.5.1 Investeringer (CAPEX)	86
8.5.2 Endring i arbeidskapital	88
8.5.3 Prognostisering av NOA	89
9. Verdsettelsen	90
9.1 Vekst i terminalverdi	90
9.1.1 Konklusjon vekst i terminalleddet	91
9.2 Verdsettelse med superprofitt fra drift modellen	92
10. Sensitivitetsanalyse	92
10.1 Risikofri rente	92
10.2 Vekst	93
10.3 Beta	94
10.4 Skatt	95
10.5 Oppsummering av sensitivitetsanalyse	96
11. Konklusjon og oppsummering	98
12. Vedlegg	99
13. Kilder	110
13.1 Fagbøker	110
13.2 Artikler	110
13.3 Internettlenker	111
13.4 Årsrapporter	117
14. Tabelloversikt	117
15. Figuroversikt	119

1. Innledning og problemstilling

Color Line er et modent rederi som har levert gode resultater de siste årene og har den siste tiden vurdert børsnotering. På bakgrunn av dette ønsker vi å gjennomføre en verdsettelse av Color Line AS til hjelp for potensielle investorer.

Vi vil gjennomføre en fundamental verdsettelse av Color Line AS der vi innledningsvis vil sette oss inn i interne og eksterne forhold tilknyttet selskapet og dets konkurrenter. Videre vil fundamental informasjon være grunnlag for utarbeidelse av prognoser som brukes i verdsettelsen.

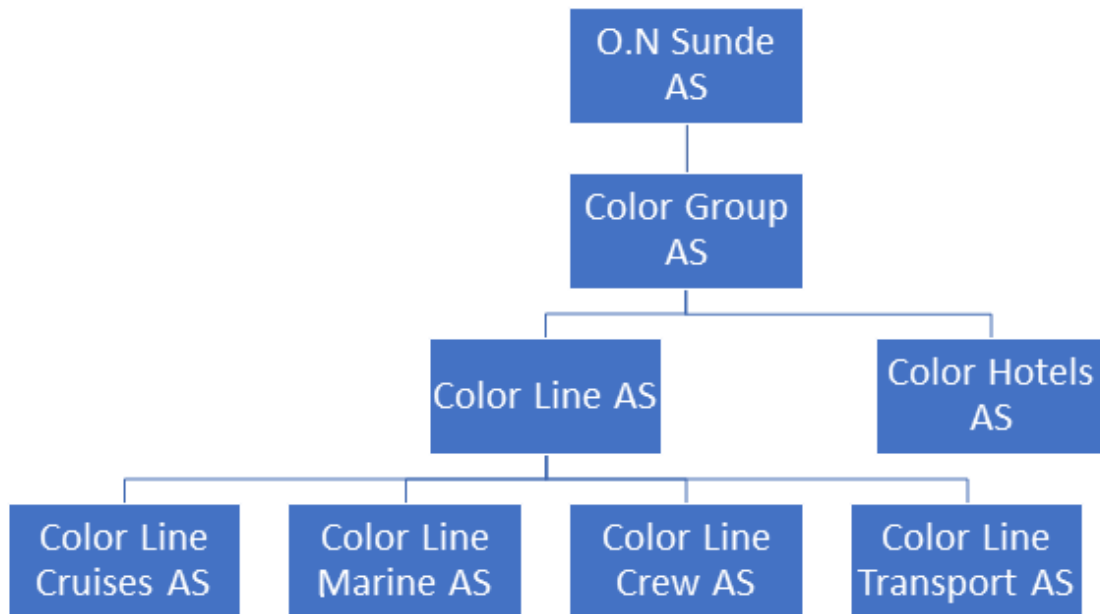
Vår problemstilling er å finne egenkapitalverdien per aksje for Color Line AS.

2. Selskap, konkurranse og marked

2.1 Color Line AS

Color Line er et Norsk rederi heleid av Color Group AS, som igjen er heleid av Olav Nils Sunde gjennom investeringsselskapet O.N. Sunde AS. Color Group AS er morselskapet til Color Line AS, Color Group AS driver også Skagen Hotell i Danmark. Color Line driver i hovedsak med godstransport, passasjertransport og cruise. Color Line er en av de ledende rederiene i Europa innen nærskipfart, med ca. 2300 årsverk fordelt mellom de fire landene de opererer i, Norge, Sverige, Danmark og Tyskland. Color Line frakter årlig i underkant av fire millioner passasjerer til og fra norske havner. For å oppnå visjonen om å være Europas beste rederi innen cruise og transport har de gjort store investeringer i infrastruktur og skip, og de senere årene har dette kostet selskapet om lag 8 milliarder kroner (Color Group AS årsrapport 2017).

Color Line er et relativt nytt rederi, etablert i 1990 med utgangspunkt i selskapene Jahre Line og Norway Line. Kosmos AS som eide begge rederiene valgte å slå de sammen og kalle selskapet for Color Line AS, samme år kjøpte Color Line opp ferjerutene til Fred. Olsen Lines og oppkjøpet styrket markedsposisjonen betraktelig. I 1998 kjøpte Color Line opp Scandi Lines som trafikkerte mellom Sandefjord og Strømstad, og har senere blitt en av signaturrutene til Color Line. Mot slutten av 1990 gikk Color Line AS på børs for å hente ytterligere kapital. Color Line gikk senere av børs i 1999 (Oslo Børs listeendringer 1999), da selskapet ble kjøpt opp av investeringsselskapet til Nils Olav Sunde, O.N Sunde AS.

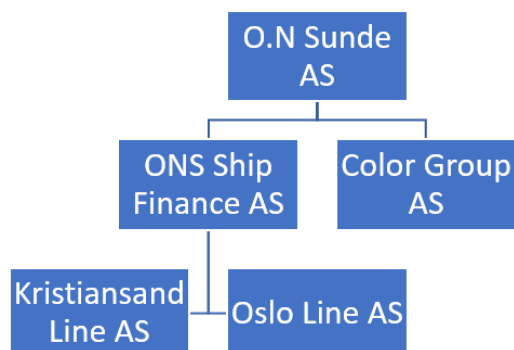


(Egentilvirket

28.02.18)

Andre datterselskaper som inngår i Color Line AS, men som i dag ikke er i drift; Color Line Marine Verksted AS, Norway Line AS, Bergen Line AS, Color Scandi Line AS, Scandi Line AS.

Color Line eier alle skipene direkte med unntak av M/S Superspeed 1 og M/S Superspeed 2. Disse skipene blir leaset av ONS Ship Finance, gjennom Color Line sitt datterselskap Color Line Transport. Disse skipene er eid av datterselskapene til ONS Ship Finance under navnene Kristiansand Line AS og Oslo Line AS. Disse selskapene eies av ONS Ship Finance AS, et selskap som inngår i O.N Sunde konsernet. Color Line AS har en eierandel på 38,6% i Ons Ship Finance. Illustrasjon følger:



(Egentilvirket 28.02.2018)

Color Line opererer i dag med seks skip, på ruter mellom Norge, Sverige, Danmark og Tyskland. Skipene som i dag er i drift er M/S Color Magic, M/S Color Fantasy, M/S Superspeed 1, M/S Superspeed 2, M/S Color Viking og M/S Bohus. M/S Bohus skal i 2019 byttes ut mot et helt nytt plug-in hybrid skip, planen er at skipet kan kjøre hel-elektrisk inn og ut av fjorden og bidra til mindre utslipp i havn og områder rundt Sandefjord (Pressemelding Color Line 01.09.2016).

Color Line har satt sitt preg på reiselivsbransjen i Norge og har senere utvidet sitt tilbud ved å inngå samarbeidsavtaler med aktører i reiseliv/kultur/restauranter, slik at kundene gjennom Color Line kan kombinere cruise-opplevelser og andre aktiviteter på land. Det er gjort som en aktivitet for å bedre eget tilbud, men også synergieffekter i reiselivsbransjen, for å gjøre tilbudet mer attraktivt.

Desember 2017 annonserte Color Group i en pressemelding at de vurderer å børsnotere Color Group AS i 2018. Bakgrunnen for dette er at Sunde ønsker å nedjustere sin eierandel i selskapet og selskapet opplyser videre at det kan være nødvendig å hente inn ny kapital for fremtidige investeringer. Senere har det kommet frem at Color Group AS har utsatt den planlagte børsnoteringen uten videre informasjon. Color Group har involvert SEB Markets, Atric securities og DNB markets for å planlegge børsnotering (Pressemelding Color Line 06.12.2017).

2.2 Konkurransen

Color Line opererer i flere forskjellige markedssegmenter og i hovedsak godstransport, persontransport, ferie/fritid og kurs/konferanse gjennom cruise-skipene. I en rapport fra FAFO¹ i 2015 kommer det frem at Color Line har en markedsandel på 70% i passasjertrafikk til og fra Norge via sjøveien. Vekstmulighetene for Color Line er begrenset i dagens marked, rutene til de ulike aktørene i bransjen er fordelt på kort – mellomlangsigte og dermed begrenset vekstmuligheter i antall avganger og praktiske destinasjoner de nærmeste årene.

Hovedkonkurrenten til Color Line er Fjord Line. Fjord Line konkurrerer med Color Line direkte på tre av fire ruter. Fjord Line kjører ikke Kristiansand–Hirtshals i vinterhalvåret, så konkurransen mellom Fjord Line og Color Line på denne ruten eksisterer hovedsakelig i sommerhalvåret, det skyldes at Fjord Line sin Fjord Cat ikke er laget for å krysse Skagerak om vinteren, og dermed ingen trussel for Color Line i vinterhalvåret. Color Line og Fjord Line

¹ FAFO, Fagbevegelsens senter for forskning
Norges største samfunnsvitenskapelige forskningsmiljøer

kjører såkalte hurtigskip, der Color Line bruker én time lenger reisetid, men til gjengjeld er skipet større og tar flere biler og vogntog enn Fjord Line. Konkurransen mellom Color Line og Fjord Line på denne ruten er i hovedsak på personsport siden Fjord Line sin Fjord Cat tar 180 personbiler, fire busser, men ingen opplyste lane-meter til vogntog (Fjord Lines nettside, våre skip).

Tidligere har Color Line hatt monopol på ruten mellom Sandefjord-Strømstad, men konkurransebildet ble endret i juni 2014 da Fjord Line fikk to daglige avganger, og markedet gikk over til et oligopol. Siden 2014 har Color Line hatt fire daglige avganger med to skip, mens Fjord Line har kun hatt to avganger med ett skip. I 2019 skal Color Line sette inn sitt nye hybrid-skip på ruten, og samtidig kjøre med M/S Color Viking frem til 2020 (Color Group årsrapport 2017).

Fra 2020 vil Fjord Line sette inn en ny katamaran mellom Kristiansand og Hirtshals noe som gjør at konkurransen øker betydelig. Fjord Line skriver på sin side at skipet vil være like raskt som dagens katamaran (2 timer 15 minutter), men at det vil være større, ta flere passasjerer, og vil i tillegg gå i konkurranse med Color Line tilknyttet godstransport. Det nye skipet vil forlenge sesongen for Fjord Line, men vil ikke konkurrere med Color Line deler av vinterhalvåret (Fjord Line pressemelding 18.08.2017).

Fra 2020-2025 er Fjord Line tildelt fire av seks avganger fra Sandefjord havn, og Color Line mister noe av sin markedsrett i Sandefjord. Color Line tar M/S Color Viking ut av drift og vil kun kjøre de to daglige avgangene med sitt nye hybridskip. Fjord Line har lovt to miljøvennlige skip som skal trafikkere mellom Sandefjord-Strømstad. Fjord Line skal kjøre en oppgradert versjon av dagens M/S Oslofjord og vil i tillegg sette inn et nytt miljøvennlig skip (Sandefjord kommune, tildeling av seilingstider 02.12.2016).

Color Line sin rute mellom Larvik og Hirtshals og Fjord Line sin rute mellom Langesund og Hirtshals er direkte konkurrenter. Skipene tilbyr ikke overnatting da reisetiden er kort, noe som gjør at de konkurrerer i markedet om person- og godstransport.

Ruten mellom Oslo og Kiel betjenes kun av Color Line. Overfarten tar 20 timer og tilbyr reisende en cruiseopplevelse. På cruiseruter fra Oslo er Color Line i størst konkurranse med Stena Line og DFDS. DFDS tilbyr en tilsvarende cruiseopplevelse med sitt 20 timers cruise til København, mens Stena Line tilbyr et litt annet cruise med sine 12 timer lange overfart til Frederikshavn.

Alle skip er store med bildekk og konkurrerer på persontransport, godstransport og

cruiseopplevelse. Ettersom rutene går til ulike havner er det hovedsakelig cruisegjester det er størst konkurranse om.

2.3 Sammenlignbare selskaper

Til videre bruk i oppgaven vil vi definere det vi kaller for bransje og sammenlignbare selskaper. Siden Color Line ikke er på børs, og heller ikke hovedkonkurrenten Fjord Line er på børs må vi bruke andre børsnoterte selskaper i bestemmelsen av betaverdien til Color Line og i den komparative verdsettelsen. Vi har valgt DFDS, Tallink Group og Viking Line, som alle er børsnoterte og rapporterer etter IFRS². Color Line rapporterer etter IFRS, det gjør også alle de sammenlignbare selskapene som er på børs, mens Fjord Line rapporterer etter en forenklet IFRS, som gjør at vi ikke kan bruke Fjord Line i alle sammenligninger.

DFDS er et av de største rederiene i Europa. Selskapet driver innenfor bransjene persontransport, godstransport, cruise, logistikk og cargo. DFDS kan sammenlignes med Color Line mange måter av driften, bare at de er mer diversifisert. DFDS seaways er virksomhetsområdet som minner mest om Color Line, bare i større skala. DFDS driver i hovedsak i Nordsjøen og det Baltiske hav. DFDS opererer med mer enn 50 skip på 25 ruter gjennom selskapet DFDS Seaways, og logistikkdelen driftes gjennom DFDS logistics. DFDS logistics driver med transport og logistikk av containere både i vei- og jernbanetransport. Det optimale for denne sammenligningen hadde vært om vi fikk skilt ut DFDS seaways fra DFDS, men dette er ikke mulig. DFDS er notert på Nasdaq Copenhagen og kan brukes i sammenligning av selskapet for både beta, analyse av nøkkeltall og i komparativ verdsettelse.

Tallink Group er det største passasjer- og godstransport selskapet i det nordlige baltiske hav. Tallink Group opererer mellom Finland, Estland, Sverige og Latvia. Tallink Group har en flåte på 14 skip som er fordelt mellom cruise-skip, skip for person- og godstransport og noen få cargo-skip. Dette er dobbelt av antall skip Color Line har, i tillegg er omsetningen til Tallink Group omtrent dobbelt så stor. Samme som Color Line, driver Tallink Group ferjetransport på transportårer, hvor Tallink Group driver frakt fra Øst-Europa til Sverige og Finland, noe som gjør at de ikke er like sensitive for konjunkturedringer som for eksempel DFDS som har større logistikkavdelinger. Tallink Group er notert på Nasdaq Baltic og kan brukes i sammenligning av selskapet for både beta, analyse av nøkkeltall og i komparativ verdsettelse.

² IFRS – International financial reporting standards
<https://www2.deloitte.com/no/no/pages/audit/articles/hva-er-ifrs.html>

Viking Line er et finsk rederi som opererer i den nordlige delen av det baltiske hav. Viking Line har i dag 8 skip som opererer daglig til og fra Sverige, Finland og Estland. Viking Line driver også innenfor samme bransje som Color Line med fokus på person-, godstransport og cruise. I dag er omsetningen til Viking Line omtrent på samme nivå som Color Line, det er forskjell på finansiering av selskapene, noe vi skal se nærmere på i nøkkeltallsanalysen. Likt for disse selskapene er at Viking Line som de fleste andre satser på en miljøvennlig flåte, og fornyer denne i takt med utviklingen av teknologiske fremskritt for å begrense utslipp. Viking Line er notert på Helsinki Stock Exchange og kan brukes i sammenligning av selskapet for både beta og analyse av nøkkeltall.

Fjord Line er den største konkurrenten til Color Line i Norge. Fjord Line har ingen cruise-skip og heller ikke mye plass til gods i hurtigskipet fra Kristiansand–Hirtshals, noe som fører til at Color Line i utgangspunktet får all godstransport fra Kristiansand–Hirtshals. Grunnen til at vi velger å ta med Fjord Line i sammenligningen av selskapene er for å ha med et annet norsk rederi, i tillegg er Fjord Line den største konkurrenten og er det mest komparative selskapet Color Line har. Fjord Line er i likhet med Color Line ikke notert på børs, og dermed vil Fjord Line kun være med i nøkkeltallsanalysen. Fjord Line rapporterer etter forenklet IFRS, og blir derfor kun med i nøkkeltallsanalysen på rapporterte regnskapstall.

Det vi definerer som bransje er DFDS, Tallink Group, Viking Line, Fjord Line og Color Line. Der vi er nødt til å bruke børsnoterte selskaper består bransjen av DFDS, Tallink Group og Viking Line.

Videre i oppgaven hvor vi bruker tall fra sammenlignbare selskaper vil vi bruke selskapets respektive årsrapporter fra 2013-2017, bortsett fra Fjord Line der årsrapporten for 2017, ikke har kommet ut. 20. Mai. 2018.

3. Verdsettelsesmodeller

Verdsettelse av selskaper kan utføres ved hjelp av mange ulike metoder. Kaldestad & Møller (2016) vil klassifisere disse metodene innen fem forskjellige hovedgrupper: Inntektsbasert tilnærming, markedsbasert tilnærming, balansebasert tilnærming, kostbasert tilnærming og opsjonsbasert tilnærming. I en verdivurdering vil enkelte metoder være bedre egnet enn andre, selv om en kombinasjon av flere metoder kan være hensiktsmessig for å bevise at rett verdi er funnet. I en verdsettelse av et bredt selskap kan det kunne være nyttig å bruke ulike metoder til å verdsette ulike virksomhetsområder.

I dette kapitlet vil vi beskrive flere kjente verdsettelsesmetoder, før vi til slutt vil argumentere for hvilken metode vi mener egner seg best i verdsettelsen av Color Line AS.

3.1 Fundamental verdsettelse

Det som kjennetegner en fundamental verdsettelse er metoden for å analysere informasjon, utarbeide prognoser på bakgrunn av informasjonen, og til slutt komme frem til en verdsettelse basert på prognosene.

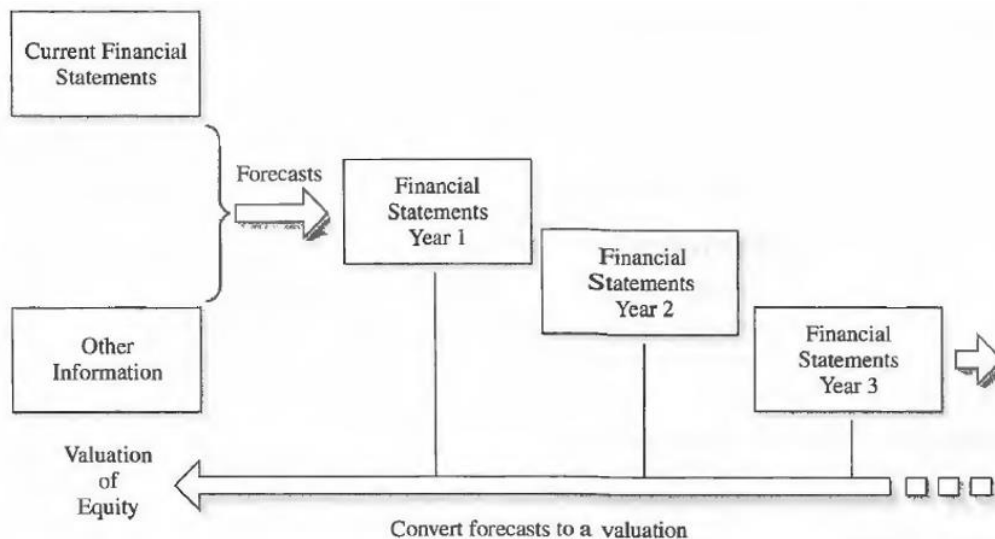
Fundamental verdsettelse bygger på at en investeringsverdi tilsvarer verdien på fremtidige eksempelvis kontantstrømmer, dividender eller superprofitt. Dette er grunnen til at det å prognostisere fremtidig inntjening er viktig. Fundamental verdsettelse er på denne måten inntjeningsbasert.

En fundamental verdsettelse kan ifølge Penman deles opp i fire steg:

1. *Kjenne til bransjen og bedriften* → 2. *Analysere informasjonen*
→ 3. *Utarbeide prognoser* → 4. *Omgjøre prognoser til verdsettelse*

(Penman, 2013)

God kjennskap til selskapet på økonomisk og strategisk nivå er essensielt i utarbeidelsen av fremtidige prognoser. Prognosene er grunnlaget for den fundamentale verdsettelsen og må være så nøyaktig som mulig.



(Penman, 2013, side 87)

Figuren over illustrerer en fundamental verdsettelse der resultat tre år frem i tid er prognostisert. Verdsettelsen er det siste steget og gjøres ved å neddiskontere prognostiserte regnskapstall med hensyn til avkastningskravet for å finne selskapets nåverdi.

Uavhengig av metode vil fundamental verdsettelse være et krevende alternativ i henhold til tid og arbeid. For å kunne benytte fundamental verdsettelse må man ha tilgjengelig historisk data som er nødvendig for å utarbeide prognoser. Fundamental verdsettelse velges ofte bort på grunn av sin kompleksitet da det finnes enklere metoder for verdsettelse. Disse metodene vil for øvrig ikke gi et like godt bilde av selskapets verdi som kontantstrømbaserte metoder, dette skyldes hovedsakelig påstanden om at den største delen av selskapets verdi befinner seg i fremtiden (Kaldestad & Møller, 2016). Fundamental verdsettelse finnes det forskjellige varianter av, vi vil kort forklare noen av disse.

3.1.1 Totalkapitalmetoden

Totalkapitalmetoden, eller indirekte metode verdsetter verdien av totalkapitalen for videre å trekke fra gjeld for å finne verdien av egenkapitalen.

Diskonterte frie kontantstrømmer fra selskapet

Ved å benytte diskonterte kontantstrømmer til selskapet vil man finne nåverdien til selskapets totalkapital. Selskapets frie kontantstrøm (FCFF³) finner vi ved å ta kontantstrømmer fra selskapets drift etter skatt, trekke fra kapital brukt på investeringer (CAPEX⁴) og justere for

³ Free cash flow firm

⁴ Capital expenditure

endring i arbeidskapital. De frie kontantstrømmene tilhører både investorer og kreditorer og skal diskonteres med et felles avkastningskrav som skal representere risikoen til både investorer og kreditorer, dette avkastningskravet kaller vi «weighted average cost of capital» eller «WACC» (Penman 2013).

$$\text{Verdi av selskapets total kapital} = \frac{FCFF_t}{(1 + WACC)^t} + \frac{FCFF_{t+1}}{(1 + WACC)^{t+1}} + \frac{FCFF_{t+1} * (1 + g)}{(WACC - g) * (1 + WACC)^{t+1}}$$

$$\text{Verdi av selskapets total kapital} = \sum_{t=1}^T \frac{FCFF_t}{(1 + WACC)^t} + \frac{FCFF_T * (1 + g)}{(WACC - g) * (1 + WACC)^T}$$

Over ser vi et eksempel der vi har en budsjettthorisont på et bestemt antall perioder før det går over til en evig annuitet. Det siste leddet kaller vi terminalverdien, denne verdien regnes ut ved hjelp av Gordons vekstformel og representerer verdien av alle fremtidige kontantstrømmer etter at selskapet har nådd en stabil fase med en konstant vekstfaktor, g (Kaldestad & Møller, 2016). Fra denne total kapitalen kan vi finne verdien av selskapets egenkapital ved å trekke fra netto finansiell gjeld.

I total kapitalmetoden benyttes WACC som avkastningskrav. I følge Miller og Modigliani skal WACC i teorien være uavhengig av et selskaps finansiering og vil være appropriert over tid selv om selskapets kapitalstruktur endres noe.

Superprofitt fra drift

Verdien av total kapitalen kan finnes ved å bruke residual operating income, altså superprofitt fra drift. Superprofitt fra drift er meravkastningen etter selskapets avkastningskrav på netto driftsmidler. Avkastningskravet som benyttes i superprofitt fra drift er basert på total kapital og WACC benyttes. Den bokførte verdikomponenten i likningen vil her bli bokførte driftsmidler.

$$\begin{aligned} \text{Residual operating income (superprofitt fra drift)} \\ &= \text{Operating income (after tax)} - \text{Required income on net operating assets} \\ \text{ReOI}_t &= \text{OI}_t - \text{wacc} * \text{NOA}_{t-1} \end{aligned}$$

(Penman, 2013, side 439)

ReOI = Residual operating income (superprofitt fra drift)

OI = Operating income (Driftsresultat)

NOA = Net operating assets (Netto operasjonelle driftsmidler)

Videre kan verdsettelsesmodellen utledes slik:

$$\text{Value of NOA} = \text{Book value of NOA} + \sum_{t=1}^{t=n} \frac{\text{Residual operating income}_t}{(1 + WACC)^t}$$

Dersom man verdsetter et selskap ved hjelp av superprofitt fra drift kan man finne verdien av egenkapitalen ved å trekke fra selskapets netto finansiell gjeld.

Fordelen med å verdsette ved hjelp av superprofitt er at den fokuserer på verdidrivende faktorer i selskapet da modellen indikerer hvilke investeringer som gir best avkastning. Bruk av superprofitt vil dermed fungere som et godt styringsverktøy for selskapets ledelse. Modellen egner seg best i kapitalintensive selskaper da den er basert på investert kapital. Med tanke på dette bør andre metoder benyttes til verdsettelse av selskaper med stor andel immaterielle eiendeler, som eksempelvis konsulent- og revisjonsselskaper (Kaldestad & Møller, 2016).

3.1.2 Egenkapitalmetoden

Egenkapitalmetoden, eller direkte metode, verdsetter verdien av egenkapitalen direkte. Som alternativ til å benytte frie kontantstrømmer fra selskapet kan man benytte diskonterte frie kontantstrømmer til egenkapitalen. Ellers finnes det andre metoder for direkte verdsettelse vi vil gjennomgå kort under.

Dividendemodellen

Dividendemodellen har en tilnærming der kontantstrømmer diskonteres, men i denne modellen diskonteres kontantstrømmen til investorene, altså dividender. Modellen lar oss direkte finne verdien av egenkapitalen ved å diskontere kontantstrømmene med investorenes avkastningskrav.

$$\text{Verdien av egenkapitalen} = \sum_{t=1}^T \frac{d_t}{(1 + r_E)^t} + \frac{d_T * (1 + g)}{(1 + r_E)^t}$$

Som i totalkapitalmetoden vises det her et eksempel der dividender er budsjettert i et bestemt antall perioder, før det går over i en evig annuitet med en vekstfaktor, g. Det bakerste leddet representerer terminalverdien.

Å prognostisere fremtidige kontantstrømmer i dividendemodellen vil ofte være enklere enn å prognostisere fremtidige kontantstrømmer fra selskapet. Dette avhenger av at selskapet har en forutsigbar utbyttepolitikk for fremtiden.

Dividendemodellen er forøvrig ikke anvendbar i alle verdsettelses, da ikke alle selskaper utbetaler utbytte, eller mangler et klart mønster for dividendeutbetalinger. I slike tilfeller vil dividendemodellen gi en feilaktig verdi for selskapet, og bør ikke benyttes (Kaldestad & Møller 2016).

Superprofitt

Superprofitt er en metode som kan benyttes for å verdsette selskapets egenkapital. På samme måte som i superprofitt fra drift modellen er superprofitt meravkastningen etter avkastningskravet på bokført kapital (egenkapitalen i selskapet). Modellen inneholder to komponenter; den bokførte verdien av egenkapitalen, pluss verdien av fremtidig meravkastning (diskontert fremtidig superprofitt) (Penman, 2013).

$$\begin{aligned} \text{Residual Earnings}(\text{superprofitt}) &= \text{Earnings} - \text{Required earnings on book value of equity} \\ &= \text{Earnings}_t - r_E * \text{CSE}_{t-1} \end{aligned}$$

(Penman, 2013, side 438)

Re = Egenkapitalens avkastningskrav

CSE = Common shareholders equity (egenkapital)

Videre kan verdsettelsesmodellen utledes slik:

$$\text{Value of CSE} = \text{Book value of CSE} + \sum_{t=1}^{t=n} \frac{\text{Residual income}_t}{(1 + \text{Required rate of return on equity})^t}$$

3.2 Komparative verdsettelsesmetoder

Ved å bruke komparativ metode vil man sammenligne prisen på lignende selskaper eller eiendeler på markedet som verktøy i verdsettelsen. Markedsbaserte- og balansebaserte tilnærminger er mest nevneverdig komparative metoder.

3.2.1 Markedsbasert tilnærming

Multiplikatormodellen er hva vi kaller en direkte komparativ verdsettelse. Her benyttes multiplikatorer til å estimere en selskapsverdi ved å sammenligne med tilsvarende selskaper. Det vil ofte være vanskelig å finne et helt tilsvarende selskap, derfor vil dette kunne kompenseres for ved å gjøre ulike justeringer (Kaldestad & Møller, 2016).

Eksempler på multiplikatorer som kan brukes til sammenligning er:

- P/E - Price/Earnings (aksjepris delt på resultat etter skatt)
- P/B - Price/Book (aksjepris delt på bokført verdi)
- P/S - Price/Sales (aksjepris delt på omsetning)
- EV/EBITDA - Enterprise value/EBITDA⁵

Bruker man ulike multipler til å verdsette vil man finne ulike verdier for selskapet, på denne måten kan bruk av enkelte multipler gi en feilaktig verdsettelse, dette kan også gjøres bevisst for å oppnå egen fordel. For å unngå dette kan det være hensiktsmessig å bruke et gjennomsnitt av flere multipler når verdien til et selskap skal bestemmes i en multiplikatorverdsettelse (Penman, 2013).

Multiplikatorene til selskapet som skal verdsettes sammenlignes med lignende selskap og dets markedsverdi. Dette er kort fortalt fremgangsmåten i verdsettelsen, en metode som i praksis kan være unøyaktig da sammenligningene kan bli grove. Komparativ verdsettelse er likevel en metode mange benytter da den er mindre tidkrevende sammenlignet med fundamental verdsettelse og gir en god indikator på selskapsverdien.

3.2.2 Balansebasert tilnærming

Balansebasert tilnærming, også kalt en *substansbasert metode*, er det vi kaller en indirekte komparativ verdsettelse. Denne baserer seg på hva selskapets eiendeler kan selges for i dagens marked. Metoden forutsetter at eiendelene kan omsettes på et aktivt marked slik at det er mulig å sette en takstverdi (Kaldestad & Møller 2016).

Modellen virker enklere i teori enn i praksis da det sjeldent vil la seg gjøre å sette en takstverdi på alle selskapets eiendeler. Særlig i selskaper med store immaterielle eiendeler vil substansbasert metode være lite egnet. Substansbaserte metoder kan også benyttes som supplement i en fundamental verdsettelse.

3.3 Kostbasert tilnærming

Den kostnadsbaserte tilnærmingen baseres på at en eiendels verdi tilsvarer hva det vil koste å gjenskaffe en identisk eiendel. Verdsettelsestidspunktet må hensyntas slik at eiendelens verdiforringelse grunnet elde og andre forhold blir regnet med.

• ⁵ Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization (selskapsverdi/Resultat før renter, skatt, avskrivninger og amortisering)

Metoden er tilsynelatende enkel, men kan være problematisk da priser på råvarer og annet nødvendig for å erstatte eiendelen vil kunne variere over tid (Kaldestad & møller 2016).

3.4 Opsjonsbasert tilnærming

Opsjonsbasert verdsettelse er den siste tilnærmingen og handler om at man finne verdien av en opsjon knyttet til selskapets fleksibilitet og legger til i den fundamentale analysen. Det gjøres ofte på prosjektnivå, man legger til verdien av prosjektet, men også mulighetene man har knyttet til opsjonene. Eksempler på opsjoner man kan ha er opsjon på utsettelse av prosjekt, mulighet til ekspansjon og mulighet for å gå ut av et prosjekt (Kaldestad & Møller 2016).

Opsjonsbasert verdsettelse kan være en god supplerende metode for å få tak i verdien ved fleksibiliteten knyttet til å kunne iverksette en mulighet. Dersom selskapet har en opsjon på å trekke seg ut av, eller utvide et prosjekt, har dette en verdi som skal legges inn i prisingen av selskapet.

Ved opsjonsbasert verdsettelse gjør man det mulig å verdsette eiendeler/kontrakter man ikke får verdsatt med en fundamental verdsettelse. Ulempene tilknyttet opsjonsbasert verdsettelse kan være at estimatene avviker fra realiteten, og det er viktig å ikke ha med verdier av fleksibilitet i en fundamental verdsettelse, da det kan bli fare for dobbeltregning.

3.5 Valg av verdsettelsesmodell

Ved valg av verdsettelsesmodell står forhold knyttet til selskapet som skal verdsettes sentralt. Bransjen selskapet opererer i, og hvilken fase selskapet befinner seg i sin livssyklus er avgjørende.

Verdsettelse av selskaper i enkelte bransjer kan gjøre det naturlig å falle på en bestemt metode. Ser vi for eksempel på selskaper i teknologibransjen vil det være naturlig å velge en komparativ verdsettelse da store deler av selskapenes eiendeler er immaterielle, og har sjeldent forutsigbare kontantstrømmer.

Selskaper som er i en oppstartsfase vil også naturlig falle på enkelte metoder. Disse selskapene har lite eller ingen historisk data å basere prognoser på, dermed blir fundamental verdsettelse vanskelig å gjennomføre. Valget faller mer naturlig på komparative metoder, eller for eksempel kostmetode der selskapet verdsettes til innskutt kapital pluss verdien på utført arbeid.

Som forklart tidligere er fundamental verdsettelse ihht. inntjeningsmetoden den mest grundige, men også den mest tidkrevende. For selskaper som er modne og er i en verdifase vil det være

god tilgang til historiske data, noe som gjør det mulig å utarbeide prognoser uten stor usikkerhet. For slike selskaper blir fundamental verdsettelse et naturlig valg.

I denne verdsettelsen har vi valgt å benytte fundamental verdsettelse ved superprofitt fra drift. Denne metoden anser vi som best egnet da Color Line AS er et modent selskap med forutsigbar inntjening. Ettersom Color Line AS er heleid av O.L Sunde AS og ikke har noen bestemt utbyttepolitikk var det ikke aktuelt å benytte dividendemodellen.

Vi vil benytte komparativ verdsettelse i en multiplikatormodell for å se på egenkapitalverdien. Vi vil bruke den komparative verdsettelsen i beregningen av beta, men også for å underbygge den fundamentale verdsettelsen i slutten av oppgaven.

4. Strategisk analyse

I en strategisk analyse ser vi først på interne og deretter de eksterne forhold som vil påvirke bransjen og det aktuelle selskapet. Strategisk analyse kan regnes som første del av en fundamental verdsettelse, og er sammen med regnskapsanalyse viktig for prognoser i fremtidsregnskapet (Penman, 2013).

For at et selskap skal øke i verdi avhenger det at selskapets avkastning overstiger investorenes avkastningskrav. For å kunne opprettholde en slik meravkastning må bransjen selskapet opererer i være gunstig eller selskapet må kunne beholde sine konkurransefortrinn (Kaldestad & Møller, 2016). Dette er forhold som vil bli vurdert i den strategiske analysen.

Først vil vi innlede med å diskutere selskapets livssyklus, før vi videre vil benytte Porters fem krefter⁶ for å bedre forstå maktfordelingen mellom aktørene i bransjen. PESTEL⁷ analyse vil vi bruke for å se på de makroøkonomiske forholdene relevant for selskapet. Deretter vil vi benytte en SVIMA⁸ analyse for å vurdere interne ressursers mulighet til å skape og beholde et varig konkurransefortrinn. For å skape et best mulig bilde av relevante funn vil vi oppsummere den strategiske analysen ved hjelp av en SWOT analyse ved å se på selskapets styrker, svakheter, muligheter og trusler.

⁶ Porters fem krefter: Kundenes forhandlingsmakt, Leverandørenes forhandlingsmakt, Trussel fra potensielle inntrengere, trusler fra substitutter og rivaliseringen i bransjen.

⁷ PESTEL: Politiske-, Økonomiske-, Sosiale-, Teknologiske-, Miljømessige- og juridiske forhold

⁸ SVIMA: Sjelden, viktig, ikke-imiterbar, mobiliserbar, approprierbar ressurs.

4.1 Selskapets livssyklus

Selskapets livssyklus er en teori om omhandler mye av det samme som produktets livssyklus, hvor produktet går inn i en introduksjonsfase, deretter vekst, modning og tilbakegang. Dette er en teori som har blitt videreført og skrevet om som selskapets livssyklus.

I en artikkel kalt "When growth stalls" skrevet av Olson, Van Bever og Verry (2008) har de kommet frem til forskjellige grunner til hvorfor selskaper ofte går inn i en modningsfase og mister markedsandeler. I denne artikkelen skrives det om fire årsaker til at veksten i selskapet avtar: premium markedsposisjon, svak innovasjon, avtagende etterspørsel av kjernevirksomheten eller at det ikke er nok kunnskap til å videreutvikle bedriften.

Vi vil se på to av punktene i denne artikkelen for å begrunne hvorfor Color Line muligens går en vanskeligere tid i møte. Vi vil snakke mer om det å ha en premium markedsposisjon og innovasjon i selskapet.

Det første som blir nevnt i artikkelen er når det å ha en premium posisjon i markedet slår tilbake på deg. Der skrives det om hvordan det å være markedsleder kan være negativt ved feil ledelse. De mener at man fort begrenser egen utvikling av selskapet, fordi de i dag har en så stor markedsandel. Ulempen er at alle andre selskaper i bransjen vil bli som deg, og man blir utsatt for stor konkurranse. Ved feil ledelse vil man miste markedsandeler og selskapet vil gå mot en nedgangsfase. For Color Line har vi allerede sett starten på dette, Fjord Line har begynt å øke konkurranseintensiteten i Sandefjord og Kristiansand, det er liten tvil om at Fjord Line har sett muligheter for å gå inn i markedet og utnytte det Color Line har brukt lang tid på å bygge opp. I en bransje som nærskipfart med lave marginer handler det om å utnytte ressursene sine på en god måte, og fordelen med å være inntrenger og utfordre markedslederen er at man er nødt til å tenke alternativt for å bli værende i bransjen, noe som gjør at man muligens får et konkurransefortrinn. I denne oppgaven ser vi hvordan Fjord Line overtar to avgangstider fra Color Line, grunnet mer miljøvennlig skip. I tillegg setter de inn et moderne og raskt skip fra Kristiansand som vil utfordre Color Line ytterligere på denne ruten.

Den nest vanligste årsaken for at veksten i et selskap stagnerer skyldes en lite innovativ ledelse. Her mener de at ledelsen i selskapene begynner å tenke på hva de skal gjøre for å holde sin posisjon og ikke hvordan de skal utvikle seg for å bli enda bedre. Color Line har lenge vært markedsleder og har en sterk økonomi, noe som gjør at de i utgangspunktet skal være markedsledende i lang tid. Vi ser en utvikling i konkurransen og Fjord Line har nå mer miljøvennlige skip enn Color Line fra Sandefjord, raskere skip fra Kristiansand, og skal sette

inn en ny katamaran som er like rask som den andre katamaranen og i tillegg har lane-meter til godstransport.

Color Line har brukt mye penger på oppgraderinger av skip, teknologiske løsninger og lignende de senere årene, men det kan se ut som Fjord Line har tatt Color Line på senga. Et eksempel er oppgraderingen av M/S Bohus Color Line hadde for noen år siden, blir nå faset ut noen år senere, grunnet mer miljøvennlig skip fra Fjord Line.

Vi mener det er viktig å se på utviklingen i bransjen og teorien om at vekst i selskapet ofte stagnerer etter hvert. Color Line har vært et stabilt selskap med god økonomisk fortjeneste, men har også hatt monopol på rutene Sandefjord-Strømstad og Kristiansand–Hirtshals. Fjord Line har for alvor gått inn i kampen med nye og innovative løsninger for nærskipfart, både innenfor persontransport, og godstransport. Vi ser tydelig i årsrapporten til Color Line at antall passasjerer har stagnert siden 2013, det kan skyldes flere faktorer, men vi mener at hovedgrunnen skyldes økt satsning fra Fjord Line. Vi ser i årsrapporten til Fjord Line at de øker antall passasjerer både fra Kristiansand og Sandefjord, samtidig som Color Line frakter færre og færre, og vi har dermed god grunn til å anta at Fjord Line overtar markedsandeler, og at Color Line sin vekst vil avta.

4.2 Porters fem krefter

Porters fem krefter er et strategisk analyseverktøy som brukes til å vurdere eksterne faktorer i markedet. Det er viktig å kartlegge disse faktorene for å posisjonere seg best mulig i markedet. Porter har kommet frem til fem hovedfaktorer som påvirker markedet (Micheal Porter 1979).

Substitutter er produkter/tjenester som tilfredsstillir samme behov som allerede er tilbudt. Hvis substituttene er veldig like produktet/tjenesten som allerede eksisterer vil det være en trussel for aktørene som er i markedet. Trusselen oppstår når kunden er så og si indifferent i valget som tas. Her avhenger det av byttekostnader, produktdifferensiering og andre faktorer som påvirker valget. Kunnskap om produkter, tjenester og service i eget selskap og bransje, vil kunne bidra til å skille seg ut fra eventuelle substitutter.

Leverandører er aktører som leverer produkter/tjenester som er nødvendig til drift av selskapet. Det kan være råvarer til drift, produkter for videresalg, IKT løsninger. Leverandørens maktposisjon handler i stor grad om hvor mye leverandøren er avhengig av aktøren og vice versa. Inntrengere påvirkes også av leverandørens makt, tilknyttet til inngangsbarrierer.

Kunder er de som skal kjøpe de gitte produktene/tjenestene, og sitter på all makt vedrørende hvilke produkt/tjeneste man skal velge. Trusselnivået i bransjen øker dersom kundene kan velge mellom udifferensierte produkter/tjenester, og kostanden ved å bytte aktør er liten. Jo større makt kunden har jo større blir trusselnivået i bransjen.

Rivalisering i bransjen - Bransjens konkurranse intensivitet bestemmes av antall aktører det er i markedet som tilbyr samme produkt/tjeneste. Hvis bransjen har mange store og like aktører, er det enkelt for kunden å bytte leverandør. Med en voksende bransje, høye utgangsbarrierer og stor andel faste kostnader vil rivaliseringen i den gitte bransjen være høy.

Inntrengere ses på som potensielle nye aktører i markedet. Ved et høyt antall aktører i markedet vil en ny inntrenger bety lite for konkurransen, men dersom markedet er lite, vil en ny konkurrent ofte ta større deler av markedet, og konkurransen i markedet vil øke. I et monopol/oligopol er inngangsbarrierene ofte høye, mens i fullkommen konkurranse vil inngangsbarrierene ofte være lave, og være mer attraktivt for potensielle inntrengere. Trusselen fra inntrengere kan være lavere dersom kunden utsettes for byttekostnader ved valg av bedrift. Dersom graden av differensiering fra produkt til produkt er liten i markedet, og teknologiske hjelpemidler er enkelt å få tak i, vil trusselen øke da markedet er mer attraktivt for potensielle inntrengere.

4.2.1 Substitutter

Color Line opererer i flere markedssegmenter, og er utsatt for en mengde potensielle substitutter. Ruten mellom Sandefjord-Strømstad, og begge rutene til Hirtshals er strategiske ruter knyttet til passasjer- og godstransport. Det finnes ingen andre substitutter som fungerer som gode alternativer, det vil ta lang tid å kjøre rundt, og for godstransport kan tid være en viktig faktor. Med tanke på ruten mellom Oslo-Kiel er det et substitutt og kjøre veien rundt eller frakte godset på lasteskip, dette avhenger av hvor transporten kommer fra og hvor den skal.

Persontransport: For kunder fra Kristiansand/Larvik til Hirtshals er det ingen andre substitutter enn skip for å effektivt vei over til Danmark, veien innom Oslo er lang, og lite effektiv. Substitutt for Sandefjord-Strømstad ferjen kan være veien rundt, eller Horten – Moss. For passasjertransport er hovedformålet med reisen er å komme seg fra A til B, da vil fly være et mulig substitutt, både fra Øst- og Sørlandet.

Godstransport: Color Lines ruter er strategisk plassert og er naturlige transportåre for å kutte ned reisetiden for godstransport til og fra Norge. Substituttet for varetransport er å benytte veinettet og jernbane, noe som for flere vil føre til økt reisetid, drivstoff forbruk og bomavgifter.

Dette gjør sjøveien et naturlig valg for mange ved transport av gods til og fra Norge og Sverige, Danmark og resten av Europa.

Cruise/konferanse/fritid: Color Line opererer med cruiseskip fra Oslo–Kiel. Color Line tilbyr overnatting, restauranter, shopping med mer. Med tanke på andre muligheter for å oppnå samme nytteverdi for kunden, er substituttene relativt enkle å gå over til. Forhold til eventuelt andre substitutter vil selve opplevelsen at man er på et skip være vanskelig for substituttene å oppnå.

Trusselbildet fra substitutter har vi vurdert til middels.

4.2.2 Leverandører

Leverandører av skip skjer ved hjelp av anbudsrunder hvor Color Line utlyser hva de ønsker, så vil verftene levere tilbud. Samtlige av Color Lines nyere skip er produsert av Aker Yards i Finland. Anbudsrunden for bygging av Color Lines nyeste skip Color Hybrid ble tildelt Ulstein verft. Videre i prosessen er det verftene som står for inventar, motor og videre. Underleverandører av verftet kan gå over til å bli direkte leverandører for Color Line dersom det skal leveres materiell nødvendig for vedlikehold eller oppgradering. Color Line driver sitt eget verksted Color Marine AS, kostnaden knyttet til leveranse av vedlikeholdsarbeid er dermed uten fare for leverandørmakt.

Color Line opererer med 25-40 år levetid på skipene sine, noe som gjør at M/S Color Viking (1985) blir faset ut etter 2020 hvor Color Line mister to avganger fra Sandefjord havn. Dersom Color Line skal søke om fire daglige avganger fra Sandefjord i 2025 vil det være uaktuelt å sette inn M/S Color Viking. Vi mener dette som rimelig å anta da skipet går mot slutten av sin levetid, og heller ikke vil driftes på noen av Color Lines sine eksisterende ruter etter 2020. Dersom Color Line får fire daglige avganger vil det være rimelig å anta at Color Line vil gå til innkjøp av nytt miljøvennlig skip.

En viktig leverandør for Color Line er havnene som leverer landservice til skipene, så vel som havnekontrakter. Levering av landstrøm utføres av Hafslund i Oslo, og ABB i Kristiansand. M/S Color Magic og M/S Color Fantasy hadde en engangsinvestering på rundt 25 millioner kroner for å få de kapable til å ta imot landstrøm. Color Line har vært med på å utvikle havnene til eget formål, og er medeier i deler av bebyggelsen i havn. Eksempel på dette er Color Line terminalen i Kristiansand og rampen som gangpassasjerer benytter til av- og påstigning.

For bunkerskostnader, altså kostnader knyttet til drivstoff (heavy fuel oil) som brukes i skipene har leverandørene svært liten makt, prisene styres av det generelle markedet. Kan eventuelt sikres med lange kontrakter eller opsjoner.

Color Line har satset stort på sin kommersielle satsning ved markedsføring-, reklamekampanjer, bookingsystemer og app. Selskapet som i dag har ansvaret for den kommersielle satsningen er Futatsu. Innenfor media og reklamebransjen er det mange tilbydere, produktene er udifferensierte, noe som gjør at leverandørene har liten makt.

Trusselbildet fra leverandører har vi vurdert til lavt.

4.2.3 Kunder

Det er et stort antall kunder i denne bransjen, det indikerer at kundenes maktposisjon står svakere. Trusselnivået øker også dersom man tilbyr veldig standardiserte løsninger som gir kunden mulighet til å velge noe annet uten særlig stor vurdering av tilbudene. For cruiseskipene til Color Line tilbyr konkurrentene nesten tilsvarende produkt. Kundene som i hovedsak reiser for cruiseopplevelse og bryr seg i mindre grad hvor skipet går, eksempel konferanser og team building vil kundene ha mulighet til å velge andre aktører i markedet som også tilbyr cruiseopplevelser fra Oslo.

For persontransport og godstransport finnes det flere ulike alternativer man kan velge. Gode og billige flyforbindelser til og fra Oslo for persontransport, og vei og jernbane som muligheter for godstransport. Pris spiller en stor rolle på person- og godstransport, men for cruise-reisende er opplevelsen viktigere. Hvis hovedpoenget med reisen kun er transport vil kundene muligens velge andre ruter, dette gjelder særlig ruten fra Oslo.

For skipene fra Kristiansand, Larvik og Sandefjord, er det ingen andre gode alternativer utenom sjøveien, og kundene har ikke stor valgmulighet sammenlignet med ruten fra Oslo. Fjord Line tilbyr akkurat det samme produktet fra Kristiansand og Langesund, og kunden står helt fritt til å velge hvilken leverandør de ønsker å benytte. Dersom Color Line foretar seg noe kundene ikke liker vil Fjord Line være tilgjengelig og tilby akkurat det samme produktet. Trusselbildet fra kunder har vi vurdert til høy.

4.2.4 Rivalisering i bransjen

Rivaliseringen i bransjen Color Line opererer i er svært høy, det er selskaper som opererer med samme produkt som Color Line. Fjord Line er hovedkonkurrenten som truer både avgangstider og avganger, både i Sandefjord- og i Kristiansand havn. Utgangsbarrierene innenfor skipsfart er svært høye, rederiene er ofte relativt høyt belånte og investeringene er på lang sikt. Inntjeningen til selskapene i bransjen vil synke hvis rivaliseringen øker. De faste kostnadene er en stor del av kostnadene knyttet til driften, noe som gjør at volumet bør være høyt for å opprettholde marginene på et tilfredsstillende nivå. For cruise- og hurtigskipene til Color Line

ser vi det samme bilde av rivaliseringen, få aktører, enkelt å bytte leverandør av tjenestene og utgangsbarrierene er relativt høye. Vi har tidligere skrevet om konkurransen i markedet og brukt det til en vurdering av rivaliseringen i bransjen.

Trusselbildet fra rivalisering i bransjen har vi vurdert til høy.

4.2.5 Potensielle inntrengere

Markedet Color Line opererer i er et oligopol der markedet består av få, store tilbydere og inngangsbarrierene er svært høye. Markedet er et differensiert oligopol hvor konkurrentene konkurrerer i hovedsak på pris, såkalt cournot-konkurransen hvor tilbyderne (eksempelvis Sandefjord havn) bestemmer kvantum (antall avganger) og prisen blir bestemt i markedet. Sandefjord havn utlyser i dag tre seilingsgrupper, noe som tilsvarer seks avganger som skal fordeles (Sandefjord kommune nettside).

Med høye inngangsbarrierer på havneplass og lange kontrakter på ruter, ser vi ingen stor fare for nye konkurrenter på rutene som Color Line i dag kjører. Markedet er i dag representert med få aktører og kjører i hovedsak forskjellige ruter.

Trusselbildet fra potensielle inntrengere har vi vurdert til lav.

Oppsummering

Trusselnivå	Lav	Middels	Høy
Substitutter		X	
Leverandører	X		
Kunder			X
Rivalisering i bransjen			X
Potensielle inntrengere	X		

Tabell 1: Oppsummering av Porters fem krefter

4.3 Internanalyse av Color Line

Internanalyse er viktig for å finne bedriftens konkurransefortrinn. Hva er det som gjør at Color Line gjør det bedre enn konkurrentene, har de noen interne fordeler som er vanskelig å imitere, har de bedre innkjøpsavtaler, eller har de nyere flåte? Internanalysen brukes for å finne ut hvilke ressurser en bedrift har tilgang på, og hvor sjelden disse ressursene er. I denne internanalysen skal vi bruke SVIMA rammeverket for å vurdere Color Line sine interne ressurser. Modellen

forteller hvor godt Color Line utnytter sine ressurser eller om de har ressurser som kan utnyttes bedre, og mulig skape varige konkurransefortrinn.

SVIMA står for Sjelden (S), Verdifull (V), Ikke-imiterbar (I), Mobilisert (M) og Appropriert (A) (Jakobsen & Lien 2001).

Sjelden: Hvis en ressurs er sjelden, det vil si at få/ingen av dine konkurrenter har samme ressurs. Åpenbart kan ikke en ressurs alle har, være sjeldent og forklare forskjellen mellom konkurrenter.

Verdifull: En ressurs som er verdifull er en ressurs som er viktig for driften. En ressurs som er verdifull vil være en ressurs som enten bidrar til å redusere kostnader, eller som bidrar til å øke kundens betalingsvillighet.

Ikke-imiterbar: Om det er mulig for konkurrenter eller eventuelt inntrengere å skaffe lignende ressurs og ta den i bruk. Dersom en ressurs er enkel å kopiere direkte eller lage noe tilsvarende med samme funksjon, vil ressurser være imiterbar og ikke vanskelig for konkurrentene å skaffe seg.

Mobilisert: En verdi som må være mulig å ta i bruk, og hvor mye nytte den gir. Det er viktig at det er mulig å gjøre ressursen om til en økonomisk fordel for bedriften. Bedriften kan være uvitne om hvilke ressurser de besitter, og har dermed ikke klart å bruke ressursen til sin fordel. Dette kan være komplementære ressurser som har for dårlig kvalitet og dermed ikke klarer å skape noen økonomisk gevinst.

Appropriert: At ressursen må skape økonomisk gevinst for bedriften, og ikke andre bedrifter. Hvis bedriften selv sitter igjen med den økonomiske gevinsten fra ressursen er det en konkurransefordel. Her er det ikke kun snakk om ressurser som bedriften eier selv, men snakk om ressurser som individuell kompetanse, personlige erfaringer, eller personlige relasjoner.

Videre vil vi se på de materielle- og immaterielle ressurser knyttet opp mot Color Line

4.3.1 Skip

Sjelden: Color Line har en relativt ny flåte, Superspeed-skipene til Color Line er sjeldne i Norsk farvann, skipene frakter mye gods og personer på en relativt kort reisetid. Oslo-Kiel ferjene M/S Color Magic og M/S Color Fantasy er verdens største cruiseskip med bildekk. Denne ressursen er dermed å regne som sjelden på kort/mellomlang sikt da ingen andre skip som eksisterer kan fylle behovet på lik linje med Color Line. Det nye hybridskipet Color Hybrid som står klart i 2019 blir verdens største hybridskip med bildekk, dette kan dermed regnes som

sjeldent. Sett mot konkurrentene er skipene til Color Line definert som sjeldne, og vi ser på det som et konkurransefortrinn for Color Line på mellomlang sikt da det tar tid å hente kapital og bygge skip.

Verdifullt: Skipene til Color Line er verdifulle for Color Line, skipene kan frakte mer gods enn konkurrentene, og ta flere biler enn konkurrentene. Skipene er store med god plass til mange biler og vogntog, noe som gjør at de kan skape høyere verdier og redusere kostnaden pr person/bil/vogntog pr tur.

Ikke imiterbar: Det er absolutt mulig å imitere skipene til Color Line, men Color Line står veldig sterkt økonomisk og for konkurrerende selskaper eller potensielle inntrengere blir det dyrt og vanskelig å kopiere skipene. Det vil derfor være et konkurransefortrinn som man kan se på som varig på mellomlang sikt.

Mobilisert: I henhold til skipene til Color Line er ressursen godt mobilisert, Color Line har en liten nedgang i passasjerer, men antall vogntog øker. Ut ifra dette virker det som Color Line relativt godt klarer å utnytte kapasiteten på skipene sine.

Approprierbar: Skipene til Color Line er en ressurs som blir godt anvendt. Konkurrentene drar ikke nytte av den nye flåten til Color Line og selskapet sitter igjen med den økonomiske gevinsten knyttet til skipene.

4.3.2 Ruter

Sjelden: Rutene Color Line opererer er sjeldne i form av begrenset havneplass i havnene Color Line frekventerer. Det er begrenset hvor mange skip som kan kjøre til og fra de samme havnene, og dermed er rutene Color Line kjører i dag sjeldne. Fjord Line kjører noen av de samme rutene, men utover Fjord Line er det umulig å kopiere Color Line på kort- til mellomlang sikt.

Verdifullt: Rutene til Color Line er verdifulle for selskapet, Color Line har plassert seg strategisk til med tanke på person- og godstransport. Color Line er plassert slik at kundene ikke kan få samme nytte på en like enkel og effektiv måte. Substituttene til Color Line er nesten fraværende på Kristiansand–Hirtshals og Sandefjord–Strømstad. Ruten Color Line har mellom Oslo og Kiel er en rute som i dag har blitt veldig kjent, og Kielferjen står sentralt i Color Line sitt omdømme. Ruten skaper gode verdier for Color Line, og cruiset blir brukt som både cruiseopplevelse og som person- og godstransport.

Ikke-imiterbar: Rutene Color Line kjører i dag er det ikke mulig for konkurrentene å få på kort sikt, sett bort i fra Fjord Line som kjører Kristiansand–Hirtshals i sommerhalvåret og

Sandefjord-Strømstad hele året. For eventuelle inntrengere, er det ikke mulig per dags dato å etablere seg på disse rutene. Oslo–Kiel er også en rute som er vanskelig å kopiere, på grunn av begrenset havneplass. Muligheter for å kjøre akkurat de samme rutene som Color Line kjører i dag, er det ikke mulig å imitere på kort- til mellomlang sikt.

Mobilisert: Color Line har med stor suksess utnyttet rutevalgene sine og omgjort det til økonomisk gevinst. Valg av ruter og utnyttelse av disse har bidratt til Color Line sitt store overskudd. De kortere rutene er i hovedsak persontransport og godstransport med fokus på salg av varer og tjenester om bord (tax-free handel), mens cruiseskipene fra Oslo–Kiel med fokus på cruiseopplevelse der opplevelsen av reisen også står i fokus.

Appropriert: Color Lines ruter er lønnsomme for selskapet, men knyttet til å være ledende i bransjen følger det også noen ulemper. Fjord Line som konkurrerer direkte med Color Line på to ruter vil dra nytte av at Color Line har bygd opp rutens popularitet og utvidet kundekretsen. Dette fører til en økonomisk fordel for Fjord Line, da selskapet kan kapre en andel av Color Line sine kunder.

4.3.3 Merkenavn

Sjelden: Merkenavnet Color Line er et sterkt merkenavn i Norsk sjøtransport. Color Line har brukt mange år på å bygge opp merkenavnet, og er i dag det største selskapet med over 70% markedsandel på sjøtransport mellom Norge og utland. Merkenavnet til Color Line er sjeldent og vil forbli det i forutsigbar fremtid.

Verdifullt: Color Line er et kjent merkenavn i Skandinavia innenfor sjøtransport, dette hjelper selskapet å skape et godt omdømme og videre økt betalingsvillighet blant kunder.

Ikke-imiterbar: Det er ingen mulighet for konkurrenter og kopiere merkenavnet Color Line, dermed er det ikke-imiterbart.

Mobilisert: Selskapet har et bevisst forhold til styrken merkenavnet Color Line har innenfor sjøtransport til og fra Norge, noe som selskapet vet å utnytte. Merkenavnet har tatt Color Line lang tid å bygge opp, noe selskapet i senere tid har begynt å høste gevinst fra.

Appropriert: Hvis man kan knytte økonomisk gevinst direkte opp mot merkenavnet tilfaller det i hovedsak Color Line selv.

Vi har valgt å sette merkenavn som et varig konkurransefortrinn, det skyldes at Color Line har bygget opp et sterkt merkenavn over tid. Ved bruk av SVIMA i internanalysen, oppfyller merkenavnet alle kravene til varig konkurransefortrinn.

Oppsummering

Ressurs	Viktig	Verdifull	Ikke- imiterbar	Mobilisert	Approprierbar	Utfall
Skip	JA	JA	NEI	JA	JA	Midlertidig konkurransefortrinn
Ruter	JA	JA	NEI	JA	JA	Midlertidig konkurransefortrinn
Merkenavn	JA	JA	JA	JA	JA	Varig konkurransefortrinn

Tabell 2: Oppsummering SVIMA

4.4 PESTEL

Som en del av den strategiske analysen vil vi bruke PESTEL til å se nærmere på selskapets makroøkonomiske omgivelser. PESTEL-analysen lar oss se på eksterne faktorer som kan påvirke selskapet både positivt og negativt. Først vil vi gjennomgå modellens ulike deler for så å se hvordan disse påvirker Color Line.

Vi vil først se på de *politiske faktorene*. Her ser vi på hvordan avgjørelser fra politisk hold vil påvirke selskapet og bransjen som helhet. Dette kan eksempelvis være endringer i statlige støtteordninger, reguleringer, eller andre forhold.

Videre vil vi se på de *økonomiske faktorene*, dette innebærer hvordan konjunktursituasjonen, renteforhold, valutaforhold, inflasjon og lignende påvirker bedriften og markedet.

De *sosiale faktorene* dreier seg om hvordan befolkningens holdninger som helhet utvikler seg, og hvordan dette påvirker bedriften og bransjen.

Videre ser vi på hvordan *teknologiske faktorer* og teknologiske innovasjoner påvirker bedriften og bransjen.

Miljømessige faktorer ser vi på for å avgjøre hvordan økt fokus på bærekraftig drift motiveres av både etisk bedriftsansvar og kvoter eller økonomiske insentiver fra statlig hold.

Til slutt ser vi på *rettslige faktorer*, dette omfatter eksempelvis markedsføringsregler bedriften må følge og eventuelle garantier bedriften må gi til kunder og hvilke rettigheter kundene har.

4.4.1 Politiske og juridiske faktorer

Color Line vil påvirkes av statens finanspolitiske avgjørelser, endringer i skatter, avgifter og pensjonsregler er noe Color Line må tilpasse seg til enhver tid. Ettersom alle skipene i Color Lines flåte går mellom Norsk og utenlandsk havn, er selskapet fritatt fra å betale NOx avgift⁹, en utslippsavgift som regnes per tonn (Skatteetatens nettside, om NOx).

De senere årene har staten økt sukkeravgiften betydelig, det har blitt gjort for å redusere salget av usunne varer i norske butikker. Denne avgiften viser seg at har ført til økt grensehandel, tall hentet fra SSB fra 2017 sier at grensehandelen har økt med 9%, eller 1,2 milliarder, og antall grensehandler har økt med 12% fra året før. (SSB.no grensehandel) Dette tyder på at sukkeravgiften har gitt en stor innvirkning på grensehandelen, noe som muligens også påvirker tax-freehandelen ombord på Color Line. I en artikkel fra Dinside.no om tax-freepriser og butikkpriser, har det kommet frem at tax-freehandel ikke nødvendigvis er billigere enn i butikkene. For Color Line som har tax-free ombord mener vi at sukkeravgiften ikke har stor betydning på fremtidige inntekter, siden konsumenten ikke nødvendigvis sparer på å handle varer som er berørt av sukkeravgiften om bord sett mot butikkene i Sverige, Danmark og Tyskland. Allikevel ser vi i rapporten fra SBB at antall grensehandler har økt, dette kan antas å ha gitt flere reisende for Color Line i perioden. Det har vært diskusjoner om at sukkeravgiften skal reduseres igjen, og det er knyttet stor usikkerhet til videreførelsen av avgiften, og dermed også fremtidig inntekter for Color Line. Grunnet usikkerheten rundt avgiften vil den kun ha en liten påvirkning på verdsettelsen.

Et politisk vedtak som har stor betydning for Color Line er statens lovfestede nettolønnsordning for norske sjøfolk, med hensikt om å gjøre det mer gunstig for rederiene å ansette og lære opp norske sjøfolk. Ordningen sørger for at rederier får tilbakebetalt skatter betalt av norske sjømenn, på denne måten betaler de kun nettolønn til sine norske ansatte og får et styrket konkurransefortrinn.

1. mars 2016 ble det gjennomført en endring i nettolønnsordningen som blant annet sørget for at taket for maksimal utbetaling ble fjernet for NOR-registrerte skip i utenriksfart (Artikkel fra Norges Rederiforbund 03.16.2016 og lovdata.no). For Color Line åpnet dette muligheten for å få full refusjon også for sine ansatte med høyest lønn.

⁹ Nitrogenoksider

Refusjonsbeløpet som følge av ordningen utgjorde for Color Line i 2017, 301 millioner. Videreføring av denne ordningen er svært viktig for Color Line, og det foreligger ingen indikasjoner for en innskrenkning av ordningen i fremtiden.

Color Line har vært interessert i å få sine skip på Oslo-Kiel ruten, M/S Color Magic og M/S Color Fantasy omregistrert til NIS registeret. For at dette skulle lønne seg krevde det en forskriftsendring om utvidelse av fartsområde for utenriksferjer i NIS. Dette er nødvendig for at skipene skal være inkludert i nettolønnsordningen selv etter omregistrering til NIS.

Forslag om forskriftsendring ble først fremmet i høringsbrev 17.september 2015. Etter sterk fraråding fra sjømannsorganisasjonene (Regjeringen.no høringsbrev fra Norsk Sjøoffisersforbund og Norsk Sjømannsforbund) annonserte like vel Nærings- og fiskeridepartementet 28 februar 2018 at de vil gjennomføre de foreslåtte endringene. Det tidligere forslaget blir for øvrig endret noe, slik at distansekravet i forslaget blir endret fra 175 til 300 nautiske mil (Regjeringen.no endringer for utenlandsferjer 28.02.2018). Dette forhindrer muligheten for at ferjer på skandinaviske ruter blir omregistrert. Etter ESA godkjenningen som kom i april 2018 står Color Line nå fritt til å flagge om Kiel-ferjene. (DN.no, 10.04.2018)

NIS-registrering av Oslo-Kiel ferjene åpner muligheten for Color Line til å kunne ansette utenlandske sjøfolk. Dette vil gi Color Line muligheten til å skifte ut norske sjøfolk med billigere utenlandsk arbeidskraft ansatt på lokale betingelser.

Det er rimelig å anta at catering personale som har lite kundekontakt vil være mest utsatt for utbytting, selv om vi vil anta at ingen står i fare for å miste jobben, men at det i stedet vil bli vurdert utenlandsk arbeidskraft for nyansettelser.

Forslaget er tilsynelatende økonomisk lønnsomt for Color Line, men i kjølvannet av nyheten om mulighet for omregistrering til NIS har det også gitt selskapet negativ omtale. Vi mener for øvrig det er rimelig å anta at den negative omtalen kun vil skade Color Lines omdømme på kort sikt.

4.4.2 Økonomi

Styringsrente

Styringsrenten bestemmes av Norges Bank og fungerer som renten på bankenes innskudd opp til en satt kvote. Endringer i styringsrenten får videre utslag i bankenes utlåns- og innskuddsrenter til bedrifter og privatkunder. I kjølvannet av finanskrisen har styringsrenten

vært lav, og har nådd hva som ventes å bli det laveste nivået på 0,5 prosent før en forventet oppgang (Norges Bank).

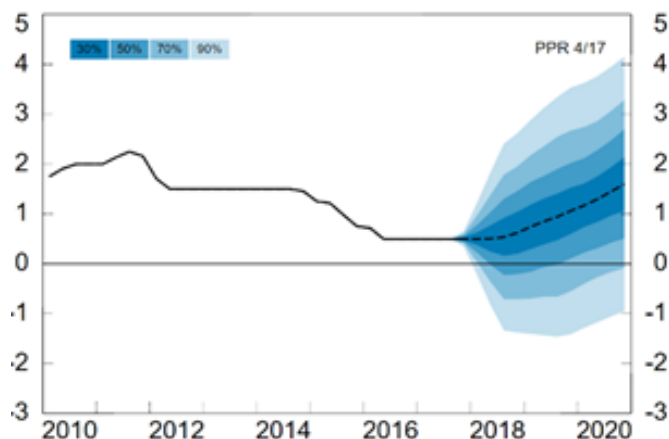
Som vist i illustrasjonen under har styringsrenten vært i en synkende trend fra 2010 og frem til i dag. Grunnen til nedgang i styringsrenten skyldes lav vekst i markedet. For å stimulere vekst i markedet må Norges Bank sette ned renten, noe de har gjort frem til i dag, men mener nå at veksten i markedet skal avta litt, og derfor spår de økt styringsrente fremover. Økt styringsrente tilsier at det økonomien er i god vekst, men skal bremses.

Norges Bank spår kapasitetsutnyttelsen i økonomien vil øke og sikter mot et styringsrentenivå på 1,5% i 2020. Ved å holde en lav styringsrente sørger Norges Bank for at folk flest vil ha lave kostnader på sine lån og dermed ha mer penger til overs. Det er rimelig å anta at dette vil opprettholde reiselysten og forbruket, som videre vil føre til opprettholdelse av godstransport over Skagerak. Etersom renten forventes å holde seg lav fremover vil dette bidra til lave kapitalkostnader for Color Line.

Dersom spådommene om økt styringsrente fra 0,5 (17 april.2018) til 1,5% i 2020, vil styringsrenten fortsatt være relativt lav, men allikevel være økende. Det fører til at lånerenten for privatpersoner og bedrifter vil stige fra dagens nivå og folk flest vil få litt mindre å rutte med i hverdagen. I følge en analyse fra "Response Analyse" utført for Sparebank 1 vil 420 000 nordmenn ha problemer med å håndtere en renteøkning på 1 prosentpoeng. Det tyder på at en andel av låntakere vil få betydelig dårligere råd, dersom styringsrenten økes til 1,5%.

En økning av styringsrenten gjøres som en konsekvens av høy vekst og vil på den måte helhetlig ikke ha noen effekt for Color Line da dens formål er å styre veksten i økonomien. Isolert sett vil allikevel en renteøkning ha en negativ effekt for Color Line.

Ved en økning i styringsrenten vil det bli mer populært å kjøpe norske kroner, noe som fører til at den norske kronen styrker seg, som videre gjør at det blir billigere for nordmenn å reise til utlandet. En sammenheng mellom mindre kjøpekraft hos nordmenn, styrkning i valutaen og økte gjeldskostnader tror vi ikke dette vil få en betydelig innvirkning på Color Line.

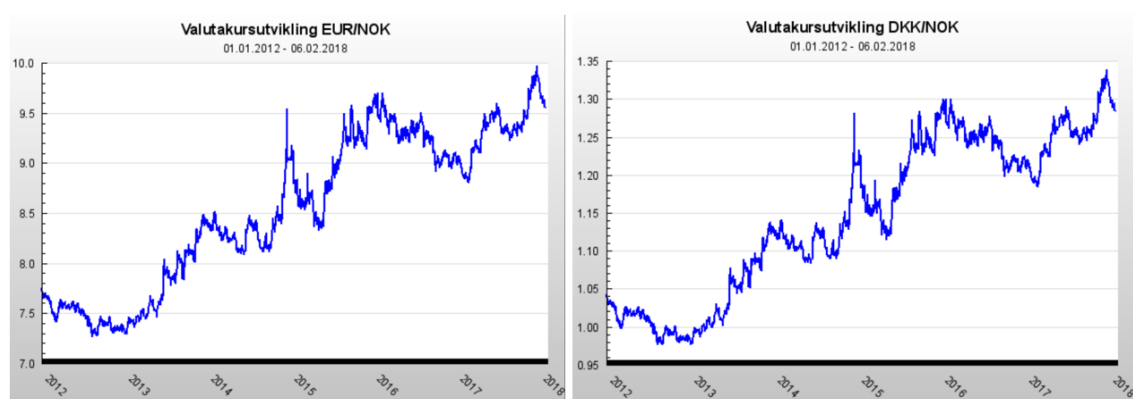


Figur 1: Historisk utvikling og fremtidig prognose av styringsrenten
Hentet fra Norges Banks nettside

Valuta

Color Line er utsatt for valutarisiko særlig mot USD, EUR, og DKK. Inntekter og utgifter selskapet har vil variere i takt med svingninger i valutakursene. Selskapet reduserer denne risikoen gjennom ulike tiltak, blant annet flervalutalån.

Valutakurser vil også påvirke selskapet gjennom påvirkning av etterspørselen. En svak norsk krone vil påvirke nordmenn til å droppe Danmark- eller europaferien og evt. velge norgesferie som alternativ. Siden 2012 har Color Line hatt en reduksjon i antall passasjerer, samtidig som at den Norske kronen har svekket seg mot henholdsvis EUR og DKK. En korrelasjon mellom disse faktorene vil betyr at passasjeretterspørselen vil kunne øke i fremtiden hvis/når den Norske kronen styrker seg som følge av økt oljepris.



Figur 2: Valutakurser EUR/NOK og DKK/NOK

Kurser hentet fra valutakurser.no (basert på kurser fra Norges Bank).

Oljepris

Endringer i oljeprisen vil ha en direkte påvirkning på kostnader til bunkers. Denne risikoen er redusert ved at konsernet avtalt prissikring på bunkers for ca. 70% av forbruket i 2017, og ca. 50% av forbruket i 2018. Bunkerssikringene gjort for det fysiske produkt skipene bruker og reflekterer en oljepris på 30-45 USD i 2017, mens 2018 en oljepris på ca. 40-55 USD (Color Group årsrapport side 39).

Det er ikke avtalt noen sikringskontrakter etter 2018 og konsernet vil derfor være utsatt for full bunkersrisiko ved endring i oljeprisen. Utsikten for oljeprisen er umulig å spå, men prisen har steget jevnt siden bunnen i begynnelsen av 2015 (Oslobors.no kursutvikling brent spot).

Arbeidsledighet

Arbeidsledigheten i Norge som i oktober 2017 var 4% har vist tegn til å være på vei nedover etter en topp på 4,9% i juli 2016. I Europa har arbeidsledigheten vært på bedringens vei siden finanskrisen. Spesielt i Tyskland har arbeidsledigheten nådd et svært lavt nivå på 3,7% i oktober 2017. Den lave arbeidsledigheten vil være positivt for Color Line da flere vil ha økonomisk frihet til å reise til og fra Norge (Google public data, med data fra eurostat).

4.4.3 Sosiale faktorer

Norge som reisemål har blitt stadig mer populært de siste årene, både blant utenlandske og Norske turister. Innreise til Norge økte med 12% fra 2015 til 2016, med den største veksten på verdensbasis for andre år på rad sikrer Norge seg en større andel av verdens turisme (Innovasjon Norge, nøkkeltall for Norsk turisme 2016, side 19).

En svekkelse av Norsk valuta de siste årene kan sees på som en av grunnene til denne veksten, sammen med en styrket markedsføring fra flere parter av Norge som reisemål.

Folk blir stadig eldre og reiser mer, med bedre helse velger flere å reise for formuen sin i stedet for å la det gå i arv. Denne trenden bygger også oppunder at antall reisende til og fra Norge vil øke i tiden fremover (Artikkel vover60, 25.01.2016).

4.4.4 Teknologiske forhold

Investering i klimavennlig teknologi har de siste årene fått mye fokus hos Color Line. Med landstrømanlegget som ble åpnet i Sandefjord høsten 2017 er Color Line nå koblet på landstrøm i alle norske havner de seiler fra. Investeringer i landstrømanlegg og ombygging av skip har først og fremst vært for å minske forurensning i havn. Annet enn positiv omtale og hjelp fra støtteordninger har ikke tiltaket blitt gjort på bakgrunn av økonomiske insentiver. Det kan

selvfølgelig komme påbud eller avgifter i fremtiden, som Color Line da ikke trenger å bekymre seg for da endringen allerede er gjennomført.

Etter pålegg fra ESA har Sandefjord havn åpnet for anbudsrunde for tilgang til havnen fom. 2020 (Vestviken 01.02.2016). Kommunen varslet om at miljøvennlig skipsfart ville bli vektlagt, så som om en del av anbudskonkurransen inngikk Color Line i februar 2017 en kontrakt med Ulstein verft om bygging av «verdens største plug-in hybridskip» som skal leveres til 2019, mot at de fikk den attraktive 10.00 ruten fra Sandefjord (Color Group årsrapport 2017).

Color Line anerkjenner viktigheten av teknologisk innovasjon og har de senere årene investert i en ny «digital booking- og innsjekkingsplattform». Plattformen lar reisende enklere booke hele turen selv, alt fra reisen til hotell og andre aktivitetstilbud på land.

Color Line tilbyr i dag gratis wifi til bruk av sin egen app om bord, men for å ha tilgang til wifi til øvrig bruk må passasjerene betale. Dette mener vi er gammeldags og er noe folk vil irritere seg over. Kostnaden ved denne irritasjonen mener vi mest sannsynlig koster Color Line mer enn hva de tjener på å selge wifi tilgang. Det kan virke som at Color Line tar betalt for teknologiske løsninger kunder og andre selskaper ser på som en selvfølge, og dermed svekkes kundetilfredsheten hos Color Line.

4.4.5 Klima

I tillegg til å investere i landstrømanlegg har Color Line på sine nyere skip installert eksosrensesystemer, såkalte «scrubbere». Disse systemene reduserer utslippene av svoveldioksider med opptil 90% og tillater de nye skipene å bruke et grovere bunkringsprodukt (Heavy fuel oil) enn de eldre skipene (Color Group årsrapport 2017). M/S Bohus og M/S Color Viking har ikke scrubbere og må benytte et renere og mer kostbart bunkringsprodukt for å holde seg innenfor lovpålagte miljøkrav.

Et annet forhold knyttet til klima er dårlig vær som fører til at avganger må innstilles. Storm i Skagerak og ytre Oslofjord kan gjøre det nødvendig å innstille avganger. Økonomisk vil Color Line slippe erstatningsansvar hvis innstillingen skyldes sikkerhetshensyn fra eksterne faktorer som dårlig vær, men det er selvfølgelig uheldig for passasjerene og reisealternativets omdømme.

Global oppvarming har ført til at klimaet er i endring, men hva disse endringene innebærer er vanskelig å spå. Det blir forøvrig ifølge enkelte klimaforskere forventet at vi vil ha mer nedbør

og sterkere vind. Dersom det blir mer sterk vind i fremtiden vil dette være negativt for Color Line, da flere avganger vil risikere å bli innstilt (Forskning.no).

I forbindelse med høringssvaret fra Norske havneforening tilknyttet Grønn Skattekommisjons miljøutredning kommer det frem at sjøtransport er en mer miljø- og klimavennlig måte å frakte gods på, sett mot veitransport. I Norsk transportplan fra 2016 sies det at det er mulig å få 5-7 millioner tonn godstransport på vei over til sjø- eller banetransport, noe som vil spare miljøet på lang sikt.

I en rapport fra DNV-GL 2016 på oppdrag fra norsk rederiforbund med navnet "Klimaeffekter ved overføring av gods fra vei til sjø" kommer det frem at det er mulig å få 30% av all godstransport fra Europa til Norge som i dag foregår via vei, kan overføres til sjøtransport. Dette er positive nyheter for Color Line, som dermed har muligheter til å øke sin andel godstransport.

Oppsummering

Faktor	Funn	Konsekvens
Politisk	<ul style="list-style-type: none"> • NIS/NOR • Nettolønnsordning • Fritatt fra NOx- avgift • Økt Sukkeravgift 	<ul style="list-style-type: none"> • Omflagging fra NOR til NIS kan føre til lavere lønnskostnader • Nettolønnsordning - lavere lønnskostnader • Fritatt fra NOx avgift sparer Color Line for kostnader knyttet til denne forurensningen • Antall grensehandler økt, og muligens økte passasjerinntekter
Økonomisk	<ul style="list-style-type: none"> • Økende styringsrente • Valutarisiko • Oljepris 	<ul style="list-style-type: none"> • Økende styringsrente fører til lavere inflasjon og mindre penger i omløp • Valutarisiko ved svak norsk krone vil utenlandsferier bli dyrere og redusert trafikk med Color Line

		<ul style="list-style-type: none"> • Økte oljepriser gir økte driftskostnader for Color Line
Sosiale	<ul style="list-style-type: none"> • Økt reiseinteresse 	<ul style="list-style-type: none"> • Økt reiseinteresse styrker Color Line sine passasjertall, og inntekter
Teknologiske	<ul style="list-style-type: none"> • Nytt hybridskip • Landstrøm • Booking-/innsjekkingsystem 	<ul style="list-style-type: none"> • Nytt hybridskip gir Color Line en fordel i konkurransen • Landstrøm hindrer kostnader knyttet til strømproduksjon med olje i havn • Booking-/innsjekkingsystem hjelper med å effektivisere og kostnadsminimere
Miljø	<ul style="list-style-type: none"> • "Scrubber" • Økt fokus på sjøtransport 	<ul style="list-style-type: none"> • Scrubber som minimerer utslipp med forurensning • Økt fokus på sjøtransport gir større etterspørsel i godstransport via sjø

Tabell 3: Oppsummering av PESTEL

4.5 Konklusjon strategisk analyse

Etter å ha gjennomført den strategiske analysen for Color Line skal vi konkludere med hva som er styrker, svakheter, muligheter og trusler for Color Line. Vi bruker en SWOT analyse som utgangspunkt for oppsummeringen av den strategiske analysen.

Styrker

Color Line er et veldrevet selskap, i FAFOs rapport fra 2015 kommer det frem at Color Line har 70% markedsandel innenfor passasjertrafikk til og fra Norge. Rutene til Color Line er stabile og med Color Line sin relativt nye flåte har de en stor styrke i markedet, i tillegg kommer Color Hybrid i 2019 som vil styrke flåten ytterligere. Color Line er et stort rederi som har drevet lenge, Color Line har stor forhandlingsmakt ovenfor sine leverandører, ettersom Color Line er en betydelig kunde. Rederiet er relativt høyt belånt, men er ikke nevneverdig truet av en renteøkning. Ettersom skipene til Color Line går fra norske til internasjonale havner vil skipene være fritatt for statens NOx-avgift. I tillegg har Color Line mulighet til å flagge ut til NIS og

ansette utenlandske sjømenn som vil bidra til lavere lønnskostnader. Color Line yter godt av dagens nettolønnsordning, en ordning som sparte selskapet for 301 millioner NOK i 2017 og må regnes som en styrke for selskapet at videreføres.

Svakheter

En betydelig svakhet for Color Line er at de mister to daglige avganger fra Sandefjord-Strømstad f.o.m 2020. Color Line har i lang tid vært størst på ruten mellom Sandefjord-Strømstad, men fra og med 2020 er det slutt. Fjord Line tar over den ene avgangsgruppen til Color Line, og kjører dermed fire ganger daglig. Color Line har brukt langt tid på å skape ruten mellom Sandefjord og Strømstad. Ulempen for Color Line er at Fjord Line tar nå over rutens popularitet som Color Line har brukt tid og penger på å skape. Color Line vil sette inn sitt nye Color Hybrid på de to daglige avgangene de har fått tildelt fra 2020. Svakheter knyttet til reduksjon av avganger for Color Line er at rederiet har to gamle skip (M/S Bohus, og M/S Color Viking) hvor M/S Bohus vil bli byttet ut med Color Hybrid, og M/S Color Viking vil etter dagens situasjon bli faset ut i 2020. Det kommer ikke frem i årsrapporter eller andre pressemeldinger hva som vil skje med M/S Bohus og M/S Color Viking, men Color Line vil ikke ha noen ruter de skipene kan betjene.

Muligheter

Som nevnt tidligere er vekstmulighetene for Color Line begrenset. Mulighetene for utvidelse av ruter er begrenset, men allikevel mulig å blande seg inn i anbuds konkurranser fra staten, da tenker vi spesielt på Bergen-Kirkenes i fremtiden. Det fremkommer i Color Lines årsrapport at det forventes et økende antall turister til og fra Norge, noe som vil gi mulighet for et økende antall reisende for Color Line. Color Line har nylig fått klarsignal fra Nærings- og fiskeridepartementet for omflagging til NIS, og dette har senere også blitt godkjent av ESA. Color Line står nå fritt til å flagge om Kiel-ferjene, noe som vil åpne muligheten for å ansette utenlandsk besetning på lokale vilkår.

Det kommer frem i rapporter fra EU og Norsk transportplan at det er mer miljøvennlig å frakte gods via sjøveien og bane, enn via veitransport. Målet er å øke andelen gods i Sjø- og banetransport og minimere transport via vei, som er en større miljøbelastning for kloden. Større fokus på miljøvennlig transport vil føre til økt etterspørsel fra Color Line. Color Line har derfor muligheter til å forberede seg på skiftet og kapre en del av etterspørselen.

Dagens marked blir mer og mer digitalt og Color Line er med på utviklingen til en viss grad etter det inngåtte samarbeidet med Futatsu. Color Line har i dag stor egenkapital og midler

tilgjengelig til investeringer i ny teknologi som kan hjelpe til med salg, markedsføring og andre teknologiske løsninger som kan redusere kostnader og effektivisere prosesser. Color Line har de siste årene brukt mye penger på teknologiske fremskritt, vi mener allikevel at Color Line henger etter i den teknologiske utviklingen. Vi ser på dette som en mulighet til å posisjonere seg bedre i markedet, minimere kostnader og øke avkastningen.

Trusler

De eksterne truslene for Color Line kommer i hovedsak fra konkurrenter, og da spesielt Fjord Line. Trusler fra konkurrenter er høy sett i forhold til eventuelle inntrengere. Dersom oljeprisene fortsetter å stige, vil skipene få økte kostnader knyttet til bunkring, som hittil har vært synkende. På tross av at bunkringskostnadene er delvis sikret, vil økte oljepriser være en trussel for Color Line. Når Norges Bank setter ned inflasjonsmålet fra 2,5% -2%, og dermed setter opp styringsrenten betyr det at nordmenn får mindre penger å rutte med, i tillegg vil kronen styrkes. Ulempen med dette er lavere fart i økonomien her hjemme og kronen styrker som ovenfor andre valutaer som gjør at det blir dyrere for turister å reise til og i Norge.

5. Regnskapsanalyse

Som en innledning til regnskapsanalysen vil vi gjennomføre en omgruppering av balansen og normalisering av regnskapet, samt forklare hensikten med dette. Videre vil vi gjennomføre regnskapsanalysen som er grunnlaget for prognosene som senere vil brukes i verdsettelsen.

Finansregnskapet slik det fremkommer i selskapets årsrapport er kreditororientert, og dermed mindre egnet til verdivurdering. For å kunne gjennomføre en verdivurdering må vi omgruppere regnskapet for å gjøre det mer investerorientert, noe som gjøres hovedsakelig ved å skille mellom operasjonelle og finansielle tall (Koller, Goedhart and Wessels, 2015).

Analyseperioden vi har valgt å benytte er fem år tilbake i tid, altså 2013-2017. Desto lengre analyseperiode som brukes desto bedre bilde av driften vil vi få, forutsatt stabil drift. Color Line har hatt en stabil drift siden finanskrisen med ingen nye skip siden 2007 og jevn drift på de samme rutene, så på grunn av dette har vi valgt en relativt lang analyseperiode på fem år.

Vi vil videre i dette kapittel gjennomgå balansen og resultatet for å vurdere hvilke poster som klassifiseres som henholdsvis operasjonelle og finansielle. Videre vil vi normalisere resultatet slik tallene bedre reflekterer et gjennomsnittlig driftsresultat, som er bedre egnet for

verdsettelse. Som siste del av regnskapsanalysen vil vi regne ut bedriftens nøkkeltall og se disse mot de sammenlignbare selskapene.

5.1 Kapitalisering av operasjonelle leasingkostnader

Det er finnes ulike oppfatninger av hvordan operasjonelle leasingavtaler skal kapitaliseres, vi har tatt utgangspunkt i Damodaran sin fremgangsmåte i denne verdsettelsen.

Ny standard for IFRS leieavtaler (IFRS 16) trer i kraft 1. januar 2019. Standarden krever at det ikke lenger skal skilles mellom operasjonelle og finansielle leieavtaler slik det etter dagens regler i IAS 17 er anledning til. Dette medfører at leieavtaler tidligere ansett som operasjonelle må balanseføres på en måte tilsvarende lik finansielle leieavtaler behandles i dag (PWC rapport om innføring av IFRS 16, april 2016).

Color Lines leasingavtaler for M/S Superspeed1 og M/S Superspeed 2 kan etter IAS 17 i dag betraktes som operasjonelle leasingavtaler. Etter reglene i IFRS 16 vil disse avtalene fortsatt betraktes som leieavtaler og vil dermed måtte balanseføres. Omfanget av Color Lines leieavtaler gjør at balanseføring vil ha en betydelig effekt. Skipene, samt IKT- og annet utstyr må nå balanseføres, noe som gjør at selskapets balansesum øker og nøkkeltall endres.

Etter nye regler vil leieavtalene til Color Line, som alle er operasjonelle, bokføres til nåverdien av leieforpliktelsene diskontert med selskapets gjeldskostnad. Hadde Color Line hatt andre finansielle leieavtaler ville vi kunne benyttet renten på disse leieavtalene til samme formål. Bakgrunnen for dette er at rentekostnaden på leasing bør være høyere enn selskapets gjeldskostnad, dette er fordi utleieren kun kan gjøre krav på den lånte eiendelen, og ikke leietakerens øvrige eiendeler. Dette indikerer at rentekostnaden bør være lik renten på usikret gjeld, fremfor sikret gjeld (A. Damodaran, Leases, Debt and Value 2009).

Color Lines rentebærende gjeld fordelt i henholdsvis børsnoterte obligasjonslån og pantelån. I årsrapporten fremkommer gjennomsnittlig rentekostnad i de to lånegruppene. For leasing av IKT- og annet utstyr mener vi det vil være rett å benytte Color Lines gjennomsnittlige rentekostnad på obligasjonslån hvert år. Obligasjonslårenten er høyere enn pantelånsrenten da denne gjelden er usikret, noe som vil være tilfellet for IKT- og annet utstyr da disse eiendelene har kortere levetid og vil ikke kunne stilles som sikkerhet.

For å finne nåverdi av fremtidige låneforpliktelser på skipene som skal balanseføres, mener vi det kan diskonteres med gjennomsnittlig pantelånsrente, da denne renten bedre reflekterer den renten Color Line hadde fått dersom selskapet hadde lånt for å eie skipene. De øvrige skipene

Color Line eier stilles som sikkerhet i pantelån, noe M/S Superspeed 1 og 2 også kan bli da deres levetid er lenger og dermed bedre egnet som sikkerhetstillelse.

Den nye standarden gjør det naturlig å kapitalisere de operasjonelle leiekostnadene, selv om dette er noe vi ville gjort uavhengig av denne. Ved å kapitalisere operasjonelle leasingkostnader blir regnskapet og balansen omformulert på en måte bedre egnet et verdsettelsesformål mtp. kapitalstruktur og driftsresultat. De operasjonelle leasingavtalene vil som nevnt bli behandlet slik som finansielle leasingavtaler behandles i dag. Leieforpliktelsen behandles som en gjeld i balansen der det beregnes en rentekostnad. På bakgrunn av forutsetningene vi har tatt med ulik rentekostnad vil denne gjeldskostnaden blir et vektet gjennomsnitt av rentekostnaden på leasing av IKT- og annet utstyr, og skipene. På den andre siden i balansen bokføres leieavtalen som en eiendel, retten til å benytte seg av driftsmiddelet. Denne eiendelen vil kunne avskrives som andre driftsmidler lineært over sin levetid, eller i dette tilfellet leietid (A. Damodaran, Leases, Debt and Value 2009).

Effekten dette vil ha på resultatregnskapet er at driftsresultatet vil stige, som følge av at leiekostnaden ikke lenger regnes som en driftskostnad, men blir fordelt som avskrivninger og renter regnet som finanskostnad. Balansen vil øke ved at nåverdien av leieforpliktelsen bokføres som henholdsvis en eiendel og en gjeld.

Grunnen til at mange selskaper benytter operasjonelle leieavtaler er for å redusere sin gjeldsgrad. Etersom balansen er mindre ved bruk av operasjonelle leieavtaler vil også avkastningen på kapitalen (ROC) fremstå som høyere (A. Damodaran, Leases, Debt and Value 2009).

Til et verdsettelsesformål er det nødvendig å tenke på leiekostnader som en finansieringskostnad. Alternativet til å leie driftsmiddelet er å eie det og dermed avskrive og betale renter på gjeld. For å finne størrelsen på rentekostnaden og avskrivningene dersom vi hadde eid driftsmiddelet blir vi nødt til å finne nåverdien av leieforpliktelsen. Dette gjør vi som nevnt ved å diskontere fremtidige leieforpliktelser med riktig gjeldskostnad.

Videre vil driftsresultatet justeres for å reflektere den regnskapsmessige endringen. Ved å legge til de opprinnelige leiekostnadene til driftsresultatet vil vi få det opprinnelige driftsresultat før leiekostnader. Videre vil vi trekke fra andelen avskrivninger fra den "nye" eiendelen for å komme frem til det justerte driftsresultatet (A. Damodaran, Leases, Debt and Value 2009).

5.1.1 Color Lines operasjonelle leieavtaler

Grunnet ulik avskrivningstid og gjeldskostnad vil vi dele opp kapitaliseringen av leasingkostnadene til IKT- og annet utstyr, og skipene hver for seg. Først vil fremgangsmåten for IKT- og annet utstyr forklares og deretter skip. Til slutt vil vi se på effekten kapitaliseringen av leasingkostnadene får på driftsresultatet. Leie av terminal og oppstillingsområder, samt festeavgift vil bli ansett som driftskostnader, og ikke kapitalisert.

IKT- og annet utstyr

Med utgangspunkt i Color Groups årsrapporter årene 2013 til 2017 har vi funnet minimum leieforpliktelser, disse har vi omformulert til bedre å passe vårt formål da vi kapitaliserer leiekostnader til IKT- og annet utstyr for seg selv. Fremtidig minimum leieforpliktelser ved ulike år med tilhørende rentekostnad tilsvarende gjennomsnitt for obligasjonslån hvert år vises under.

	2013	2014	2015	2016	2017
1år<	11 887	11 202	11 629	9 479	9 077
5år<1år	27 084	23 675	18 598	11 044	11 158
<5år	-	-	-	-	-
Cost of debt	6,54 %	6,49 %	6,06 %	6,02 %	5,78 %

Tabell 4: Fremtidig minimum leieforpliktelser IKT- og annet utstyr, alle tall i 1000 NOK

Avskrivningstid på utstyret oppgis å være 3-5 år, vi vil forutsette 4 år avskrivningstid på alt utstyr. Nåverdien på fremtidige leieforpliktelser av IKT- og annet utstyr blir som følger:

År	2013		2014		2015		2016		2017	
	Min.Betaling	Nåverdi	Min.Betaling	Nåverdi	Min.Betaling	Nåverdi	Min.Betaling	Nåverdi	Min.Betaling	Nåverdi
1	11 887	11 157	11 202	10 519	11 629	10 965	9 479	8 941	9 077	8 581
2	9 028	7 954	7 892	6 959	6 199	5 511	3 681	3 275	3 719	3 324
3	9 028	7 465	7 892	6 535	6 199	5 196	3 681	3 089	3 719	3 142
4	9 028	7 007	7 892	6 137	6 199	4 899	3 681	2 914	3 719	2 971
Sum	33 584	30 150	26 571	18 219	18 018					

Tabell 5: Diskontering av minimumsbetalinger for å finne nåverdi av kapitaliserte leasingkostnader IKT- og annet utstyr, alle tall i 1000 NOK

Videre kan avskrivninger og rentekostnad beregnes ut fra leieforpliktelsens nåverdi hvert år:

Sum	33 584	30 150	26 571	18 219	18 018
Lineære avskrivninger	8 396	7 537	6 643	4 555	4 504
Rentekostnad på kapitalisert leasing	2 196	1 957	1 610	1 097	1 041

Tabell 6: Beregnede avskrivninger og rentekostnad fra nåverdi av kapitaliserte leasingkostnader IKT- og annet utstyr, alle tall i 1000 NOK

Skip

Skipene M/S Superspeed 1 og M/S Superspeed 2 leases årlig for ulike summer, der leien for den sistnevnte betales delvis som euro. Omregning til NOK er gjort ved å benytte EUR/NOK kurs ved årsslutt de ulike årene. Se vedlegg 1 for en mer detaljert fremgangsmåte. Fremtidig minimum leieforpliktelser ved ulike år med tilhørende rentekostnad tilsvarende gjennomsnitt for pantelån hvert år vises under.

	2013	2014	2015	2016	2017
1år<	193 738	200 168	202 829	201 098	203 522
5år<1år	760 637	819 900	793 316	793 793	788 043
<5år	864 461	505 880	952 500	762 000	571 500
Cost of debt	1,85 %	1,77 %	1,38 %	1,97 %	2,11 %

Tabell 7: Fremtidig minimum leieforpliktelser skip, alle tall i 1000 NOK

Nåverdi beregnes på samme måte som for IKT- og annet utstyr, bortsett fra at leieavtalens gjenværende levetid varierer, og dermed en avskrivningsperiode som vil variere fra år til år. F.o.m. 2015 er avtalt leieperiode for begge skip frem til 2025, mens det i 2014 er avtalt frem til 2024. I 2013 har skipene ulik leieperiode frem til henholdsvis 2024 og 2020. For å simplificere vil vi benytte gjennomsnittlig gjenværende leieperiode på 9 år i 2013.

År	2013		2014		2015		2016		2017	
	Min.Betaling	Nåverdi	Min.Betaling	Nåverdi	Min.Betaling	Nåverdi	Min.Betaling	Nåverdi	Min.Betaling	Nåverdi
1	193 738	190 219	200 168	196 686	202 829	200 068	201 098	197 212	203 522	199 317
2	190 159	183 314	204 975	197 907	198 329	192 966	198 448	190 854	197 011	188 953
3	190 159	179 984	204 975	194 465	198 329	190 340	198 448	187 167	197 011	185 048
4	190 159	176 715	204 975	191 083	198 329	187 749	198 448	183 551	197 011	181 224
5	190 159	173 505	204 975	187 760	198 329	185 193	198 448	180 005	197 011	177 480
6	216 115	193 606	101 176	91 067	190 500	175 461	190 500	169 457	190 500	168 068
7	216 115	190 090	101 176	89 483	190 500	173 073	190 500	166 184	190 500	164 595
8	216 115	186 637	101 176	87 926	190 500	170 717	190 500	162 973	190 500	161 194
9	216 115	183 247	101 176	86 397	190 500	168 393	190 500	159 824		
10			101 176	84 895	190 500	166 101				
Sum	1 657 316		1 407 668		1 810 061		1 597 229		1 425 879	

Tabell 8: Diskontering av minimumsbetalinger for å finne nåverdi av kapitaliserte leasingkostnader skip, alle tall i 1000 NOK

Videre kan avskrivninger og rentekostnad beregnes ut fra leieforpliktelsens nåverdi hvert år:

Sum	1 657 316	1 407 668	1 810 061	1 597 229	1 425 879
Lineære avskrivninger	184 146	140 767	181 006	177 470	178 235
Rentekostnad på kapitalisert leasing	30 660	24 916	24 979	31 465	30 086

Tabell 9: Beregnede avskrivninger og rentekostnad fra nåverdi av kapitaliserte leasingkostnader skip, alle tall i 1000 NOK

Regnskapseffekt

Kapitaliseringen av leasingkostnadene vil som nevnt tidligere føre til at driftsresultatet øker. Tidligere ble driftsresultatet redusert med leie på operasjonelle leieavtaler, mens nå vil driftsresultatet kun reduseres med avskrivningene beregnet fra nåverdien av leieavtalene (A. Damodaran, Leases, Debt and Value 2009).

	2013	2014	2015	2016	2017
Opprinnelig leiekostnad	203 949	202 246	207 560	214 254	213 412
- Avskrivninger skip	184 146	140 767	181 006	177 470	178 235
- Avskrivninger IKT- og annet utstyr	8 396	7 537	6 643	4 555	4 504
Økning driftsresultat (EBIT)	11 407	53 942	19 911	32 229	30 673

Tabell 10: Kapitaliserte leasingkostnaders effekt på driftsresultat (EBIT), alle tall i 1000 NOK

Finanskostnader i resultatet vil øke tilsvarende rentekostnaden på kapitalisert leasing hvert år.

	2013	2014	2015	2016	2017
Rentekostnad leie skip	30 660	24 916	24 979	31 465	30 086
+ Rentekostnad leie IKT- og annet utstyr	2 196	1 957	1 610	1 097	1 041
= Sum rentekostnader fra kap. leasing	32 857	26 872	26 589	32 562	31 127

Tabell 11: Rentekostnader som følge av kapitaliserte leasingkostnader, alle tall i 1000 NOK

5.2 Omgruppering av balansen

Omgruppering av balansen gjøres for å endre fokus fra kreditorhensyn til analyseformål. I finansregnskapet er hovedfokuset lagt på hvordan selskapet skal betale sine forpliktelser, og dermed ikke satt opp for verdsettelsesformål. For analyseformål og verdivurdering er det viktig å klassifisere postene, hvor det er viktig å se på hvilke eiendeler/forpliktelser som er operasjonelle og hvilke som er finansielle.

Når man bruker kontantstrømoppstilling til verdivurdering av et selskap er det viktig at balansen er omgruppert slik at det fokuseres på det operasjonelle, da det er i den operasjonelle delen verdiskapningen ligger. Vi deler balansen opp i netto operasjonelle eiendeler (NOA)¹⁰ som består av operasjonelle eiendeler minus operasjonelle forpliktelser og netto finansielle forpliktelser (NFO)¹¹ som består av finansielle forpliktelser minus finansielle eiendeler. Netto operasjonelle eiendeler minus netto finansielle forpliktelser er lik egenkapitalen til selskapet(CSE)¹² (NOA-NFO=CSE).

¹⁰ Net operating assets

¹¹ Net financial obligations

¹² Common shareholders equity

Operasjonelle eiendeler og forpliktelser er eiendeler/forpliktelser som er nødvendig for driften, det er eiendeler som blir brukt i driften, og kortsiktige forpliktelser som ikke er rentebærende. Operasjonelle eiendeler er eiendeler knyttet direkte til driften av selskapet, for eksempel anleggsmidler og kundefordringer. Operasjonelle forpliktelser er forpliktelser som skyldes driften som for eksempel leverandørgjeld og utsatt skatt.

Finansielle eiendeler og forpliktelser er eiendeler/forpliktelser som ikke er knyttet til driften. Finansielle forpliktelser er forpliktelser selskapet skylder, er rentebærende og som ikke har noe med driften å gjøre.

I den omgrupperte balansen er også kapitalisert leasing inkludert. Beløpet på posten er nåverdien av fremtidige leieforpliktelser og balanseføres som en operasjonell eiendel da den er direkte knyttet til driften, men som en finansiell forpliktelse da vi regner gjelden på kapitalisert leasing som rentebærende gjeld (BDObloggen Helge Rydning 30. oktober 2015).

OMGRUPPERT BALANSE	2013	2014	2015	2016	2017
Operasjonelle eiendeler					
Programvare og lisenser	500 910	479 684	465 840	441 010	407 008
Goodwill og andre immaterielle eiendeler	671 301	671 301	671 301	671 301	671 301
Tomter, bygninger, annen fast eiendom	571 539	559 887	526 140	482 287	463 734
Inventar	63 666	61 590	39 154	35 665	48 157
Skip	3 987 446	3 830 603	3 715 658	3 572 355	3 452 020
Kapitalisert leasing IKT- og annet utstyr	33 584	30 150	26 571	18 219	18 018
Kapitalisert leasing skip	1 657 316	1 407 668	1 810 061	1 597 229	1 425 879
Varebeholdning	150 928	137 856	163 366	160 795	162 229
Anlegg under utførelse	-	-	-	-	193 863
Investering i tilknyttet selskap	406 523	359 047	381 681	411 794	441 636
Kundefordringer og andre fordringer (eksl. derivater)	1 136 916	1 042 260	1 036 041	1 058 548	973 883
Bunkersderivater	-	-	-	75 211	77 813
SUM OPERASJONELLE EIENDELER	9 180 129	8 580 046	8 835 813	8 524 414	8 335 541
Operasjonelle forpliktelser					
Pensjonsforpliktelser	34 755	70 301	38 079	29 142	16 844
Utsatt skatt	852 750	728 516	696 460	788 057	764 328
Leverandørgjeld og annen kortsiktig gjeld	723 946	794 177	647 375	705 343	765 464
SUM OPERASJONELLE FORPLIKTELSE	1 611 451	1 592 994	1 381 914	1 522 542	1 546 636
NETTO OPERASJONELLE EIENDELER	7 568 678	6 987 052	7 453 899	7 001 872	6 788 905
Operasjonelle forpliktelser					
Pensjonsforpliktelser	34 755	70 301	38 079	29 142	16 844
Utsatt skatt	852 750	728 516	696 460	788 057	764 328
Leverandørgjeld og annen kortsiktig gjeld	723 946	794 177	647 375	705 343	765 464
SUM OPERASJONELLE FORPLIKTELSE	1 611 451	1 592 994	1 381 914	1 522 542	1 546 636
NETTO OPERASJONELLE EIENDELER	7 568 678	6 987 052	7 453 899	7 001 872	6 788 905
Finansielle forpliktelser					
Kapitalisert leasing IKT- og annet utstyr	33 584	30 150	26 571	18 219	18 018
Kapitalisert leasing skip	1 657 316	1 407 668	1 810 061	1 597 229	1 425 879
Gjeld til kredittinstitusjoner	1 977 392	1 748 130	933 376	1 206 021	1 288 221
Obligasjonslån	2 245 062	1 854 173	2 073 898	1 874 575	1 874 906
Annen langsiktig gjeld	20 574	26 739	19 537	6 186	3 154
Kortsiktig andel av langsiktig gjeld	561 504	700 000	1 328 000	782 200	302 000
Andre finansielle forpliktelser	-	178 225	147 468	-	3 292
SUM FINANSIELLE FORPLIKTELSE	6 495 432	5 945 085	6 338 911	5 484 430	4 915 470
Finansielle eiendeler					
Valutaderivater	657	-	4 434	5 763	-
Langsiktig fordringer og investeringer	104 573	22 703	58 248	2 600	9 790
Pensjonsmidler	34 755	70 301	38 079	29 142	16 844
Markedsbaserte aksjer	57 172	36 598	75 078	38 915	14 985
Bankinnskudd, kontanter	604 117	330 801	346 549	497 927	274 601
SUM FINANSIELLE EIENDELER	801 274	460 403	522 388	569 147	316 220
NETTO FINANSIELLE FORPLIKTELSE	5 694 158	5 484 682	5 816 523	4 915 283	4 599 250
EGENKAPITAL	1 874 520	1 502 370	1 637 376	2 086 589	2 189 655

Tabell 12: Omgruppert balanse, alle tall i 1000 NOK

5.2.1 Endringer

I en omgruppert balanse er de fleste postene selvforklarende, derfor vil vi kun kommentere de postene det er usikkerhet rundt.

Vi har valgt å fjerne utsatt skattefordel og investering i datterselskap. Begge disse postene har vært null i vår analyseperiode 2013-2017.

Pensjon – Vi har valgt å ta pensjonsordningen ut fra postene "andre finansielle forpliktelser" og "langsiktige fordringer og investeringer" og laget egne poster med pensjonsforpliktelser og pensjonsmidler. Vi har funnet tallene knyttet til pensjon i disse postene og fjernet de fra de eksisterende postene og lagt til i de nye postene. Vi ser på pensjonsforpliktelser som operasjonelle, siden pensjonsforpliktelsene oppstår fra drift, og dermed er operasjonelt. Derfor har vi valgt å ta pensjonsforpliktelsene fra finansielle forpliktelser til operasjonelle forpliktelser.

Pensjonsmidlene som Color Line forvalter er knyttet til den ytelsesbaserte pensjonsordningen og vil fortsatt stå som finansielle eiendeler. Avkastning og renter knyttet til pensjonsmidlene er ført som en finanspost i resultatet, så for å oppnå konsistens mellom regnskap og balanse vil pensjonsmidlene føres som en finanspost i balansen.

Investering i tilknyttet selskap – Posten for investeringer i tilknyttet selskapet er utelukkende Color Line AS sin eiendel i ONS Ship Finance på 38,6%. ONS Ship Finance som eier Kristiansand Lines og Oslo Lines, som igjen eier henholdsvis M/S Superspeed 1 og M/S Superspeed 2. Siden M/S Superspeed 1 og 2 er en del av Color Line sin operasjonelle del, vil vi omgruppere "investering i tilknyttet selskap" fra finansielle eiendeler til operasjonelle eiendeler.

Anlegg under utførelse - er en post som ikke har vært med tidligere år, og første år den er med er i 2017, selv om denne posten er med for første gang er ikke dette en unormal post. Det er forskuddsbetaling av Color Hybrid og vil gå inn i balansen som et driftsrelatert anleggsmiddel dagen Color Line overtar sitt nye skip. Denne kostnaden er heller ikke ført som unormal i normaliseringen a regnskapet.

Kundefordringer og andre fordringer – er andre fordringer ikke knyttet til bunkring- og valutaderivater. Disse er lagt under andre finansielle fordringer. Vi har valgt å gjøre bunkersderivater til en operasjonell eiendel, siden bunkring er en del av driften, men

valutaderivater i finansielle forpliktelser. Dette skyldes at valuta derivatene ikke har noe med driften å gjøre, men for en sikring knyttet til inntekter og kostnader i utenlandsk valuta.

Bankinnskudd og kontanter - har vi valgt å legge i finansielle eiendeler i verdsettelsen av Color Line. Det kommer tydelig frem i Color Line sin balanse at de har mye kontanter og bankinnskudd. Det er uklart hvor stor andel av bankinnskuddet og kontantene som er relatert til drift, i utgangspunktet kunne denne posten vært splittet, men siden vi ikke vet hvor mye som er relatert til drift og finansielt, har vi valgt å legge alt på finansielle eiendeler.

5.3 Normalregnskapet

Vi vil som nevnt organisere et normalregnskap av operasjonelle regnskapstall som skal reflektere et normalt driftsår for selskapet. I normalregnskapet er det utelatt poster som ikke er operasjonelle, samt poster som er engangshendelser eller på annen måte ikke er typisk for et normalt driftsår. Normalregnskapet skal videre benyttes som grunnlaget for prognostiseringen av fremtidige kontantstrømmer (Koller, Goedhart and Wessels, 2015). Under vises normaliserte operasjonelle regnskapstall for Color Line, videre kommer en beskrivelse av hvilke justeringer som er gjort.

	2013	2014	2015	2016	2017
Passasjerinntekter	3 898 000	3 964 000	3 989 000	4 287 989	4 317 526
Fraktinntekter	419 000	386 000	346 000	346 093	379 361
Gevinst bunkersikring før skatt			8 378	222 680	2 793
Andre inntekter	235 000	244 000	252 000	261 849	270 632
Sum driftsinntekter	4 552 000	4 594 000	4 595 378	5 118 611	4 970 312
Lønninger	914 011	931 568	912 934	892 041	938 812
Arbeidsgiveravgift	173 589	174 490	168 128	171 007	178 807
Pensjonskostnader	65 073	64 193	68 746	62 255	59 536
Andre ytelser	150 773	143 577	133 695	151 375	149 819
Sum lønnskostnader	1 303 446	1 313 828	1 283 503	1 276 678	1 326 974
Varekostnader	1 647 119	1 736 327	1 705 361	1 657 284	1 629 261
Tap bunkersikring før skatt	5 876	156 504			
Andre driftskostnader	828 541	807 809	762 935	811 450	830 943
Sum driftskostnader	3 784 982	4 014 468	3 751 799	3 745 412	3 787 178
EBITDA	767 018	579 532	843 579	1 373 199	1 183 134
Avskrivninger	318 347	345 056	343 074	318 769	335 898
Avskrivninger leasing skip	184 146	140 767	181 006	177 470	178 235
Avskrivninger leasing IKT	8 396	7 537	6 643	4 555	4 504
EBIT	256 129	86 172	312 856	872 405	664 497

Tabell 13: Normalisert regnskap, alle tall i 1000 NOK

5.3.1 Endringer

Pensjonskostnader

Color Line benytter både innskuddsbasert pensjonsordning for sine landansatte, og en ytelsesbasert pensjonsordning for sjøansatte. Den innskuddsbaserte ordningen baseres på at Color Line betaler en årlig premie til et livsforsikringsselskap som forvalter innskuddet, og bærer forøvrig ingen annen risiko enn premiebetalingene. Den ytelsesbaserte ordningen er annerledes ved at Color Line selv er ansvarlig verdien av pensjonsmidlene frem til utbetaling til ansatte, dette innebærer risiko for avkastningen, lønnsutvikling og levealder (Kaldestad & Møller, 2016).

Den innskuddsbaserte ordningen resulterer i kun operasjonelle kostnader, mens den ytelsesbaserte ordningen vil gi både operasjonelle og finansielle kostnader. Vi vil trekke ut poster innen pensjonskostnader som ikke er driftsrelaterte. Dette dreier seg om poster for rentekostnad av pensjonsforpliktelser, og forventet avkastning på pensjonsmidlene. Justeringen er som følger:

	2013	2014	2015	2016	2017
Opprinnelig pensjonskostnad	65 830	65 460	70 356	63 352	60 372
Rentekostnad av pensjonsforpliktelser	- 7 291	- 8 719	- 6 207	- 6 896	- 6 807
Forventet avkastning pensjonsmidler	6 534	7 452	4 597	5 799	5 971
Justert pensjonskostnad	65 073	64 193	68 746	62 255	59 536

Tabell 14: Justering av pensjonskostnad, alle tall i 1000 NOK

Charterleie og leasingkostnader

Leiekostnader er i sin helhet tatt ut av regnskapet og erstattet med avskrivning på nåverdien av leieforpliktelsen, beregnet fra antall gjenstående år av leieforpliktelsen.

Bunkersikring

Bunkersikringen sørger for et mer forutsigbart alternativ for kostnader til bunkers, fremfor at all bunkers handles til markedspris. Netto gevinst/tap på bunkerssikring har vi valgt å klassifisere som en operasjonell post da bunkers inngår i varekostnad og er en del av driftskostnadene. Selv om bunkersikringen er et derivat mener vi gevinst/tap som følge av sikringen bør inngå i normalregnskapet da selve formålet med sikringen er å oppnå forutsigbarhet ved kjøp av bunkers.

Store variasjoner i gevinst/tap på sikringen skyldes kraftige svingninger i oljeprisen på relativt kort tid, noe som ikke hadde blitt forutsett ved inngåelsen i sikringen. Dette førte til at Color Line hadde en meget ugunstig sikringsavtale i 2014, og en meget gunstig avtale i 2016.

Varekostnad er en samlepost, men det er mulig å se effekten her også, på denne måten kan man si gevinst/tap posten utjevner dette.

Under vises effekten gevinst/tap på bunkerssikringen har på EBIT når den inkluderes i normalregnskapet.

	2013	2014	2015	2016	2017
Skattesats	28 %	27 %	27 %	25 %	24 %
Bunkersikring før skatt	- 5 876	- 156 504	8 378	222 680	2 703
Skatt	- 1 645	- 42 256	2 262	55 670	649
Bunkersikring etter skatt	- 4 231	- 114 248	6 116	167 010	2 054
Justering EBIT	- 5 876	- 156 504	8 378	222 680	2 703

Tabell 15: Justert EBIT med bunkersikring, alle tall i 1000 NOK

Andre kommentarer:

- Posten "andre inntekter" fremkommer ikke i noen ytterligere detaljer i årsrapporten, men ettersom denne posten er forholdsvis lik hvert år anser vi denne som operasjonell og normal.
- Nettolønnsordningen er inkludert ved at lønnskostnaden er redusert tilsvarende refusjonsbeløpet.
- Restruktureringskostnader i 2014 og 2015 ses på som unormale og er ikke inkludert i normalregnskapet.

5.4 Nøkkeltallsanalyse

Analyse av nøkkeltall for selskapene gjør vi for å se hvor robust Color Line er på kort- og lang sikt, og hvor godt de ligger an i forhold til bransjen. I denne analysen vil vi bruke alle de sammenlignbare selskapene som nevnt over: DFDS, Tallink Group, Viking Line og Fjord Line. I nøkkeltallsanalysen vil vi først se på de rapporterte tallene før omgruppering, og deretter etter omgrupperingen av balanse og kapitalisert leasing. Det gjør vi for å få et bedre bilde av utviklingen i bransjen, driften og det finansielle. Vi vil bruke tall fra 2013-2017, bortsett fra Fjord Line, som 20. Mai 2018 ikke har kommet med årsrapport for 2017.

Vi har valgt å gjennomføre en nøkkeltallsanalyse før og etter omgrupperingen og kapitalisert leasing, det skyldes at Fjord Line rapporterer etter en forenklet IFRS, noe som gjør at vi ikke får kapitalisert leasingen. For at vi skal få med Fjord Line i en nøkkeltallsanalyse er vi nødt til å gjøre den før en omgruppering og kapitalisering av leasing.

I nøkkeltallsanalysen før omgrupperte tall og kapitalisert leasing har vi valgt å lage et snitt for bransjen med og uten Fjord Line, det har vi gjort for at det skal være mulig å sammenligne med tallene etter omgrupperingen og kapitalisering av leasing.

Siden vi kun vil benytte forholdstall i denne analysen velger vi å beholde selskapets egen valuta.

5.4.1 Nøkkeltallsanalyse før omgruppering

Likviditetsanalyse

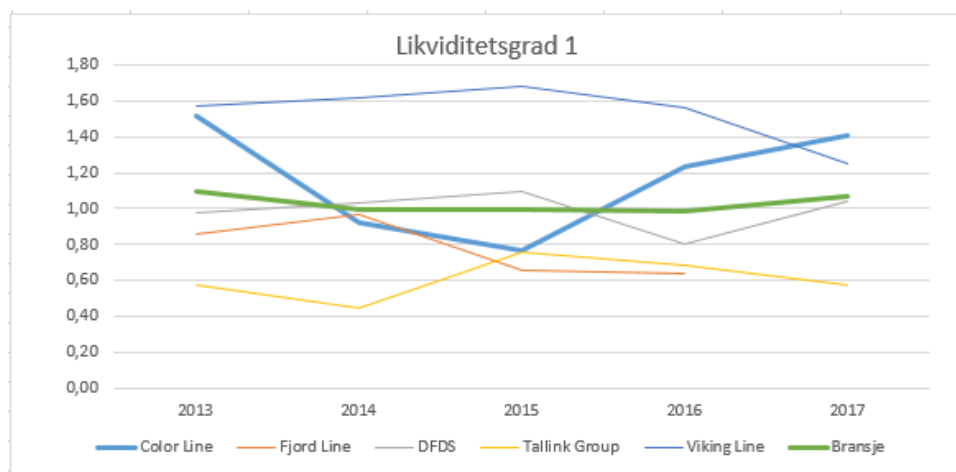
I en likviditetsanalyse ser vi på evnen selskapet har til å betale sine kortsiktige forpliktelser, det er viktig for å måle selskapets evne til å overleve på kort sikt. I likviditetsanalysen vil vi se på likviditetsgrad 1, men ikke likviditetsgrad 2. Det skyldes at likviditetsgrad 2 ikke er relevant for rederier hvor varelageret er begrenset, og gir liten effekt på nøkkeltallene.

Likviditetsgrad 1 (Omløpsmidler/kortsiktig gjeld)

I denne nøkkeltallsanalysen skal vi benytte likviditetsgrad 1 for å se om rederiene og bransjen har evne til å betale sine kortsiktige forpliktelser. Det handler om å organisere bedriften slik at man alltid har likvide midler til å betale sine kortsiktige forpliktelser. Selv om bedriften går med overskudd er ikke det ens betydning med at likviditeten i selskapet er bra. Bedrifter kan gå konkurs hvis det bindes for mye av de likvide midlene i andre mindre lett omsettelige midler. Derfor er det interessant å se hvor mye omløpsmidler rederiene har i forhold til kortsiktig gjeld. Generelt sett er likviditetsgrad 1 tilfredsstillt på et nivå rundt 2, men dette er bransjeavhengig.

LIKVIDITET 1	2013	2014	2015	2016	2017
Color Line	1,52	0,93	0,77	1,24	1,40
Fjord Line	0,85	0,97	0,66	0,64	
DFDS	0,97	1,04	1,09	0,81	1,04
Tallink Group	0,57	0,45	0,76	0,68	0,57
Viking Line	1,57	1,61	1,68	1,56	1,25
Bransje	1,10	1,00	0,99	0,99	1,07
Bransje ekskl. Fjord Line	1,16	1,01	1,08	1,07	1,07

Tabell 16: Likviditetsgrad 1



Tabell 3: Likviditetsgrad 1

Likviditetsgrad 1 i bransjen ser ut til å ligge jevnt på 1, noe som vil si en middels likviditet. Vi ser at Fjord Line - det selskapet som er nyest av de vi har tatt med i beregningen har lavest likviditetsgrad og kan skyldes ekspandering, i motsatt ende har vi Viking Line som har godt med omløpsmidler i forhold til den kortsiktige gjelden. Tallink Group har også en relativt lav likviditetsgrad.

Color Line ligger generelt over bransjen, etter en liten nedtur i 2014 og 2015 har Color Line økt likviditetsgraden, og det ser ut som Color Line ligger i en stigende trend og er i stand til å opprettholde likviditeten i selskapet.

Soliditetsanalyse

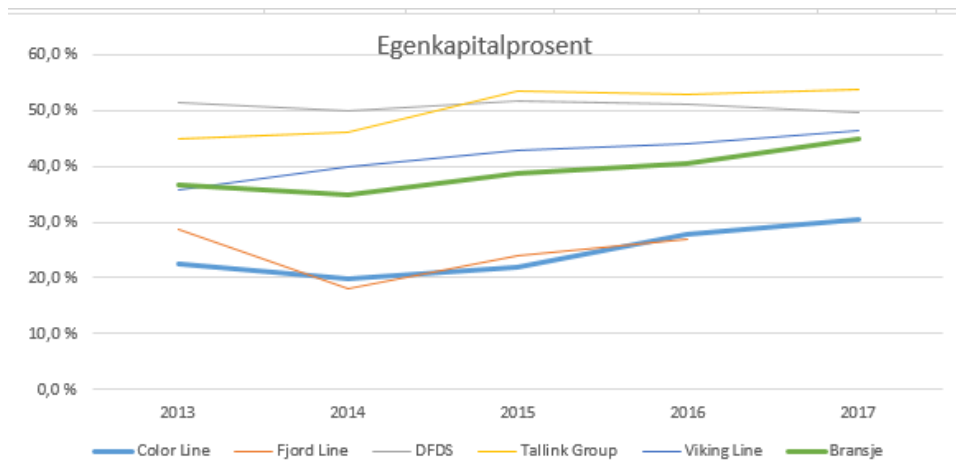
I en soliditetsanalyse ser vi på hvordan kapitalstrukturen i selskapet er, og hvilken grad selskapet klarer å overleve fremtidige tap, men også evnen til å gjøre store investeringer for å holde sin markedsposisjon.

Egenkapitalprosent (Egenkapital/Totalkapital)

Egenkapitalprosent er en vanlig måte å måle hvor solide bedrifter er. Det måles hvor mange prosent egenkapitalen utgjør av totalkapitalen. Dersom selskapet har en stor andel egenkapital sett mot totalkapitalen vil långivere ha større tro på å få tilbake sine fordringer. Vi vil se på bokførte verdier av egenkapital i denne analysen. Grunnen til dette er at bokført egenkapitalverdi vil fungere som en buffer for selskapet som stiger eller synker ved henholdsvis overskudd eller underskudd. Egenkapitalprosenten viser hvor stor andel av eiendelene til selskapet som er finansiert med egenkapital.

EGENKAPITALPROSENT	2013	2014	2015	2016	2017
Color Line	22,6 %	19,8 %	21,8 %	27,9 %	30,4 %
Fjord Line	28,6 %	17,9 %	24,1 %	26,9 %	29,7 %
DFDS	51,3 %	50,0 %	51,6 %	51,2 %	49,7 %
Tallink Group	44,8 %	46,2 %	53,6 %	52,9 %	53,7 %
Viking Line	35,6 %	40,0 %	42,8 %	44,1 %	46,2 %
Bransje	36,6 %	34,8 %	38,8 %	40,6 %	45,0 %
Bransje eksl. Fjord Line	38,6 %	39,0 %	42,4 %	44,0 %	45,0 %

Tabell 17: Egenkapitalprosent



Figur 4: Egenkapitalprosent

I analysen av egenkapitalprosent ser vi at de to norske rederiene ligger klart lengst ned på grafen og trekker bransjesnittet nedover. Color Line har hatt mange tunge investeringer som er finansiert med langsiktig gjeld, det samme gjelder Fjord Line. Hos de sammenlignbare selskapene som er på børs, ser vi en tendens til en stabilt høy egenkapitalprosent. Bransjen blir dratt mye ned av de Norske rederiene som er tyngre belånt.

Color Line har en stabil økende egenkapitalprosent som i 2017 ligger på 30,4% som er et tilfredsstillende nivå for et rederi. Det skyldes store overskudd de siste årene, og investeringene har ikke vært like tunge. Fra 2019 vil Color Line pådra seg ca. 1 milliard høyere gjeld, som tyder på at selskapets egenkapitalprosent vil synke igjen. Selv om Color Line ikke er på høyde med DFDS, Tallink Group og Viking Line, vil vi si at Color Line sin egenkapitalprosent er tilfredsstillende og konkurrisikoen i denne bransjen er lav.

Som alternativ til å vurdere egenkapitalandel kan man vurdere gjeldsgrad. Dette vil gi oss samme informasjon bare presentert speilvendt.

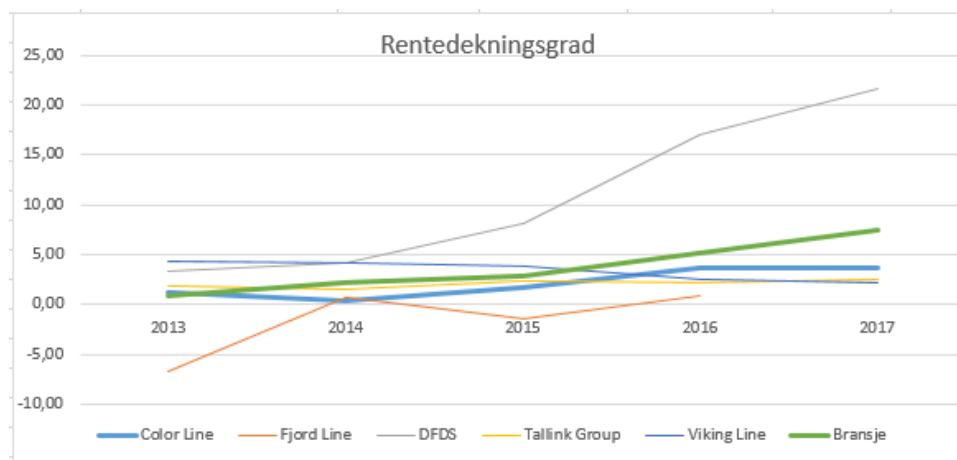
Rentedekningsgrad ((Resultat før skatt + Rentekostnader)/(Rentekostnader))

Rentedekningsgraden er et mål på hvordan selskapet gjør det før betaling av rentekostnadene. Tallet viser hvor mange ganger resultatet kan dekke de løpende renteforpliktelsene. Selv om

totalresultatet er positivt kan man her få en indikator på om selskapet tåler økte renter eller å ta opp nye lån. Dersom rentedekningsgraden er under 1, vil ikke selskapet være i stand til å betale sine renter, og er et faresignal for både driften og eventuelle nye investeringer.

RENTEDEKNINGSGRAD	2013	2014	2015	2016	2017
Color Line	1,12	0,35	1,65	3,72	3,61
Fjord Line	-6,70	0,71	-1,46	0,78	
DFDS	3,25	4,11	8,12	17,02	21,64
Tallink Group	1,90	1,52	2,43	2,20	2,49
Viking Line	4,34	4,11	3,83	2,43	2,18
Bransje	0,78	2,16	2,91	5,23	7,48
Bransje eksl. Fjord Line	2,65	2,52	4,01	6,34	7,48

Tabell 18: Rentedekningsgrad



Figurs 5: Rentedekningsgrad

Rentedekningsgraden i bransjen ser vi en økende trend, det skyldes i hovedsak et veldig negativt tall for Fjord Line i 2013. Generelt sett ligger de fleste rederiene med en rentedekningsgrad over 1, og dermed stort nok resultat til å dekke rentekostnadene sine. DFDS har en relativt lav gjeld og leverte et kjemperesultat i 2016 og 2017, noe som gjør at bransjetallene i de to årene blir høye sett mot de andre rederiene. Alle rederiene ligger på et tilfredsstillende nivå siste 3 årene, med unntak av Fjord Line.

Color Line ligger i en stigende trend og øker resultatet før rentekostnader hvert år. Color Line har i de siste årene hatt et driftsresultat før skatt som er tilfredsstillende for å dekke rentekostnadene sine, og i 2017 hadde de råd til å dekke inn rentekostnadene sine 3.61 ganger, noe som tilsier et godt nivå. Color Line virker ikke til å slite med betaling av de løpende rentekostnadene på sin rentebærende gjeld.

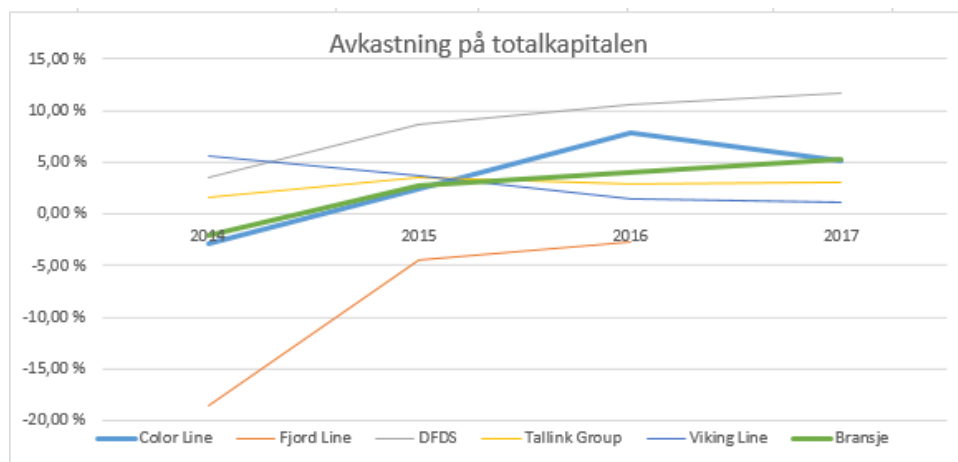
Lønnsomhetsanalyse

Avkastning på total kapitalen.

Avkastningen på total kapitalen er et mål på hvor høy avkastningen i selskapet er, basert på total kapitalen året før, også kjent som Return on Assets. Det gir et nøkkeltall på hvor god avkastningen til selskapet er. Vi har brukt formelen totalresultat delt på total kapitalen året før. Det er også noen som mener at man bør legge på rentekostnader i denne beregningen, noe vi ikke har gjort for å se på avkastningen uavhengig kapitalstruktur. Vi har valgt å bruke selskapenes totalresultat, det skyldes at alle selskapene driver med bunkring og valutasikring, noe vi er nødt til å ta med i denne analysen, siden det er en del av driften til selskapene.

AVKASTNING PÅ TOTALKAPITALEN	2014	2015	2016	2017
Color Line	-2,93 %	2,48 %	7,92 %	5,17 %
Fjord Line	-18,53 %	-4,49 %	-2,74 %	
DFDS	3,52 %	8,64 %	10,66 %	11,65 %
Tallink Group	1,60 %	3,51 %	2,84 %	3,02 %
Viking Line	5,60 %	3,73 %	1,42 %	1,07 %
Bransje	-2,15 %	2,78 %	4,02 %	5,23 %
Bransje ekskl. Fjord Line	1,95 %	4,59 %	5,71 %	5,23 %

Tabell 19: Avkastning på total kapitalen



Figur 6: Avkastning på total kapitalen

I avkastningen på total kapitalen ser vi at Fjord Line har som eneste rederi levert negativ avkastning på total kapitalen siden 2014, som videre har dratt bransjesnittet ned. I motsatt ende drar DFDS opp avkastningen på total kapitalen. Generelt ser vi en økning i bransjen, det skyldes i hovedsak store økninger i DFDS og Color Line. I tillegg har Fjord Line begrenset sin negative avkastning på total kapitalen, som gjør at bransjesnittet blir stigende. Vi ser også at avkastningen på total kapitalen i bransjen generelt er lav. Fjord Line og Viking Line leaser ikke noen av sine skip, det gjør at total kapitalen til Fjord Line og Viking Line vil være høyere og vil dermed få en lavere avkastning på total kapitalen. Det ville vært unngått dersom vi hadde kapitalisert

leasingavtalene til alle selskapene, noe vi vil se på senere i verdsettelsen. For avkastning på totalkapitalen er det derfor bedre å se hvordan utviklingen har vært i selskapet og bransjen, i stedet for sammenligning av hvert enkelt selskap.

Color Line har gått fra negativ avkastning i 2014, til positiv avkastning på totalkapitalen fra 2015 til 2017. Color Line har levert resultater over bransjesnittet i 2016 og 2017. Vi ser at selv om konkurransen med Fjord Line øker, og Fjord Line reduserer tapet sitt, blir ikke avkastningen til Color Line påvirket i stor grad av det. Color Line klarer å levere positive resultater selv om Fjord Line konkurrerer hardere og hardere mot Color Line.

I Color Line ser vi en stigende trend i avkastningen til totalkapitalen, og sett mot Tallink Group og Viking Line leverer Color Line bedre resultater.

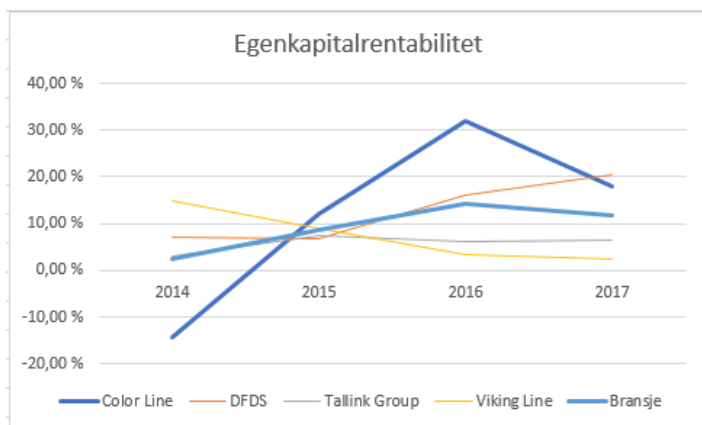
5.4.2 Nøkkeltallsanalyse etter omgruppering og kapitalisert leasing

Vi vil gjøre en nøkkeltallsanalyse basert på omgrupperte tall og kapitalisert leasing for å få et mer riktig syn på forholdene i bransjen. I nøkkeltallsanalysen med omgrupperte tall og kapitalisert leasing vil vi se på egenkapitalrentabilitet som sier noe om avkastningen på egenkapitalen, og driftsrentabilitet for å se på avkastningen knyttet til netto operasjonelle eiendeler. I tillegg vil vi se på egenkapitalprosent og avkastning på totalkapitalen som vi også så på i første del av nøkkeltallsanalysen. Omgrupperte balanser for sammenlignbare selskaper finnes i vedlegg 4.

Egenkapitalrentabilitet (ROCE) er avkastningen investorene får på pengene de har investert i selskapet. Egenkapitalrentabiliteten sier noe om hvor mye man får igjen av avkastningen per krone man har investert i selskapet. Investorene vil gjerne se på egenkapitalrentabiliteten fremfor totalkapitalrentabiliteten for å se hvor effektivt selskapet forvalter de investerte midlene. Egenkapitalrentabilitet regnes ut ved å ta totalresultatet, delt på gjennomsnittlig egenkapital for inneværende år, og året før. Vi har valgt å bruke totalresultatet til Color Line, grunnet sikring av bunkringer kommer etter driftsresultatet. Egenkapitalrentabilitet varierer veldig fra bransje til bransje, og det finnes ingen benchmark for alle bransjer, derfor vil se Color Line opp mot bransjen.

EGENKAPITALRENTABILITET	2014	2015	2016	2017
Color Line	-14,41 %	12,02 %	32,01 %	18,09 %
DFDS	6,97 %	6,85 %	16,08 %	20,35 %
Tallink Group	2,96 %	7,30 %	6,06 %	6,42 %
Viking Line	14,77 %	9,07 %	3,34 %	2,42 %
Bransje	2,57 %	8,81 %	14,37 %	11,82 %

Tabell 20: Egenkapitalrentabilitet



Figur 7: Egenkapitalrentabilitet

Egenkapitalrentabiliteten i bransjen har hatt en jevn utvikling frem til 2016, og en liten nedgang til 2017. Det skyldes et relativt stort fall hos Color Line, fra 2014 til 2017 har Tallink Group og Viking Line hatt en negativ utvikling i EKR.

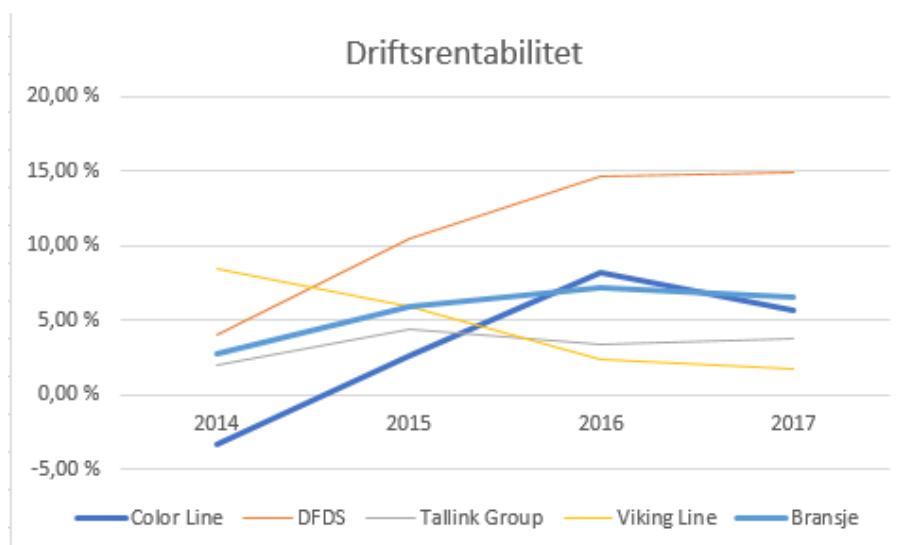
I egenkapitalrentabilitet har Color Line hatt en solid utvikling fra et stort underskudd i 2014 til dagens nivå. Color Line leverer en god avkastning på egenkapitalen. Spesielt i 2016, hvor Color Line leverte et EKR på 30%. Det vil si at investoren i Color Line får igjen 30% av sin investerte kapital i selskapet, noe som er relativt høyt.

Driftsrentabilitet (RNOA)

Driftsrentabilitet er et tall som forklarer hvor stor avkastningen er på operasjonelle eiendeler og forpliktelser, det Penman kaller NOA. RNOA – return on net operating assets, som det også blir kalt, er hvor mye avkastning man klarer å skape på investert kapital i driften. Det er en god indikator for å se hvor stor profitt selskapet kan skape ved sine netto operasjonelle eiendeler. I RNOA ser vi bort fra netto finansielle forpliktelser, og i stedet på den totale avkastningen til de operasjonelle eiendelene.

DRIFTSRENTABILITET	2014	2015	2016	2017
Color Line	-3,34 %	2,61 %	8,24 %	5,61 %
DFDS	4,05 %	10,52 %	14,66 %	14,96 %
Tallink Group	1,96 %	4,40 %	3,33 %	3,72 %
Viking Line	8,43 %	5,96 %	2,34 %	1,69 %
Bransje	2,77 %	5,87 %	7,14 %	6,49 %

Tabell 21: Driftsrentabilitet



Figur 8: Driftsrentabilitet

Driftsrentabiliteten i bransjen ser vi er jevnt stigende frem til 2016, og en liten nedgang fra 2016-2017, samme som i egenkapitalrentabilitet. Viking Line har levert dårlige resultater i de siste årene, og Tallink Group ligger stabilt like under 5%. DFDS har en driftsrentabilitet på nesten 15% både i 2016 og 2017, og leverer sterke resultater, som også drar opp bransjesnittet.

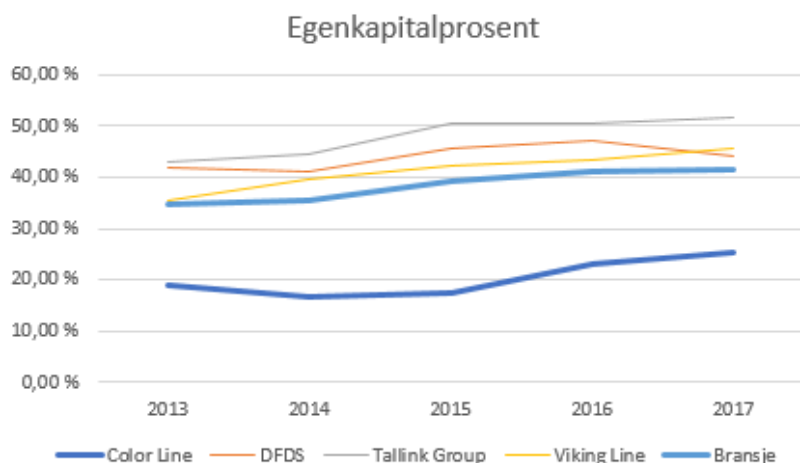
Color Line har levert gode resultater fra 2015 og fremover, og kurven ser ganske lik ut som i egenkapitalrentabiliteten, bare lavere. Color Line leverer et godt resultat, og en stigende trend i avkastning i egenkapitalen og driftskapitalen.

Egenkapitalprosent (egenkapital/total kapital)

I egenkapitalprosenten etter omgrupperingen av balansen, vil vi få utslag på andel egenkapital knyttet til en større balanse for selskapene som opererer med leasingavtaler. Vi vil se hvordan leasingavtalene øker balansen og dermed en lavere egenkapitalprosent. Vi vil kommentere funnene knyttet til forskjellen før og etter omgrupperingen av balansen.

EGENKAPITALPROSENT	2013	2014	2015	2016	2017
Color Line	18,78 %	16,62 %	17,50 %	22,95 %	25,31 %
DFDS	41,97 %	41,05 %	45,83 %	47,18 %	44,04 %
Tallink Group	43,12 %	44,72 %	50,74 %	50,46 %	51,60 %
Viking Line	35,46 %	39,67 %	42,42 %	43,56 %	45,80 %
Bransje	34,83 %	35,51 %	39,12 %	41,04 %	41,69 %

Tabell 22: Egenkapitalprosent



Figur 9: Egenkapitalprosent

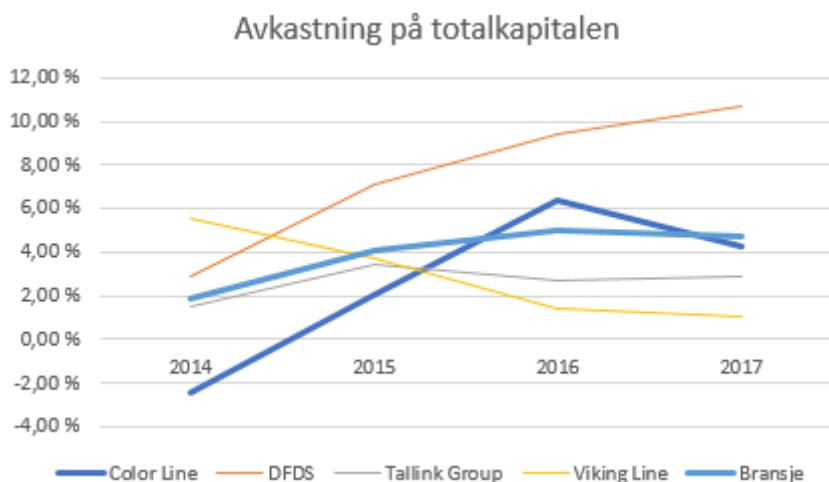
Egenkapitalprosenten til alle selskapene har falt grunnet totalkapitalen nå har blitt økt siden rederiene leaser skip, som ikke er regnet med i den rapporterte balansen. Bransjesnittet sett bort fra Fjord Line har falt 4-5%. Egenkapitalprosenten til de ulike selskapene i bransjen ligger jevnt over snittet. Color Line er det eneste rederiet som ligger under snittet i bransjen. Color Line har en lavere egenkapitalprosent etter kapitalisering av leasing, og i 2017 er på 25,3% noe som er lavere enn før kapitalisert leasing (30,4%), litt lavt, men tilfredsstillende.

Avkastning på totalkapitalen (totalresultat/totalkapital)

Avkastning på totalkapitalen vil i likhet med egenkapitalprosenten være mindre for selskapene med leasingavtaler, som nå er kapitalisert og lagt inn i balansen. Vi vil etter omgruppering få et reelt syn på avkastningen på totale eiendeler. Vi vil kommentere ulikhetene knyttet til en økning i eiendeler etter omgruppert balanse og kapitalisert leasing.

AVKASTNING PÅ TOTALKAPITALEN	2014	2015	2016	2017
Color Line	-2,44 %	2,09 %	6,37 %	4,25 %
DFDS	2,88 %	7,09 %	9,46 %	10,73 %
Tallink Group	1,54 %	3,40 %	2,69 %	2,88 %
Viking Line	5,57 %	3,70 %	1,41 %	1,06 %
Bransje	1,89 %	4,07 %	4,98 %	4,73 %

Tabell 23: Avkastning på totalkapitalen



Figur 10: Avkastning på total kapitalen

Avkastning på total kapitalen etter kapitalisert leasing blir lavere enn før kapitalisering, vi får allikevel sett forskjell, spesielt fra Viking Line som ikke leaser skip, og den kapitaliserte leasingen blir en liten del av total kapitalen. Sett mot bransjesnittet før kapitalisering har alle en betydelig lavere avkastning på total kapitalen bortsett fra Viking Line som leaser i en mindre skala og får en nesten lik avkastning på total kapitalen.

5.4.3 Oppsummering av nøkkeltallsanalysen

Oppsummering av nøkkeltallsanalysen gjør vi for å ta en samlet beslutning på de nøkkeltallene vi har vurdert. Disse nøkkeltallene skal gi en indikator på om Color Line klarer seg økonomisk på kort og lang sikt, basert på dagens situasjon.

Vi har sett i en sammenligning av nøkkeltall at regnskapsmessige ulikheter kan gi utslag på nøkkeltallene, spesielt selskapene som leaser deler av anleggsmidlene sine, og ikke balansefører disse. Se dette mot selskapene som eier og bokfører anleggsmidlene sine, så det er ikke nødvendigvis riktig å se nøkkeltallene direkte opp mot hverandre, men i stedet se på utviklingen i eget selskap, bransjen og de komparative selskapene.

Likviditetsgrad 1: Tilfredsstillende, økende trend og har høyest likviditet i bransjen.

Egenkapitalprosent: Color Line har i dag en egenkapitalprosent på 30%, en økning de senere årene. Generelt i bransjen er ligger egenkapitalprosenten litt høyere, men ikke faretruende for Color Line, og egenkapitalprosenten i selskapet er tilfredsstillende.

Gjeldsgrad/Rentedekningsgrad: Gjeldsgrad dobbelt av bransjen, generelt i bransjen er rederiene finansiert med ca. 50/50 gjeld og egenkapital, noe hverken Color Line eller Fjord Line er, men allikevel ikke høyt belånt sett mot bransjen, og ingen tegn til faretruende situasjoner. Sett denne

sammen med rentedekningsgraden virker ikke gjelden til Color Line som en stor fare for fremtiden. Fjord Line derimot har problemer med å dekke sine løpende forpliktelser.

Avkastning på totalkapitalen: Ligget jevnt med bransjen i 2017, Color Line har hatt noen gode år, med god avkastning på totalkapitalen. I forhold til de andre rederiene ligger de godt til, spesielt mot Tallink Group, Viking Line og Fjord Line. I en bransje med generelt lave marginer, synes vi Color Line ligger på et tilfredsstillende nivå.

Egenkapitalrentabiliteten til Color Line er tilfredsstillende på dagens nivå, Color Line har økt egenkapitalrentabilitet betydelig fra 2014, og ligger nå på et relativt trygd nivå sett mot bransjen, avkastningen på egenkapitalen til Color Line er solid.

Driftsrentabiliteten til Color Line har steget jevnt siden 2014 og avkastningen på netto operasjonelle eiendeler er stigende. Driftsrentabiliteten i 2017 var noe lavere enn i 2016 men fortsatt på et høyt nivå, og Color Line leverer solid avkastning på sine netto operasjonelle eiendeler.

Alt i alt ligger Color Line fint plassert i markedet, Color Line er sterke økonomisk på både kort og lang sikt. Sett mot bransjen ser det ut som selskapene som driver i det baltiske hav sliter litt med overskuddet, men det samme gjør Fjord Line. Forskjellen mellom Fjord Line og Tallink Group/Viking Line er at Fjord Line er et relativt nytt rederi som ekspanderer mye, som kan forklare det noe dårlige resultatet til Fjord Line.

Color Line har en sterk markedsposisjon til og fra Norge, og leverer stabile og gode resultater. Det er ikke knyttet usikkerhet til betalingsevne, hverken på kort eller lang sikt.

6. Komparativ verdsettelse

Vi har valgt å gjøre en komparativ verdsettelse for å finne en verdi på egenkapitalen vi vil bruke i avkastningskravet. Vi vil i tillegg bruke den komparative verdsettelsen i slutten av oppgaven, for å se om denne samsvarer med funnet i den fundamentale verdsettelsen.

I den komparative verdsettelsen vil vi se på en relativ prissetting mot de komparative selskapene som er på børs. I en komparativ verdsettelse bruker man i utgangspunktet tall fra resultat- og balanseoppstillingen, noe vi har gjort i denne komparative verdsettelsen. Ulike multipler er mer passende for ulike bransjer, så i en komparativ verdsettelse er det lurt å bruke, eller legge mest vekt på multipler best egnet bransjen for å gi et best mulig bilde på markedsverdien av selskapet.

I denne komparative verdsettelsen har vi sett på DFDS, Tallink Group og Viking Line, der vi har brukt resultat og balanseoppstilling for selskapene. Videre har vi valgt å estimere multiplene P/S, P/B, P/E. Vi har i hovedsak brukt et gjennomsnitt av det multiplene gir oss, men også vektet gjennomsnittet der vi føler det er nødvendig, det vil bli kommentert under hver multiplene.

I en komparativ verdsettelse hvor man bruker markedspris sett mot bokførte verdier bruker vi markedsverdi 31/12-2017, og bokførte verdier 31/12-2017. Selv om tallene for de bokførte verdiene ikke kommer ut før en god tid etter 31.12, har vi allikevel valgt å bruke markedsprisen 31/12-2017 grunnet alt som kan ha skjedd i mellomtiden mellom 31/12 og dagen årsrapporten ble offentliggjort.

Det er allikevel rimelig å anta at investorer besitter mesteparten av denne informasjonen ettersom det offentliggjøres kvartalsrapporter og annen kommunikasjon med kapitalmarkedet.

6.1 Price/Sales

Price/sales er en multiplene som brukes for å se sammenhengen mellom selskapets markedsverdi og inntekter, det er en indikator hvor mye inntekt det skapes for hver krone investert. Nytteverdien ved bruk av price/sales, der man utelukkende ser på selskaper i samme bransje er relativt høy, sett mot sammenligninger på kryss av bransjer. En annen fordel knyttet til price/sales er at man kan sammenligne selskapene selv om et av selskapene har gått i minus. Ulempen ved bruk av price/sales er at selskapet kan ha forskjellig kapitalstruktur og denne multiplenen tar ikke hensyn til eventuelle kostnader tilknyttet dette, og mange bruker derfor price/earnings som vi vil benytte senere (Kaldestad & Møller 2016).

P/S	Price	Sales	Multiplene
DFDS	18 841 000 000	14 327 800 000	1,31
Tallink Group	837 352 550	966 977 000	0,87
Viking Line	175 500 000	522 700 000	0,34
Bransje			0,84
Kalkulert for Color Line:			
Color Line	<u>4 167 254 084</u>	4 967 519 000	0,84

Tabell 23: Price/Sales

I denne sammenligningen av selskapene ser vi på markedsprisen til rederiene mot driftsinntekter. Grunnen til at vi generelt ser lave P/S verdier i denne bransjen skyldes lave marginer, dette har vi også sett i tidligere analyser. DFDS er generelt høyt priset og får en multiplene på 1,31. Tallink Group har en P/S lavere enn 1, samme med Viking Line som har en P/S på 0,34.

For Color Line har vi valgt å vekte de komparative selskapene likt, det skyldes Color Line har marginer som ligner mer på DFDS, men allikevel driver DFDS også i andre bransjer enn nærskipfart, og det gjør ikke Tallink Group og Viking Line. Vi har valgt å se på likheter og ulikheter og kommet frem til at det er fornuftig å vekte multiplene likt.

Color Line får en markedsverdi på egenkapitalen til 4.167.254.084,-.

6.2 Price/Earnings

Price/earnings er en av de vanligste multiplene som brukes for å beregne verdien av aksjen, den er enkel å bruke, men gir også en god indikator på kontantstrømmen til selskapet gitt at de er i en modningsfase eller moderat vekst. Ulempen ved bruk av price/earnings er forskjeller i risiko og kapitalstruktur. Kapitalstruktur og tilknyttede rentekostnader kan påvirke P/E i stor grad. Selv om selskapet leverer samme EBIT, kan rentekostnadene påvirke multiplene stort og P/E vil dermed være en dårlig indikator.

P/E	Price	Earnings	Multipel
DFDS	18 841 000 000	1 509 800 000	12,48
Tallink Group	837 352 550	46 509 000	18,00
Viking Line	175 500 000	5 400 000	32,50
Bransje			18,69
Kalkulert for Color Line:			
Color Line	<u>7 229 799 441</u>	386 759 000	18,69

Tabell 24: Price/Earnings

I P/E multiplikatoren har vi valgt å vekte DFDS 40%, Tallink Group 40% og Viking Line 20%. Det skyldes at Viking Line har levert et mye dårligere resultat enn tidligere, og vi føler multiplikatoren for Viking Line i 2017 er for høy, og derfor valgt å vekte DFDS og Tallink med 40% hver, siden de har levert et resultat som sammenfaller med fortiden. Ulempen med en sånn multiplikator er at man ikke ser bak tallene, og dermed kan få en feil indikator på utviklingen. Nå skal det sies at Viking Line har hatt en negativ utvikling de siste årene, men en pris 32,5 ganger earnings ser vi på som uvanlig.

Vi har vektet gjennomsnittet i bransjen og ganget med resultatet og fått en verdi på egenkapitalen til Color Line på 7.229.799.441,-.

6.3 Price/Book

P/B er en multiplene der man sammenligner selskapets markedsverdi med selskapets bokførte egenkapital. Dette er en multiplene som indikerer selskapets verdi sett mot fremtidig verdiskapning (Kaldestad & Møller, 2016). Ved en høy price/book forventer investorer høy

fremtidig verdiskapning og motsatt. Dersom price/book er lavere enn 1 forventes det at egenkapitalen til selskapet vil reduseres i fremtiden. Fordelen med P/B er spesielt i bransjer med høy andel materielle eiendeler. P/B er riktig å bruke dersom langsiktig lønnsomhet er stabil og selskapet besitter varige konkurransefortrinn. Det kan oppstå ulemper ved å bruke denne modellen, spesielt tilknyttet selskaper med høy andel immaterielle eiendeler, dette skyldes at immaterielle eiendeler sjelden bokføres og vil dermed gi selskapet en lavere egenkapital.

P/B	Price	Book	Multippel
DFDS	18 841 000 000	6 613 700 000	2,85
Tallink Group	837 352 550	836 279 000	1,00
Viking Line	175 500 000	224 100 000	0,78
Bransje			1,54
Kalkulert for Color Line:			
Color Line	<u>3 381 857 504</u>	2 189 755 000	1,54

Tabell 25: Price/Book

I denne sammenligningen av P/B for de komparative selskapene ser vi at DFDS er priset 2,84 ganger høyere enn sin bokførte egenkapital, og trekker snittet for bransjen betydelig opp. Tallink Group ligger på ca. 1, noe som tilsier at aksjonærene ikke forventer en vekst fremover og at aksjene er priset til bokført verdi. I Viking Line er markedsprisen lavere enn den bokførte egenkapitalen, dette tilsier at aksjonærene forventer at selskapet vil ha en negativ utvikling i årene fremover.

For Color Line har vi den bokførte egenkapitalen og må deretter multiplisere bokført egenkapital med gjennomsnittet av multiplene som vi regnet ut for de sammenlignbare selskapene. I price/book har vi valgt å vekte alle multiplene likt og får en gjennomsnittsmultipel på 1,54 som vi har ganget opp med bokført verdi av egenkapitalen. Dette gir oss en estimert markedsverdi av egenkapitalen til Color Line på 3.381.857.504,-.

6.4 Color Lines markedsverdi basert på multiplervurdering

Color Line	
P/S	4 167 254 084
P/E	7 229 799 441
P/B	3 381 857 504
Verdi av egenkapitalen	4 926 303 676
Verdi per aksje	68,61

Tabell 26: Komparativ verdsettelse

I tabellen over ser vi hvordan de forskjellige multiplikatorene gir ulik verdi på markedsverdien til Color Line. Vi ser det største spriket i verdi mellom P/B og P/E, der P/B gir den laveste og P/E gir høyeste markedsverdi. Vi ser at det er stort sprik mellom P/B og P/E. Vi har vektet

multiplene likt og kommet frem til en markedsverdi av egenkapitalen til Color Line på 4.926.303.676,-.

7. Avkastningskrav

For å kalkulere verdien av Color Line er vi nødt til å finne et avkastningskrav vi skal diskontere de fremtidige kontantstrømmene med. Avkastningskravet er det investorene ønsker å få igjen på den investering de gjør. Fra investorenes side skal avkastningskravet gjenspeile alternativkostnaden ved å investere i det gitte selskapet. Alternativkostnad kan defineres som kostnaden ved å ikke velge det andre alternativet. Avkastningskravet skal gjenspeile hvilken avkastning eiere og långivere kan oppnå ved en alternativ plassering, med samme risiko. For at selskapet skal generere profitt må verdien på investeringen være lik eller høyere enn avkastningskravet som er det absolutte minimum en investor krever (Penman, 2010).

Avkastningskravet skal representere risikoen ved investeringen. Dersom risikoen ved en investering er høy, vil avkastningskravet være høyt for å kompensere. Dersom risikoen ved en investering er lav, vil avkastningskravet også være lavt, med andre ord må investorene forvente mindre gevinst.

I denne delen av oppgaven skal vi komme frem til avkastningskravet til Color Lines total kapital ved bruk av WACC, hvor vi vekter gjennomsnittet av egenkapitalkostnaden og gjelden, regulert for skatt. Først må vi finne ut avkastningskravet til egenkapitalen ved bruk av kapitalverdimodellen (KVM), for å regne oss frem til avkastningskravet på total kapitalen (WACC).

7.1 Avkastningskravet til egenkapitalen

7.1.1 Kapitalverdimodellen

$$R_E = R_f + \beta * (E(\text{marked}) - R_f)$$

R_E = Forventet avkastning til egenkapital

R_f = Risikofri rente

β = Beta

$E(\text{Marked})$ = Forventet avkastning i markedet

$(E(\text{Marked}) - R_f)$ = Markedets risikopremie

Kapitalverdimodellen er en modell som brukes for å bestemme avkastningskravet til et investeringsobjekt. Modellen ser sammenhengen mellom avkastningen på investeringsobjektet, og risikoen knyttet opp mot denne. Modellen er bygd opp av en risikofri rente pluss en risiko (beta) ganget med markedets risikopremie.

Systematisk risiko (markedsrisiko) er risiko som blir påvirket av usikkerhet i markedet, mens den usystematiske risikoen (selskapsspesifikk) er risikoen ved å ikke ha en diversifisert portefølje. Den usystematiske risikoen knyttet til selskapet er selskapsspesifikk med kalkulert i KVM gjennom betaverdien. Kapitalverdimodellen forutsetter at porteføljen er diversifisert og tar dermed ikke hensyn til usystematisk risiko (Kaldestad & Møller, 2016). Modellen gir et bilde av hvordan systematisk risiko gjenspeiler avkastningskravet til investeringsobjektet.

7.1.2 Risikofri rente

Risikofri rente er avkastningen som kan oppnås ved bruk av sikre verdipapirer som statsobligasjoner og lignende. Det vil si at man oppnår full sikkerhet for investeringen. Valget av risikofri rente tas ut i fra hvor lang den forventede investering er, ved korte investeringer benyttes NIBOR¹³, den renten bankene låner mellom seg, mens på lange investeringer brukes gjerne 10 års statsobligasjoner.

Risikofri rente kan benyttes på ulike måter. I en verdivurdering ville det beste alternativet vært å benytte en diskonteringsrente på 1 årsrente i år 1, 2 årsrente i år 2 og videre. Det er en modell som høres teoretisk veldig riktig ut, men ikke mulig i praksis.

Det beste alternativet for en verdivurdering med flere periodiske kontantstrømmer er å estimere en langsiktig risikofri rente. Da settes den risikofrie renten lik den forventede realrenten på lang sikt, pluss forventet inflasjon. Ved bruk av 10 års statsobligasjon vil renten på obligasjonen reflektere antall år for prosjektet/verdivurderingen, dette kommer også frem i PWC og NFF's¹⁴ artikkel om risikofri rente og markedets risikopremie. I denne metoden utelukker man kortvarige svingninger i rentemarkedet. Ulempen med denne modellen er at man ikke tar hensyn til eventuelle store endringer i markedet, men kan miste trendsifte i rentemarkedet, eller andre betydningsfulle endringer.

Vi benytter oss av en 10 års statsobligasjon med rente på **1,64%** (Norges Bank).

¹³ Norwegian interbank offered rate

¹⁴ Norske Finansanalytikerers Forening

7.1.3 Markedets risikopremie

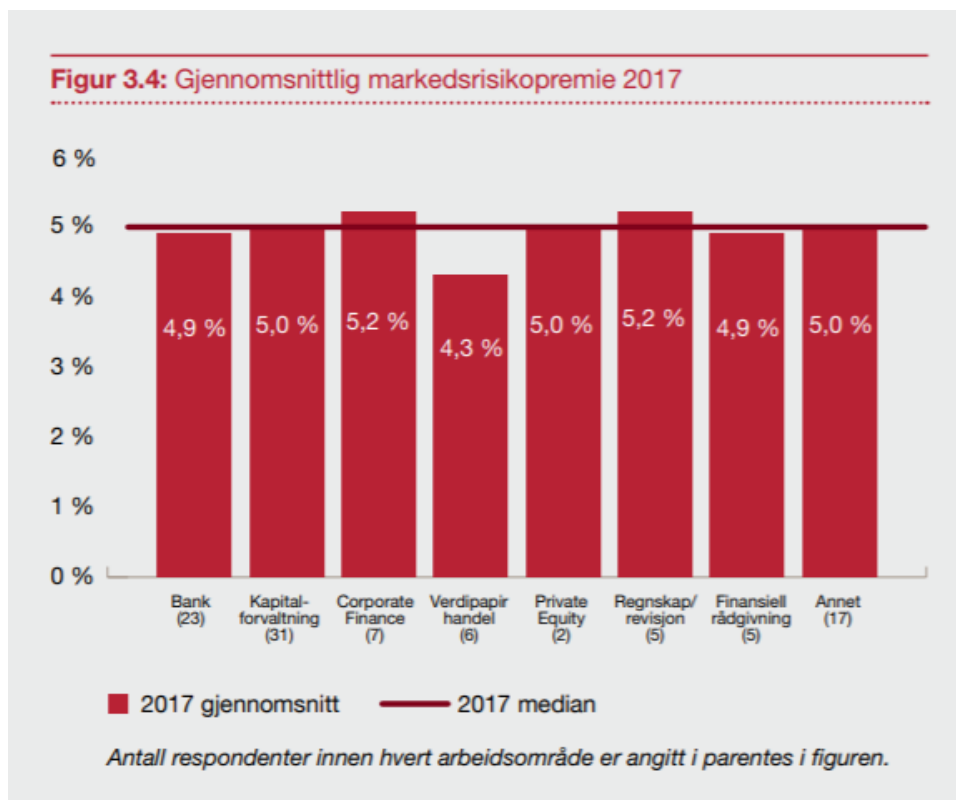
Markedets risikopremie er meravkastningen en investor forventer over den risikofrie renten, markedets risikopremie pluss risikofri rente er forventet avkastning i markedet. Det er flere ulike måter å måle markedets risikopremie på; historisk premie, implisitt premie og spørreundersøkelse.

Den historiske markedspremien er en analyse av avkastninger på gitte aksjer sett relativt opp mot den risikofrie renten. Ettersom det er umulig å predikere den fremtidige premien vil historisk markedspremie være gode estimater for fremtiden.

Implisitt premie er markedspremien dagens aksjekurser impliserer. Da kan man bruke Gordons vekstformel, og regne bakover for å finne markedspremien til dagens aksjekurs. Ulempen med denne modellen er at forutsetninger for aksjekurser endres rask, og risikopremien på aksjen vil være veldig volatil.

Spørreundersøkelse blant investorer og akademikere er siste metoden for å komme frem til markedets risikopremie, det blir svart på spørreundersøkelse hvor de gir sitt syn på utviklingen av aksjemarkedet fremover. Denne metoden baserer seg på forventninger i aksjemarkedet, det samme som kapitalverdimodellen gjør. Ulempen ved denne metoden er at respondentene kan være blendet med tanke på hvordan markedet har utviklet seg siste tiden.

I vår verdivurdering vil vi bruke markedspremien PWC og NFF har kommet frem til i sin rapport på **5%**. Denne markedspremien er estimert på grunnlag av spørreundersøkelser fra akademikere og investorer. Den er basert på et inflasjonsmål fra Norges Bank på 2,5%. 2 Mars 2018 har Norges Bank satt ned inflasjonsmålet fra 2.5% til 2%. I rapporten fra PWC og NFF mener 47% av respondentene at man bør bruke et langsiktig inflasjonsnivå på 2%. 45% prosent mener at man bør bruke 2,5%, av de som mener at man bør bruke 2,5% er begrunnelsen at dette er likt inflasjonsmålet til Norges Bank. Vi har derfor valgt å følge flertallet som mener at man bør bruke et inflasjonsmål på 2%, og markedsriskopremie på 5%.



Figur 11: Gjennomsnittlig markedets risikopremie

Modellen er hentet fra PwC og NFFs rapport om markedets risikopremie 2017, side 7.

7.1.4 Beta

Beta for et selskap er risikoen knyttet opp til de forskjellige bedriftene sett mot markedsrisikoen (Titman and Martin, 2014). Betaen gir en indikasjon på hvordan en aksje forholder seg til markedet, basert på historisk data. Ved en beta på 1 vil aksjen korrelere perfekt med markedet og risikoen er lik som markedet. Betaen er et mål på den systematiske risikoen og kan dermed ikke diversifiseres bort.

Betaen er et mål på aksjens samvariasjon med markedet det vil si hvor mye en aksje beveger seg i forhold til bevegelser i markedet. Generelt vil en beta som er mindre enn 1 indikere en risiko som er mindre enn markedet, eksterne markedskrefter vil påvirke denne aksjen mindre enn markedet for øvrig. Selskaper med en beta mindre enn 1 sees på som stabile selskaper da de er mindre risikoutsatt for konjunktursvingninger. For selskaper med en beta høyere enn 1 vil aksjen påvirkes mer av markedet, altså være mer risikoutsatt for konjunktursvingninger. Dette gjelder typisk for selskaper i en bransje for luksusvarer der etterspørselen er høyere i gode tider.

Aksjer kan ha høy volatilitet på grunn av interne forhold selv om deres beta er nær 0, betaen måler kun aksjens samvariasjon med markedet, og ikke selskapets risiko isolert sett.

Levered beta er den vanligste og hensyntar selskapets kapitalstruktur, med dette inkluderer den finansiell risiko knyttet til selskapets gjeld. Unlevered beta brukes som et mål på et selskaps beta uten påvirkning av selskapets gjeld. Unlevered beta kalles gjerne business beta og brukes som et mål på systematisk risiko til et selskap, uavhengig av kapitalstruktur i selskapet. Nettopp fordi unlevered beta er uavhengig av kapitalstruktur kan den brukes til å måle risikoen i en bransje. I hovedsak er unlevered beta lavere enn levered beta, men dersom selskapet har høyere andel cash enn gjeld, vil levered beta være lavere.

Ved utregning av beta brukes i hovedsak en regresjonsanalyse av historiske aksjekurser sett mot markedets utvikling, da bruker vi prosentvis endring i aksjekurser og markedet (Damodaran 2012).

I vårt tilfelle er ikke Color Line på børs, og dermed må vi se på betaen til sammenlignbare selskaper. Det finnes mange ulike måter betaen blir målt, dermed er det viktig å sammenligne betaer som er basert på samme tidsperiode og observasjoner.

Siden Color Line ikke er på børs og ikke har tall til en regresjonsanalyse, er vi nødt til å bruke bottom up metoden. Før vi setter i gang med bottom-up metoden skal vi se på Damodaran sin bransjebeta, vurdere hvor relevant den er for Color Line sin beta, og se om vi kan få en liten indikasjon på hvor betaverdien til Color Line er.

$$Beta\ unlevered = \frac{Beta\ levered}{\left(1 + (1 - Corporate\ tax) * \left(\frac{Debt}{Equity}\right)\right)}$$

$$Beta\ levered = Beta\ unlevered * \left(1 + (1 - tax\ rate) * \left(\frac{Debt}{Equity}\right)\right)$$

(Damodaran 2012, side 196-197)

For å finne betaen til Color Line har vi først gått inn på Damodaran sin liste med bransje-betaer for bransjer i Europa. Blant bransjene Damodaran har brukt er det ingen innenfor cruise-lines eller lignende. Bransjen som er mest lik Color Line, og der selskaper som DFDS, Fjord 1 og Torghatten ligger, kalles "Shipbuilding and marine". Innenfor denne bransjen ligger det også tørr-bulk rederier, ulike verft og lignende. Denne bransjebetaen beskriver ikke nødvendigvis

det vi er ute etter, men gir en indikasjon på hvor Color Line sin beta kan ligge. Damodaran har en bransjebeta på bransjen "Shipbuilding & marine" levered på 2,01 og unlevered på 1,38.

Innenfor bransjen "Transportation", som er all transport unntatt jernbane. Denne bransjen består i hovedsak av rene logistikk og fraktfirmaer som ikke er perfekt sammenlignbare med Color Line, betaen ligger der på 1,21 levered og 0,98 unlevered.

Color Line passer hverken perfekt inn i bransjen for transport eller Shipbuilding & marine, men er mest nær sistnevnte og vil i denne sammenligning tilhøre Shipbuilding & marine. Ut i fra Damodaran sine betaer på bransjen Color Line hører til indikeres en beta på rundt 1,3. Ulempen med kategorien "shipbuilding & marine" er at av selskapene driver på kortere kontrakter enn Color Line, og er mer utsatt for konjunkturedringer. Risikoen knyttet til frakt av konjunkturutsatte varer som for eksempel olje, kan i verste fall oljeservicebransjen (marine) ha lite/ingenting å gjøre, og må legge skipene sine i opplag, denne risikoen er ikke Color Line utsatt for. Color Line opererer på lange kontrakter og har en mer stabil drift enn de andre selskapene innenfor denne kategorien. Color Line driver med persontransport, men er også en del av en transportåre som må holdes åpne, noe som taler for en lavere beta enn Damodaran sin bransjebeta på 2,01.

Bottom-up med sammenlignbare selskaper

Bottom-up betas er en måte å finne betaverdien til et selskap som ikke har data til å gjennomføre en regresjonsanalyse.

- Første steg i den modellen er å finne selskaper som driver innenfor samme bransje som Color Line. Det har vi gjort ved å finne selskaper i Europa som driver innenfor den samme bransjen.

- Steg to i modellen er å finne de selskapene i samme bransje som er børsnoterte, slik at vi kan finne en Beta som representerer bransjen så godt som mulig. Siden kapitalstrukturen i selskapene er relativt ulik er det viktig å gjøre disse betaene om fra levered til unlevered beta.

- Steg tre i modellen handler om hvorvidt selskapet er inndelt i flere forskjellige bransjer, Color Line har også verksted og lignende, men disse delene er små og i tillegg er støtteselskaper for Color Line sin hovedvirksomhet som omhandler sjøtransport, derfor deler vi ikke opp betaene i flere bransjer.

- Steg fire hører til vektingen av virksomheten fra steg tre i modellen, å vekte gjennomsnittet til de forskjellige forretningsområdene. Dette vil være unødvendig når vi mener at alle forretningsområdene Color Line driver under, handler om deres skip.

- Steg fem handler om å gjøre beaten fra unlevered til levered for å se på risikoen til egenkapitalen, og der har vi brukt Damodarans formel som er nevnt over. Senere vil vi benytte reversert formel til å gå tilbake til levered beta.

DFDS – DFDS ligger under bransjen Shipbuilding & marine i Damodaran sin oversikt, med en levered beta på 0,92 ifølge Reuters. I følge Reuters er industribeta 1,12 og sektorbeta på 1, dataene er hentet ut 10.04.2018. Det er usikkert hvilke selskaper som er med i henholdsvis industribetaen og sektorbeta, men det indikerer at lignende selskaper har en beta mellom 1-1,2. Reuters opererer med en historisk database på 5 år, månedlige observasjoner og relaterer kursene opp mot S&P500.

I følge Infront har DFDS en levered beta på 0,57 og unlevered på 0,51 (10.04.2018), begge disse på tre års sikt. Her har Reuters og Infrontanalytics forskjellige betaverdier, men vi har valgt å bruke Reuters sin beta for DFDS, som er lik Damodaran sin beta, som er brukt i utregningen av bransjebeta. Ulikheten skyldes hovedsakelig forskjellen av utregning på tre- og fem års sikt.

Tallink Group – I forsøket for å finne en betaverdi for Tallink Group har vi funnet mange forskjellige betaer og med veldig stort sprik. Finance Yahoo melder en beta på 0,22 (10. April. 2018), Stockopedia melder en beta på 0,14 (10. April. 2018). I motsatt ende finner vi Reuters som melder en beta på 1,83 (10. April. 2018). Vi finner ikke ut hvordan de kan måle betaverdiene så ulikt hverandre, men mest sannsynlig er det målt med ulikt tidsintervall og periode.

De forskjellige kildene presenterer forskjellige betaer og det er vanskelig å ta en vurdering når spriket er så stort. I en fornuftig vurdering høres 0,22 og 0,14 veldig lavt ut, men allikevel kan 1,83 virke høyt.

For å vurdere betaen til Tallink Group har vi valgt å gjennomføre en regresjonsanalyse på prosentvis endring aksjekursen til Tallink Group opp mot prosentvis endring på NASDAQ Baltic. Vi har valgt historiske tall tilbake på fem års sikt, og kalkulert ut en beta på 1,69 gjennom en regresjon. Denne betaen er nærmere Reuters sin vurdering enn finance.yahoo og stockopedia. Vi har derfor valgt å bruke vår egen beta for Tallink Group videre i vurderingen av Color Line sin betaverdi.

Viking Line – Infront har vurdert Viking Line sin beta til 0,00 på tre års sikt, og 0,15 levered, og 0,11 unlevered på to års sikt. I følge Reuters har Viking Line beta på 0,29 på lang sikt, vi

velger å bruke denne videre, siden vi føler at 0,00 i Beta på tre års sikt er urealistisk lavt sett opp mot de andre betaene. At det ikke eksisterer noen form for korrelasjon med børsen på tre års sikt er lite sannsynlig, dermed ser vi på 0,29 mer realistisk. I tillegg har vi brukt fem års beta på de andre selskapene, og velger å gjøre det samme her for å sikre reliabilitet.

Konklusjon Damodarans bransjebeta og bottom-up

Vi har nå funnet sammenlignbare selskaper og deres beta og må deretter ta en rimelighetsvurdering av Color Line sin beta basert på informasjon vi har fått fra Damodarans bransjebeta, sektor-, industri- og selskapsbeta fra Reuters og vår egne regresjonsanalyse fra Tallink Group.

Ut i fra våre observasjoner fra de sammenlignbare selskapene og bransjebeta, vil vi sammenligne Color Line mest mot Viking Line. Viking Line er det selskapet som er mest komparativt til Color Line i sine operasjonelle aktiviteter.

DFDS er mer kompleks enn Color Line, de driver med like operasjonelle aktiviteter, men også mye annet. Tallink Group er rimelig likt Color Line men har også noen få cargoskip som gjør rederiet litt mer diversifisert men også utsatt for en annen risiko.

Ut i fra våre observasjoner mener vi det er grunnlag for å sette unlevered betaverdi for Color Line et sted mellom 0,5-0,9 sett mot bransjebetaen og sammenlignbare selskaper.

Vi har satt en unlevered beta på 0,6. Deretter har vi brukt formelen fra unlevered til levered beta, og fått en levered beta på 1,52. I utregningen av betaverdien fra unlevered til levered beta skal man i utgangspunktet bruke markedsverdi av egenkapitalen. Siden Color Line ikke er på børs og vi ikke har en reell markedsverdi, har vi brukt markedsverdien som ble utregnet i den komparative verdsettelsen som en indikasjon på reell beta for Color Line.

For å falle på en endelig konklusjon om riktig levered beta for Color Line vil vi benytte en rimelighetsvurdering av hvor utsatt Color Line er for konjunktursvingninger i markedet.

Om lag halvparten av Color Lines inntekter kommer fra gods og persontransport over Skagerak og Oslofjorden. Disse rutene er viktige transportåre for personer og bedrifter som kutter reisetid og kostnad betraktelig. Disse rutene har en taxfree del som vil være mer konjunktutsatt, men ikke nok til at disse rutene ikke fortsatt ville kunne driftes lønnsomt, selv i nedgangstider.

Den andre halvparten av Color Lines inntekter kommer fra cruisevirksomheten på ruten Oslo–Kiel. Med cruise som formål vil denne ruten betraktes mer som et luksusgode enn de øvrige rutene. Luksusgoder vil som nevnt være mer utsatt for konjunktursvingninger da det ikke er

noe reelt behov for disse varene og vil bli valgt bort til fordel for mer nødvendige goder i nedgangstider.

Det bør nevnes at person og godstransport fortsatt er et viktig formål med ruten Oslo-Kiel, og vil sann sett bli foretrukket som et reisealternativ selv i nedgangstider, selv om forbruket om bord vil synke. Med dette tatt i betraktning mener vi det er rimelig å anta at Oslo-Kiel ruten vil kunne driftes lønnsomt på kort sikt og vil overleve en nedgangsperiode i økonomien.

Samlet sett ser vi Color Line sine ruter som et nødvendig gode som er lite konjunkturutsatt. Ut fra denne rimelighetsvurderingen mener vi riktig beta å benytte i denne verdsettelsen for Color Line er 0,85 levered.

	Omsetning	Levered beta	Egenkapital	Gjeld	Skatt	Unlevered beta
Color Line	4 967 519 000	0,85	4 926 303 676	4 909 240 000	23 %	0,6
DFDS	18 815 529 600	0,92	23 776 799 200	4 731 000 000	22 %	0,8
Tallink Group*	9 452 328 300	1,69	8 185 037 441	4 613 752 800	20 %	1,16
Viking Line	5 109 340 230	0,29	1 715 494 950	2 547 338 740	20 %	0,13

Tabell 28: Levered beta to Unlevered beta

*Lagt frem tall, men ikke revidert.

*Vi har brukt markedsverdi av egenkapitalen pr. 1/1 - 2018. Valutakurser også brukt 1/1 - 2018
Vi har brukt corporate tax i landene selskapene driver fra, og skattesatsene er hentet fra KPMG sin database for bedriftskatt i sine respektive land.*

7.1.5 Utregning av avkastningskravet til egenkapitalen

$$R_E = R_f + \beta * (E(\text{marked}) - R_f)$$

$$R_E = 1,64\% + 0,85 * (6,64\% - 1,64\%) = 5,89\%$$

7.2 Avkastningskravet til totalkapitalen

Avkastningskravet til totalkapitalen (WACC) er et vektet avkastningskrav for egenkapitalandelen og gjeldsandelen. Avkastningskravet til totalkapitalen er den meravkastningen investorene ønsker gitt en fordeling av egenkapital og gjeld (Titman and Martin, 2014). Selskapet utsettes for annen risiko dersom man er belånt, noe Color Line er, og derfor må avkastningskravet være vektet gjennom WACC. WACC brukes i hovedsak til å neddiskontere fremtidig inntjening ved ulike verdsettelsesmodeller på totalkapitalen.

7.2.1 Gjeldskostnad

Gjeldskostnaden er kostnaden knyttet til gjelden, i motsetning til aksjonærene har kreditorene ingen oppside på utlånt kapital. Kreditorene vurderer selskapet og gir en rentesats med innlagt risikotillegg som selskapet må betale. Det finnes kjente kredittrating selskaper som vurderer selskapets gjeld. Desto høyere de blir vurdert jo mindre sannsynlighet er det for at gjelden blir misligholdt, og dermed en lavere rente.

Gjeldskostnaden kan beregnes på flere forskjellige metoder. Gjeldskostnaden beregnes ut ifra risikofri rente pluss et risikotillegg spesifikt for bedriften. Deretter trekke fra skattefordelen, siden rentekostnader knyttet til gjelden er fradragberettiget.

Estimering av lånerenten kan gjøres på tre forskjellige måter.

- Beregning av den faktiske gjeldskostnad
- Beregning av gjeldskostnad basert børsnoterte obligasjonslån
- Beregning av gjeldskostnad ut i fra syntetisk kredittrating.

Faktisk: Beregning av den faktiske gjeldskostnaden er den faktiske renten selskapet betaler for lånet i dag, står gjerne oppført i selskapets noter. Det er renten selskapet fikk den dagen de tok opp lånet og er mest sannsynlig markedsrenten på det gitte tidspunktet. Risikofri rente, og andre faktorer som påvirker lånerenten kan ha endret seg siden de tok opp lånet, og renten vil mest sannsynlig være en annen i dag. Hvis gjeldssituasjonen har bedret seg og risikofri rente har gått ned, vil gjeldskostnaden mest sannsynlig også være lavere i dag.

Børsnoterte obligasjonslån: Dersom selskapet har børsnoterte obligasjonslån, noe som Color Line har, både på Oslo Børs og Nordic ABM, vil rentene løpe med en flytende rente og forfaller hvert kvartal for Color Line. Man ser på obligasjonslånene for å vurdere renten knyttet til lånet. Man bør se på løpetiden for obligasjonslånene og at det ikke foreligger noen andre opsjonlignende elementer.

Syntetisk kredittrating: Ved syntetisk rating ser man på lignende selskapet og industrier. Basert på selskap- og bransjetall kan man anslå en benchmark for lignende selskaper og benytte denne til å kreditrate selskapet. Da er man nødt til å først anslå en kredittrating på selskapet og deretter se hvilken yield som går innunder denne ratingen.

I årsrapporten til Color Line kommer det frem gjennomsnittlig rentekostnad på selskapets pantelån, samt gjennomsnittlig rentekostnad på obligasjonslånene notert på Oslo Børs og Nordic ABM. Kapitalisert leasing vil behandles som rentebærende gjeld, og vil sammen med rentekostnaden på pantelån og obligasjonslån hensyntas når vi skal komme frem til selskapets samlede gjeldskostnad.

Vi vil bruke et vektet gjennomsnitt av gjeldskostnaden på pantelån, obligasjonslån og kapitalisert leasing. Vi mener denne metoden best vil reflektere Color Lines kostnad ved anskaffelse av ny gjeld.

	Finansiering	Gjennomsnittlig rentekostnad	Vekt	Vektet kostnad
Pantelån	1 590 221	2,11 %	32,39 %	0,68 %
Obligasjonslån	1 874 906	5,78 %	38,19 %	2,21 %
Kapitaliserte leasingkostnader IKT- og annet utstyr	18 018	5,78 %	0,37 %	0,02 %
Kapitaliserte leasingkostnader skip	1 425 879	2,11 %	29,05 %	0,61 %
Sum	4 909 024		100,00 %	3,53 %

Tabell 29: Gjeldsrente Color Line, alle tall i 1000 NOK

Vektet gjennomsnitt gir oss en **gjeldskostnad på 3,53%** som vil bli benyttet videre i verdsettelsen.

7.2.2 Kapitalstruktur

Kapitalstruktur i et selskap er sammensetningen av egenkapital og gjeld for finansieringen av selskapets eiendeler. I WACC brukes kapitalstrukturen for å dele opp i kostnaden knyttet til egenkapitalen og gjeld, for å finne et vektet avkastningskrav knyttet til totalkapitalen. Som markedsverdi vil vi benytte utregnet markedsverdi for Color Line fra komparativ verdsettelse fra rapporterte tall, denne verdien mener vi er et godt utgangspunkt som er bedre å benytte enn bokført egenkapitalverdi. Alternativet kunne vært å benytte sirkelreferanse for å til slutt komme frem til en markedsverdi som passer bedre, men denne metoden mener vi er vel så god. Som gjeld vil vi benytte bokført verdi av rentebærende gjeld.

Color Line har pr 31.12.2017 en samlet gjeld på 4.909.024.000,- og en beregnet markedsverdi for egenkapital på 4.926.303.676,- hvor sum av egenkapital og gjeld er 9.835.327.676,-.

Skattesats

Marginal skattesats for 2018 er 23%, denne skattesatsen forutsetter vi vil holde seg stabil i fremtiden.

7.2.3 Utregning av avkastningskravet til totalkapitalen

$$WACC = \left(\frac{E}{E + G} * R_E \right) + \left(\left(\frac{G}{E + G} * R_G \right) * (1 - s) \right)$$

E = Egenkapital

G = Gjeld

RE = Avkastningskrav til egenkapitalen

RG = Gjeldskostnad

S = Skatteprosent

$$WACC = \left(\frac{4926303676}{9835327676} * 5,89\% \right) + \left(\left(\frac{4909024000}{9835327676} * 3,53\% \right) * (1 - 0,23) \right) = 4,307\%$$

8. Fremtidsregnskap

Fremtidsregnskapet er grunnlaget for å gjennomføre den fundamentale verdsettelsen og er det tredje steget i Penman's modell (Penman 2013). Prognoser utarbeides i hovedsak på bakgrunn av funn gjort i den strategiske- og regnskapsanalysen.

I dette kapittelet vil det bli prognostisert regnskapstall nødvendig for å gjennomføre en fundamental verdsettelse ved hjelp av superprofitt fra drift. Regnskapstall vi behøver å prognostisere blir dermed driftsresultat (EBIT) og netto operasjonelle eiendeler, i tillegg til tilhørende regnskapstall som lar oss regne ut disse. Driftsresultat vil ikke bli prognostisert direkte, men regnet ut som en residual etter prognostisering av driftsinntekter og driftskostnader. Kostnadsposter som er inntektsdrevet vil bli prognostisert som en prosent av driftsinntekt. Videre vil vi lage to scenarier for ulik vekstrate i terminalverdien.

8.1 Budsjettperiode

Avgjørende for budsjettperiodens lengde er når selskapet forventes å nå en "steady state" da det vil være mulig å sette en forventet vekstrate i all fremtid. I denne fasen vil selskapets fremtidige vekstrate være konstant, og avkastning på investert kapital vil også være konstant. Veksten i denne fasen vil være hva som er typisk for et modent selskap, altså mindre eller tilnærmet lik veksten i den generelle økonomien (Koller, Goedhart and Wessels, 2015). Budsjettperiode må

beregnes med omhu da det er avgjørende at selskapet er kommet i en steady state for å kunne fastsette en evig vekstrate til beregning av terminalverdien.

Som nevnt tidligere er Color Line et relativt modent selskap, noe som tilsier at prognoseperioden ikke behøver å være svært lang før vi kommer frem til en terminalverdi (Petersen og Plenborg 2012).

Frem til 2025 er Color Lines fremtid relativt forutsigbar da det ikke er noen planer for nye ruter, og mulighetene for dette er begrenset. Color Line vil fortsette å operere på sine ruter, men vil få økt konkurranse fra Fjord Line i årene som kommer både fra Kristiansand og Sandefjord. Med tanke på dette har vi vurdert en budsjettperiode på 7 år frem til og med 2024 som hensiktsmessig.

Med denne budsjettperioden vil vi se effekten av økt konkurranse med svekket posisjon på ruten Sandefjord-Strømstad. Da det vil være ny anbudsrunde for seilingstider f.o.m. 2025 på ruten vil vi utarbeide to scenarioer for ulik vekstrate i terminalverdien. Selv om rutekontrakten i 2025 mest sannsynlig også vil vare kun 5 år mener vi resultatet av denne tildelingen vil gi et godt bilde av fremtidige tildelinger ettersom Color Line har erstattet de eldre skipene og vil potensielt sette inn enda et nytt skip.

Viktigheten av endringen på Sandefjord-Strømstad ruten er nevneverdig, men bør ikke få en alt for stor effekt på fremtidsregnskapet av flere grunner. Grovt sett står Sandefjord-Strømstad ruten for i underkant av 1/4 av Color Lines totale omsetning. Store endringer i inntekter fra denne ruten vil gjøre utslag på selskapets totale regnskap, men i et begrenset omfang. Color Line skal fortsette å operere på den mest populære seilingstiden, og med økt kapasitet på Color Hybrid vil et større volum kunne betjenes ved disse avgangene.

Noe som kan være like bekymringsverdig er at Color Line ikke blir en like tilgjengelig aktør innen bransjen. Kunder som tidligere har kun henvendt seg til Color Line for transport over Oslofjorden og Skagerak vil nå gjøre seg bedre kjent med Fjord Lines tilbud når Color Line ikke lenger seiler på ønsket tidspunkt.

8.1.1 Vekst

Valg av vekstrate i fremtidsregnskapet vil ha en avgjørende effekt på verdsettelsen. Vi har tre grunnleggende fremgangsmåter for å beregne fremtidig vekst.

1. En vekstrate basert på selskapets historiske vekst
2. En vekstrate basert på analytikerens estimater
3. En vekstrate estimert av fundamentale verdier i selskapet.

Historisk vekst er sjelden en fasit for fremtidig vekst, men det vil være en god indikator. Den første metoden er derfor hensiktsmessig å benytte som et utgangspunkt i beregning av fremtidig vekstrate. Analytikere baserer ofte sine estimater fra historiske tall, og er ikke mer hensiktsmessig å bruke, enn metode 1. Dessuten er Color Line et unotert selskap, så det er begrenset hvor mange analytikere som interesserer seg for selskapet. Den siste metoden er å estimere vekst ut fra selskapets fundamentale verdier, noe som regnes som den beste måten å beregne fremtidig vekst (Damodaran 2012). For fundamentale verdier i selskapet vil vi se på funn fra den strategiske analysen og regnskapsanalysen.

Til hjelp i prognostiseringen av flere poster vil vi regne gjennomsnitt av historisk vekst ved hjelp av aritmetisk og geometrisk gjennomsnitt. Aritmetisk gjennomsnitt er hva vi anser som den normale måten å regne gjennomsnitt. Den geometriske metoden tar hensyn til diskontering mellom periodene og vil gi et bedre bilde av veksten, særlig dersom veksten har variert veldig fra år til år.

8.2 Driftsinntekter

Driftsinntekter er den viktigste driveren for verdi i selskapet, så vi vil vurdere denne posten i fremtidsregnskapet først. Vi vil starte med å beregne hva som historisk har vært årlig vekst i driftsinntekter, finne en vekstrate i budsjettperioden vi mener egner seg på bakgrunn av historisk vekst, og vurderinger fra strategisk- og regnskaps analyse.

	2013	2014	2015	2016	2017
Sum driftsinntekter	4 551 639	4 594 203	4 594 928	5 118 611	4 970 312
Endring i driftsinntekter		42564	725	523683	-148299
Vekst i driftsinntekter		0,94 %	0,02 %	11,40 %	-2,90 %
				Aritmetisk gjennomsnitt	2,36 %
				Geometrisk gjennomsnitt	2,22 %

Tabell 30: Historisk utvikling av driftsinntekter, alle tall i 1000 NOK

Regnskapsmessige valg som å inkludere gevinst/tap på bunkersikringen har hatt en effekt på driftsinntektene, særlig i 2016. Annet enn dette vil regnskapsmessige valg ellers ha større innvirkning på driftsresultatet (Damodaran 2012).

Den høye veksten i driftsinntekter 2016 skyldes delvis stor gevinst fra bunkersikringen, og økte passasjerinntekter på tross en svak nedgang i antall passasjerer. Årsaken til dette skyldes økt forbruk om bord per passasjer.

Dersom vi utelukker gevinsten fra bunkersikring i 2015-2017 og benytter opprinnelig resultatregnskap blir ikke utviklingen i driftsinntekter endret nevneverdig mye, dette gir oss et aritmetisk gjennomsnitt i veksten på 2,24%.

Ved å sammenligne Color Lines vekst mot bransjen ser vi Color Line har hatt en høyere aritmetisk gjennomsnittlig vekst i analyseperioden med 2,24% mot bransjens 1,92%, denne sammenligningen gjøres på bakgrunn av rapporterte regnskapstall (se vedlegg 2).

Fundamentalt anser vi det som sannsynlig at driftsinntektene vil øke noe i 2019 etter innsetting av Color Hybrid på Sandefjord-Strømstad ruten fra mai 2019. Videre ser vi for oss at veksten i inntektene vil avta noe etter økt konkurranse på samme rutene fra Sandefjord og Kristiansand. Fra høy vekst i 2019 vil vi ha negativ vekst i 2020, og deretter en svak inntektsvekst i etterfølgende år. Vi antar veksten vil avta noe mot slutten av budsjettperioden i 2024 ettersom Fjord Line får et bedre fotfeste med sine nye avganger. I tabellen under vises vekstprognosene for driftsinntekter i budsjettperioden.

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Vekst i driftsinntekter	2,10 %	2,30 %	-2,00 %	0,50 %	0,45 %	0,40 %	0,35 %

Tabell 31: Budsjettetert vekst i driftsinntekter

8.3 Driftskostnader

Vi vil prognostisere ulike driftskostnadsposter til senere å regne ut fremtidig driftsresultat i budsjettperioden. Prognosene vil gjøres på bakgrunn av historisk vekst og fundamentale forhold. Enkelte kostnadsposter kan også prognostiseres som et jevnt forhold av driftsinntekter dersom dette forholdet har vært stabilt historisk.

8.3.1 Lønnskostnader

Sammenlignet med resten av bransjen har Color Line og Fjord Line høyere lønnskostnader. Dette viser at på tross av nettolønnsordningen er det fortsatt dyrere å ha norsk besetning på skipene. Dersom Color Line flagger om Kiel ferjene, noe vi antar vil gjøres, vil fremtidige

lønnskostnader kunne reduseres betydelig ved en gradvis utskiftning til utenlandsk arbeidskraft om bord disse skipene.

	2013	2014	2015	2016	2017
Driftsinntekter	4 552 000	4 594 000	4 595 378	5 118 611	4 970 312
Lønnskostnader	1 303 446	1 313 828	1 283 503	1 276 678	1 326 974
Lønn som andel av driftsinntekt	28,63 %	28,60 %	27,93 %	24,94 %	26,70 %
Vekst i lønnskostnader		0,80 %	-2,31 %	-0,53 %	3,94 %
Aritmetisk gjennomsnittlig lønnskostnad andel av driftsinntekt	27,36 %	Gjennomsnittlig vekst i lønnskostnad		0,47 %	Aritmetisk Geometrisk
				0,45 %	

Tabell 32: Historisk utvikling av lønnskostnader, alle tall i 1000 NOK

I tabellen over ser vi andelen lønnskostnader utgjør av driftsinntekter er svakt fallende. Digitalisering og effektivisering er nok gode grunner til dette, men vi mener man skal være forsiktig med å betrakte dette som en trend.

Den potensielle oppsiden er stor dersom Color Line kan redusere kostnadene til et nivå nærmere DFDS, Viking Line og Tallink Group. Vi anser det som realistisk at på lang sikt vil lønnskostnader for virksomhetsområdet cruise (Kiel ferjene) vil komme på et nivå likt eller lavere DFDS sitt gjennomsnittlige nivå i analyseperioden på om lag 18% (vedlegg 2). Denne sammenligningen med bransjen gjøres med rapporterte regnskapstall.

Vi tar høyde for i prognosene for lønnskostnad at Kiel-ferjene vil flagges om til NIS. Dette vil gi små utslag i lønnskostnader de første årene av fremtidsregnskapet, men vil utvikle seg til å bli mer synlig på lang sikt.

Fra 2019 vil Color Hybrid settes i drift, dette vil ha en effekt på lønnskostnadene i 2019 og 2020.

Vi kan forvente at mye av besetningen på M/S Bohus vil gå over til Color Hybrid, i tillegg til en del nye ansatte da det nye skipet har større kapasitet. Skipet er også helt nytt, så det kan forventes at kursing av ansatte vil gi utslag i lønnskostnaden i 2019. Fra 2020 vil M/S Color Viking fases ut da Color Line ikke har noen ruter å drifte skipet på, dette vil føre til reduksjon i lønnskostnader da mange ansatte vil miste jobben.

Det er viktig å tenke på at inntektene kommer til å synke f.o.m. 2020 og at det ikke kommer til å være ansatt færre årsverk av den grunn. Etersom det ikke kan forventes at lavere driftsinntekt vil føre til store lønnskutt vil lønnskostnader f.o.m. 2020 utgjøre en større andel av driftsinntekter.

Under vises prognosene for lønnskostnadenes størrelse av driftsinntekter i budsjettperioden.

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Lønn som andel av driftsinntekt	26,50 %	27,00 %	31,00 %	30,00 %	29,50 %	29,00 %	28,00 %

Tabell 33: Budsjettering av lønnskostnader

8.3.2 Varekostnader

Varekostnader er en samlepost i regnskapet som inneholder kostnader knyttet til forbruksvarer, bunkersforbruk, billettprovisjoner, havnekostnader og forbruk av innkjøpte varer for videresalg (Color Group årsrapport 2017). Vi vil først se på historisk vekst i driftskostnader, og forholdet til driftsinntekter.

	2013	2014	2015	2016	2017
Driftsinntekter	4 552 000	4 594 000	4 595 378	5 118 611	4 970 312
Varekostnader	1 647 119	1 736 327	1 705 361	1 657 284	1 629 261
Varekost som andel av driftsinntekt	36,18 %	37,80 %	37,11 %	32,38 %	32,78 %
Vekst i varekostnad		5,42 %	-1,78 %	-2,82 %	-1,69 %
Aritmetisk gjennomsnittlig varekostnad andel av driftsinntekt	35,25 %	Gjennomsnittlig vekst i varekostnad		-0,22 % Aritmetisk	-0,27 % Geometrisk

Tabell 34: Historisk utvikling av varekostnader, alle tall i 1000 NOK

Vi kan se at varekostnader synker gjennom analyseperioden, selv om det er skummelt å betrakte dette som starten på en trend, må det brukes som en indikasjon på fremtidig utvikling.

Etter at Color Hybrid settes i drift, og etter 2020 har erstattet begge de eldste skipene i Color Lines flåte ser vi særlig kostnader til bunkerskostnader reduseres på denne ruten. De to eldre skipene har ikke "scrubbere" og er avhengig av et renere og dyrere bunkringsprodukt for å oppfylle utslippkravene. Color Hybrid vil benytte diesel som bunkringsprodukt, men vil etter all forventning være mer effektiv med hensyn til forbruk da deler av fremdriften vil være helelektrisk.

Vi velger å prognostisere varekostnader i budsjettperioden til gjennomsnittet av varekostnadens andel av driftsinntekter. Prognosen blir som følger:

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Varekost som andel av driftsinntekt	35,25 %	35,00 %	35,00 %	35,00 %	35,00 %	35,00 %	35,00 %

Tabell 35: Budsjettering av varekostnader

8.3.3 Andre driftskostnader

Andre driftskostnader (ADK) består hovedsakelig av tekniske driftskostnader og andre driftskostnader om bord og på land. Posten er en samlepost av ukjente kostnader det er

vanskelig å ha noen formening om i prognostiseringen, et naturlig valg blir derfor å basere den på historisk utvikling.

	2013	2014	2015	2016	2017
Driftsinntekter	4 552 000	4 594 000	4 595 378	5 118 611	4 970 312
Andre driftskostnader	828 541	807 809	762 935	811 450	830 943
ADK som andel av driftsinntekt	18,20 %	17,58 %	16,60 %	15,85 %	16,72 %
Vekst i andre driftskostnader		-2,50 %	-5,56 %	6,36 %	2,40 %
Aritmetisk gjennomsnittlig andre driftskostnad andel av driftsinntekt	16,99 %	Gjennomsnittlig vekst i varekostnad		0,18 % Aritmetisk	0,07 % Geometrisk

Tabell 36: Historisk utvikling andre driftskostnader, alle tall i 1000 NOK

Andre driftskostnader har utviklet seg ujevnt historisk, vi ser det derfor som hensiktsmessig å prognostisere posten som en andel av driftsinntekter, her vil vi bruke analyseperiodens gjennomsnitt.

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
ADK som andel av driftsinntekt	17,00 %	17,00 %	17,00 %	17,00 %	17,00 %	17,00 %	17,00 %

Tabell 37: Budsjettering av andre driftskostnader

8.3.4 Avskrivninger

I tabellen under vises utvikling av avskrivninger i analyseperioden der vi har delt opp avskrivningene på transport, cruise, leasing av skip, og leasing av IKT. Dette er for å få en oversikt over hvor mye av avskrivningene som er knyttet til transportskipene, cruiseskipene og avskrivninger knyttet til leasing av skip og IKT. Avskrivningene i perioden har vært relativt jevne.

	2013	2014	2015	2016	2017
Avskrivningsplan Color Hybrid					
Avskrivninger Transport(Viking/Bohus)	54 514	77 036	72 544	77 383	92 227
Avskrivninger Cruise	263 833	268 020	270 530	241 389	243 672
Avskrivninger leasing skip	184 146	140 767	181 006	177 470	178 235
Avskrivninger leasing IKT	8 396	7 537	6 643	4 555	4 504
Totale Avskrivninger	510 889	493 360	530 723	500 797	518 638

Tabell 38: Historisk utvikling av avskrivninger, alle tall i 1000 NOK

Balanseførte leasingforpliktelser avskrives lineært over sin levetid, noe som gjør at denne driftskostnaden må prognostiseres. Det er rimelig å forvente at alle leasingavtaler på utstyr og skip vil fornyes, slik at det blir naturlig å benytte gjennomsnittet av avskrivningene i analyseperioden, også i fremtidsregnskapet. Vi forutsetter at Color Line vil fortsette å lease utstyr og skip som i dag leases, fremfor å eie.

I budsjettperioden har vi tatt ulike valg knyttet til avskrivninger knyttet til nytt hybridskip, utfasing av M/S Color Viking, M/S Bohus med mer.

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Avskrivningsplan Color Hybrid	-	28 000	48 000	48 000	48 000	48 000	48 000
Avskrivninger Transport(Viking/Bohus)	74 741	49 236	7 474	7 474	7 474	7 474	7 474
Avskrivninger Cruise	257 489	257 489	257 489	257 489	257 489	257 489	257 489
Avskrivninger leasing skip	172 325	172 325	172 325	172 325	172 325	172 325	172 325
Avskrivninger leasing IKT	6 327	6 327	6 327	6 327	6 327	6 327	6 327
Totale Avskrivninger	510 881	513 376	491 615	491 615	491 615	491 615	491 615

Tabell 39: Budsjetterte avskrivninger, alle tall i 1000 NOK

Kiel-ferjene i divisjonen cruise vil avskrives i budsjettperioden med historisk gjennomsnitt fra avskrivningene i analyseperioden.

Vi har satt en kjøpesum på Color Hybrid på 1,2 milliarder som vil avskrives lineært over 25 år. Det gir en årlig avskrivning på 48 millioner fra 2020. I 2019 er planen at Color Hybrid skal kjøre fra starten av mai, derfor velger vi å avskrive 7/12 av ett års avskrivninger.

I årsrapporten til Color Line står det avskrevet anleggsmidler til divisjonen "transport" som er M/S Color Viking, M/S Bohus og terminaler knyttet til transportdelen av Color Line. Det fremkommer ikke i noen årsrapport hverken anskaffelseskost eller bokført verdi på M/S Color Viking, M/S Bohus eller terminaler. Vi antar av den balanseførte verdien er M/S Color Viking og M/S Bohus er 80% av de balanseførte verdiene, og resten er 20%. I avskrivningene antar vi at ca. 90% av avskrivningene i divisjonen "transport" er de to skipene, og vokter igjen det M/S Bohus til 35% og M/S Color Viking 65%. I divisjonen transport mener vi at terminalen, påkjøringsrampe og lignende har en lenger avskrivningstid enn skipene, og vokter avskrivningene 90% på skipene, og 10% på terminaler og lignende.

Fra 2019 vil M/S Bohus fases ut og vi vil slutte å avskrive M/S Bohus i 2019, det samme vil skje med M/S Color Viking i 2019, og derfor et fall i avskrivningene på transportdelen.

I 2018 vil avskrivningene være gjennomsnittet av tidligere avskrivninger.

I 2019 vil avskrivningene være ett år for M/S Color Viking, fem måneder for M/S Bohus og syv måneder for Color Hybrid.

I 2020 vil Color Hybrid avskrives med et helt år på 48 millioner. M/S Color Viking og M/S Bohus er da faset ut, og blir ikke lenger avskrevet.

8.4 Driftsresultat

Etter at alle kostnader og inntekter er prognostisert vil vi beregne driftsresultat i budsjettperioden som residualen. Skattesatsen for 2018 på 23% vil benyttes for alle år i budsjettperioden. Dette gjøres fordi det ikke med sikkerhet kan forventes hverken en økning eller reduksjon av denne satsen. I tabellen under vil vi vise driftsinntekter og driftskostnader beregnet med metodene forklart tidligere i dette kapittel.

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Driftsinntekter	4 970 312	5 074 689	5 191 406	5 087 578	5 113 016	5 136 025	5 156 569	5 174 617
Varekostnad	1 629 261	1 788 828	1 816 992	1 780 652	1 789 556	1 797 609	1 804 799	1 811 116
Lønnskostnader	1 326 974	1 344 792	1 401 680	1 577 149	1 533 905	1 515 127	1 495 405	1 448 893
Andre driftskostnader	830 943	862 697	882 539	864 888	869 213	873 124	876 617	879 685
Totale avskrivninger	518 638	510 881	513 376	491 615	491 615	491 615	491 615	491 615
Driftsresultat (EBIT)	664 496	567 490	576 819	373 274	428 728	458 550	488 133	543 309
EBIT*(1-tax rate)	511 662	436 967	444 151	287 421	330 121	353 083	375 863	418 348

Tabell 40: Budsjettert EBIT, alle tall i 1000 NOK

8.5 Netto operasjonelle eiendeler (NOA)

NOA, eller netto operasjonelle eiendeler er en komponent i superprofitt fra drift modellen som vi må prognostisere i budsjettperioden. Vi vil benytte Penmans modell for utregning av NOA:

$$NOA(end) = NOA(beginning) + Operating\ income - Free\ cash\ flow$$
$$NOA_t = NOA_{t-1} + OI_t - (C_t - I_t)$$

(Penman 2013, side 245)

Free cash flow, eller frie kontantstrømmer fra selskapet kan vi finne med utgangspunkt i driftsresultatet (EBIT). Fra EBIT må vi trekke fra skatt, pluss på avskrivninger og trekke fra investeringer og endring i arbeidskapital.

$$FCFF = EBIT(1 - Tax\ rate) + Depreciation - CAPEX - \Delta Working\ capital$$

(Damodaran 2012, side 381)

Avskrivninger er allerede prognostisert, så vi vil videre prognostisere CAPEX og endring i arbeidskapital som er de øvrige komponentene i Damodarans modell for free cash flow.

8.5.1 Investeringer (CAPEX)

Historisk sett har investeringer etter M/S Color Magic i 2007 vært knyttet til vedlikeholdsarbeid og andre investeringer som ikke er knyttet til kjøp av skip. Selskapet har hatt en jevn investeringskostnad i analyseperioden, og ligger mellom 120-150 millioner. Vi var nødt til å

ta ut investeringene knyttet til skip, for å finne et gjennomsnitt for vedlikeholdsinvesteringer. Senere har vi lagt til de ekstraordinære utgiftene knyttet til investering i skip.

Color Line	2013	2014	2015	2016	2017
Investeringer fra kontantstrømmen	118 154	140 533	146 655	112 146	358 208
Investeringer sett bort fra nytt skip	118 154	140 533	146 655	112 146	179 499
Gjennomsnitt investeringer uten skip	139 397				

Tabell 41: Historiske investeringer, alle tall i 1000 NOK

I 2017 hadde Color Line en engangsinvestering på 178 millioner, som et forskudd på Color Hybrid. I 2019 vil den resterende summen betales. Totalprisen for Color Hybrid antas å ligge i på om lag 1,2 milliarder.

Ulempen med prognostisering i selskaper som har store engangsinvesteringer og lang levetid på anleggsmidlene er at man ikke nødvendigvis klarer å prognostisere riktige investeringer for årene fremover. Color Line har i 2020 en såpass ny flåte, og det eldste skipet vil være fra 2004, i årsrapporten skriver de at skip har en beregnet levetid på 20-25 år, og men disse opplysningene vil det mest sannsynlig ikke komme noen nye investeringer før tidligst 2024, med mindre Color Line skal ekspandere med flere ruter og kjøpe nye skip.

Color Line opererer i dag med seks skip, og fra 2020 vil de operere med fem skip. Med en gjennomsnittlig levetid på 25 år, ser vi det på som normalt å måtte investere i ett nytt skip hvert femte år, og derfor inkluderer vi hele investeringen i prognostiseringen.

Vi tenker at vedlikeholdsinvesteringene vil være litt økende frem til 2019 og øke enda mer til 2020, og fra 2020 til 2024 vil den synke. Det skyldes at vi mener det er en større kostnad å eie gamle skip, i tillegg ser vi ikke for oss at Color Hybrid vil trenge like mye investering i vedlikehold som M/S Bohus og M/S Color Viking trenger i dag.

I investeringene ser vi for oss at kostnadene til vedlikehold i 2018 vil være lik gjennomsnittet for analyseperioden, i 2019 vil investeringen på Color Hybrid komme inn, og M/S Bohus ut i mai 2019, i 2020 forsvinner M/S Color Viking ut. Videre i prognostiseringen av NOA vil vi benytte balanseført verdi av M/S Color Viking og M/S Bohus som salgssum. Siden gamle skip ofte krever mer investeringer enn nye for vedlikehold, har vi fra 2020 valgt å redusere investeringskostnadene fra gjennomsnittet med 10%, og deretter har vi valgt å øke investeringer jevnt de siste årene i budsjettperioden slik at avskrivninger utgjør 90% av CAPEX i 2024 og inn i terminalverdien. Dette gjør vi fordi i steady state er det rimelig å forvente at NOA vil øke svakt i takt med økonomien fremfor å ha ingen endring, eller å bevege seg mot null.

Kapitalisert leasing – investeringer

Som nevnt tidligere vil vi behandle nåverdi av operasjonell kapitalisert leasing som en finansiell gjeld da det er alternativet til å eie en eiendel. På grunn av dette må vi behandle endring i nåverdien av låneforpliktelsen pluss avskrivninger som erstatning for investeringer (CAPEX) vi hadde hatt dersom vi hadde eid eiendelen (A. Damodaran, Leases, Debt and Value 2009).

$$Capital\ expenditures_{Operating\ leases} = (PVOL_t - PVOL_{t-1}) + Depreciation\ on\ leased\ asset_t \quad (A.)$$

Damodaran, Leases, Debt and Value 2009, side 26)

PVOL = Present value operating leases --> Nåverdi operasjonell leasing

Gjennomsnittlig investeringskostnad på Color Lines operasjonelle leasingavtaler har vi regnet ut til 113.429' (Vedlegg 3). Som nevnt forventer vi fornying av leasingavtaler så dette gjennomsnittet vil vi benytte de første årene i budsjettperioden.

Prognostisering av CAPEX

Under vises prognostiserte avskrivninger, med en normalisering av investeringer mot avskrivninger som begynner fra og med år 2021.

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Investeringer	139 397	1 142 185	126 725				
Investeringer sett bort fra nytt skip	139 397	142 185	126 725				
Investeringer i kapitalisert leasing	113 429	113 429	113 429				
Totale Investeringer	252 826	1 255 614	240 154	355 000	465 000	490 000	546 239

Tabell 42: Budsjetterte investeringer, alle tall i 1000 NOK

8.5.2 Endring i arbeidskapital

Vi må prognostisere endring i arbeidskapital til bruk i prognostisering av frie kontantstrømmer til selskapet. En øking i arbeidskapital fører til at midler bindes opp og vil videre bidra til å generere negative kontantstrømmer, mens en reduksjon av arbeidskapital vil frigjøre midler og øke selskapets kontantstrømmer (Damodaran 2012). Tradisjonelt defineres arbeidskapital som forskjellen mellom omløpsmidler og kortsiktig gjeld, dette kan det for øvrig være nødvendig og justere for å tilpasses en verdsettelse.

Damodaran hevder at det er risikofylt å prognostisere fremtidig endring i arbeidskapital basert på historisk utvikling, dette skyldes at endring i arbeidskapital ofte varierer mye, og historisk utvikling dermed vil gi en dårlig indikasjon for fremtidig utvikling. Han anbefaler i stedet å estimere endring i arbeidskapital fra vekst i driftsinntekter (Damodaran 2012).

For Color Line vil operasjonell arbeidskapital inneholde varelager, kundefordringer med andre fordringer, og leverandørgjeld med andre fordringer. Kontanter, markedsbaserte aksjer, og rentebærende kortsiktig gjeld vil ikke bli inkludert. I tabellene under vises arbeidskapitalens utvikling i analyseperioden før fremtidig arbeidskapital med endring blir prognostisert.

	2013	2014	2015	2016	2017
Driftsinntekter	4 552 000	4 594 000	4 595 378	5 118 611	4 970 312
Arbeidskapital	563 898	385 939	552 032	514 000	370 648
Arbeidskapital som % av driftsinntekter	12,39 %	8,40 %	12,01 %	10,04 %	7,46 %
Gjennomsnittlig andel av driftsinntekter	10,06 %				

Tabell 43: Analyse av arbeidskapital, alle tall i 1000 NOK

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Vekst i driftsinntekter		2,10 %	2,30 %	-2,00 %	0,50 %	0,45 %	0,40 %	0,35 %
Vekst i arbeidskapital		2,10 %	2,30 %	-2,00 %	0,50 %	0,45 %	0,40 %	0,35 %
Arbeidskapital	370 648	378 432	387 136	379 393	381 290	383 006	384 538	385 883
Endring i arbeidskapital		7 784	8 704 -	7 743	1 897	1 716	1 532	1 346
Arbeidskapital med terminalverdivekst								391 036
Endring i arbeidskapital med terminalverdivekst								6 499

Tabell 44: Budsjettert arbeidskapital, alle tall i 1000 NOK

Som en del av normaliseringen mot steady state vil endring i arbeidskapital siste året i budsjettperioden 2024 beregnes med veksten i terminalverdien i stedet for budsjettert vekst i driftsinntekter 2024. Bakgrunnen for dette er at det er rimelig å forvente at arbeidskapital skal vokse i en takt tilnærmet lik veksten i resten av selskapet.

8.5.3 Prognostisering av NOA

I tabellen under vises prognostisert NOA i budsjettperioden beregnet med Penmans modell.

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
EBIT (1-tax rate)	436 967	444 151	444 151	287 421	330 121	353 083	375 863	418 348
Capex	252 826	1 255 614	1 255 614	240 154	355 000	465 000	490 000	546 239
Avskrivninger	510 881	513 376	513 376	491 615	491 615	491 615	491 615	491 615
Endring i arbeidskapital	7 784	8 704 -	8 704 -	7 743	1 897	1 716	1 532	6 499
FCFF	702 806 -	289 384	289 384	531 139	468 632	381 414	379 009	370 223
NOA	6 788 905	6 523 066	7 256 601	7 012 883	6 874 371	6 846 041	6 842 894	6 891 019

Tabell 45: Prognostisering av NOA, alle tall i 1000 NOK

Ved å snu Penmans modell for NOA, kan vi finne frie kontantstrømmer fra selskapet ved å ta driftsresultat etter skatt minus endring i NOA, dette gir oss samme FCFF som med Damodarans sin metode:

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
EBIT (1-tax rate)	436 967	444 151	287 421	330 121	353 083	375 863	418 348
Endring NOA	- 265 839	733 534	- 243 718	- 138 512	- 28 330	- 3 147	48 125
FCFF	702 806	- 289 384	531 139	468 632	381 414	379 009	370 223

Tabell 46: Prognostisering av free cash flow

9. Verdsettelsen

9.1 Vekst i terminalverdi

Etter budsjettperioden er man nødt til å lage en terminalverdi for å finne verdien av selskapet etter budsjettperioden. For å finne verdien av terminalverdien inkluderer man gjerne en evigvarende vekstrate, og benytter Gordons vekstformel. For å kalkulere den fremtidige inntjeningen til Color Line etter budsjettperioden er vi nødt til å finne en vekst i terminalleddet. Kaldestad skriver i en artikkel om vekst at det er naivt å bruke Gordons vekstformel og forvente at det vil være en evigvarende vekst i selskapet på en lik prosentstøt (Kaldestad 03.2017: Typiske fallgruver i verdsettelse). På tross av dette er vi allikevel nødt til å finne en vekstrate for terminalleddet i verdsettelsen.

Color Line er et relativt modent selskap og som vi har skrevet om i selskapets livssyklus vil det ikke nødvendigvis være vekst i selskapet. Generelt sett bør selskapets vekstrate settes lavere enn nominell vekst i BNP. Det skyldes at selskaper som Color Line er i modningsfasen og trekker nominell vekst ned, mens selskaper i vekstfasen har høyere vekst enn nominell BNP (Kaldestad & Møller 2016). Rentestøtten har vært lav i lang tid noe som reflekterer en lav vekst i økonomien, i tillegg reflekterer en lav rente, et lavere avkastningskrav, og dersom vi benytter oss av en høy vekst i terminalleddet vil verdien av selskapet blir urealistisk høyt.

Nå har det seg slik at vi skal prognostisere en vekstrate fra 2025. Som nevnt vil det komme ut en ny anbudsrunde for avgangene fra Sandefjord-Strømstad, noe som kan være med å påvirke utviklingen i selskapets resultat. Dagens situasjon er relativt lik frem til 2025. Anbudsrunderen på Bergen-Kirkenes er bestemt i lang tid fremover, og det samme er Sandefjord-Strømstad. Vi ser på ekspansjonsmulighetene for Color Line frem til 2025 som begrenset. Fra 2025 derimot kan Color Line gå inn i kampen om fire daglige avganger fra Sandefjord-Strømstad, og Color Line kan skape en større kontantstrøm fra ekspansjonene. Vi vil lage to scenarier knyttet til vekst i terminalleddet. Den ene vekstraten blir tatt i utgangspunktet at de ikke får flere avgangstider i Sandefjord, og det andre scenarioet tas det en forutsetning om at Color Line ekspanderer med et nytt skip og to ekstra seilinger daglig fra Sandefjord.

Påvirkningen av vekst i Color Line knyttet til NIS-ordningen ved å ansette utenlandsk besetning på cruise-skipene vil i hovedsak være utnyttet til en fornuftig grad innen 2025, og vil ha liten påvirkning på veksten i terminalleddet.

Vekst fra 2025 uten ekspansjon

Hvis realiteten fra 2025 blir at Color Line ikke ekspanderer med et nytt skip som kjører Sandefjord-Strømstad vil vi se for oss at veksten i terminalleddet vil være konstant. Dersom Color Line planlegger å investere i et nytt skip når de gamle er avskrevet, og ingen andre ekspansjonsplaner vil veksten i Color Line være lav, og Color Line vil ha en jevn kontantstrøm fremover. Dersom Color Line ikke ekspanderer vil vi benytte en vekstrate i terminalleddet på 1,2%.

Vekst fra 2025 med ekspansjon

Hvis realiteten blir en ekspansjon fra 2025 og Color Line tar tilbake de to avgangstidene de mister i 2020, vil det også være behov for nytt skip, og nye investeringer. Knyttet til investeringer vil det også komme økte inntekter og da kan det forventes en vekst fremover. Veksten vil dog ikke være så høy at den vil spille inn en stor effekt på vekstraten i terminalleddet. Ved en ekspansjon i driftsmidler fra 2025 vil vi benytte oss av en vekstrate i terminalverdien på 1,9%.

9.1.1 Konklusjon vekst i terminalleddet

Vi velger å vekte dette scenarioet uten ekspansjon med 30% og med ekspansjon 70%. Ved å se på Fjord Line mot Color Line i nøkkeltallsanalysen står Color Line mye sterkere økonomisk både på kort og lang sikt. Color Line har brukt lang tid på å skape navn på denne ruten, og vi ser på det som mindre sannsynlig at Color Line velger å gi Fjord Line et overtak på ruten i evig tid. Fjord Line sitt skip på ruten er ikke nevneverdig miljøvennlig, men etter en oppgradering vil det utklasse M/S Color Viking, noe som førte til at de vant anbuds konkurransen. Om fem år ser vi det mer sannsynlig at Color Line vil investere i et nytt skip og sette det i drift mellom Sandefjord-Strømstad.

Vi ender opp med en vektet vekst i terminalleddet på 1,69%.

$$\text{Vektet vekst} = 1,2\% * 0,3 + 1,9\% * 0,7 = 1,69\% \text{ vekst}$$

9.2 Verdsettelse med superprofitt fra drift modellen

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
NOA	6 788 905	6 523 066	7 256 601	7 012 883	6 874 371	6 846 041	6 842 894	6 891 019
EBIT (1-tax rate)	511 662	436 967	444 151	287 421	330 121	353 083	375 863	418 348
ReOI		144 580	163 213 -	25 109	28 087	57 016	81 015	123 635
Diskonteringsrate		1,04307	1,08799	1,13485	1,18373	1,23471	1,28788	1,34335
Nåverdi av ReOI		138 610	150 013 -	22 126	23 728	46 177	62 905	92 035
Terminalverdi								4 804 461
Nåverdi av terminalverdi								3 576 476
Total nåverdi av ReOI	4 067 820							
Bokført NOA	6 788 905							
Verdi av NOA	10 856 725							
NFO	4 599 250							
Verdi av CSE	6 257 475							
						WACC		0,04307
						Skatt		23 %
						Vekst		0,0169

Tabell 47: Verdsettelsen av Color Line, tall i 1000 NOK

Verdsettelsen gir Color Line en egenkapitalverdi på 6.257.475.000,-.

Fordelt på selskapets 71 800 000 aksjer blir **egenkapitalverdien per aksje 87,15 NOK**.

I komparativ verdsettelse på rapporterte regnskapstall som ble brukt til utregning av WACC fant vi til sammenligning en verdi per aksje på 68,61 NOK.

Det var ikke uforventet at vi fant ulike egenkapitalverdier ved hjelp av de to metodene, men vi velger å stole på verdien 87,15 NOK per aksje som var et produkt av superprofitt fra drift modellen. Den fundamentale verdsettelsen er en grundigere metode som tar hensyn til sammenligning med selskap i bransjen, så vel som fundamentale forhold.

10. Sensitivitetsanalyse

Vi bruker en sensitivitetsanalyse for å se hvor sensitivt den fundamentale verdsettelsen er for endringer i risikofri rente, vekst og beta og skatt. Grunnen til at vi har valgt disse fire faktorene skyldes at vi ønsker å se hvordan de påvirker den fundamentale verdsettelsen. Verdiestimaten man beregner seg frem til er det knyttet usikkerhet til, og ut i fra valgene man tar i løpet av oppgaven, kan det være andre valg som kunne vært mer hensiktsmessig. Når man er nødt til å se inn i fremtiden vil det alltid være knyttet usikkerhet til slike verdier. Vi vil etter en sensitivitetsanalyse se hvilken påvirkningskraft de ulike faktorene har på verdsettelsen av Color Line, gitt at alle andre faktorer er like.

10.1 Risikofri rente

Risikofri rente er i dag relativt lavt, historisk sett har den kun vært lavere i 2015 og 2016. Det er signalisert en oppgang i styringsrenten, noe som vil reflektere en oppgang i den risikofrie

renten. Vi har valgt å se på hva som vil skje med egenkapitalen dersom risikofri rente endres. Ved en endring i risikofri rente vil man simultant endre vekstrate, det skyldes at vekst påvirkes av endring i risikofri rente. Ved en høy risikofri rente vil den generelle veksten i økonomien være lav, og motsatt, da dette motiverer til sparing. Vi har brukt et intervall fra 0,5%-5%.

Risikofri re	EK verdi	%-vis endring i EK
0,50 %	6 612 581	5,7 %
1,00 %	6 453 926	3,1 %
1,50 %	6 299 831	0,7 %
1,64 %	6 257 475	0,0 %
2,00 %	6 150 102	-1,7 %
2,50 %	6 004 555	-4,1 %
3,00 %	5 863 018	-6,6 %
3,50 %	5 725 326	-9,1 %
4,00 %	5 591 324	-11,6 %
4,50 %	5 460 866	-14,2 %
5,00 %	5 333 811	-16,9 %

Tabell 48: Sensitivitetsanalyse Risikofri rente, tall i 1000 NOK



Figur 12: Sensitivitetsanalyse Risikofri rente, tall i 1000 NOK

I denne tabellen har vi egenkapitalverdien på Y-aksen og de forskjellige gradene av risikofri rente på X-aksen. Egenkapitalverdien har en jevn nedadgående kurve, som symboliserer et fall i verdien hvis den risikofrie renten øker. Den prosentvise endringen i egenkapitalverdien er lik gjennom hele perioden ved et skifte på 0,5% i risikofri rente. Endring av risikofri rente isolert sett har ingen faremomenter knyttet til verdsettelsen.

Kurven for egenkapitalen ved de forskjellige risikofrie rente nivåene gir en stabil nedgang på 2,4%. I en verdsettelsesoppgave vil den risikofrie renten isolert sett ikke ha en stor innvirkning på verdsettelsen.

10.2 Vekst

Å analysere vekst i terminalleddet er viktig for å se på terminalleddets innvirkning på verdsettelsen. Vekstfaktoren i terminalverdien har en ekstrem påvirkning på verdsettelsen og

det er viktig å klargjøre for hvilke verdier av vekst som er naturlig og unaturlig. Vi har valgt å bruke vekst i terminalleddet med endring å 0,05% og i tillegg tatt med vår valgte vekst.

Vekst	EK verdi	%-vis endring EK
0	4 817 953	-23,0 %
0,01	5 492 008	-12,2 %
0,015	6 009 146	-4,0 %
0,0169	6 257 475	0,0 %
0,02	6 750 461	7,9 %
0,025	7 902 059	26,3 %
0,03	9 934 867	58,8 %
0,035	14 487 154	131,5 %
0,04	33 875 649	441,4 %

Tabell 49: Sensitivitetsanalyse vekst, tall i 1000 NOK



Figur 13: Sensitivitetsanalyse vekst, tall i 1000 NOK

I denne tabellen har vi egenkapitalverdien på Y-aksen og prosentvis vekst i terminalverdiledet på X-aksen. Vi ser at selskapets egenkapital med vekst fra 0 til 2% vekst er relativt flat. Det er viktig å få frem at veksten etterhvert blir uendelig, det skyldes at veksten går mot WACC. Hvis vekst er tilnærmet lik WACC i Gordons vekstformel vil selskapets egenkapital gå mot det uendelige. Selskapets egenkapital er ikke veldig sensitiv knyttet til vekstraten rundt fastsatt vekst, med veldig sensitiv jo nærmere veksten går mot WACC.

10.3 Beta

Beta er et viktig mål på selskapets korrelasjon på svingninger i markedet. Beta verdien går inn i kapitalverdimodellen og utgjør en forskjell i det siste leddet. Det er selvfølgelig usikkerhet knyttet til kalkulering av beta i et unotert selskap. Vi endte opp med en levered beta på 0,85, noe som tilsier at selskapet korrelerer litt mindre med markedet, hvor perfekt korrelasjon er 1. Beta verdien er direkte med på å påvirke KVM som igjen påvirker WACC, så hvis beta endres vil WACC også endres. Ved en lavere WACC, vil veksten som er satt til 1,69% utgjøre en større forskjell jo mindre WACC blir. Derfor vil vi se en motsatt effekt av det vi så i veksten. Desto høyere beta verdien er desto høyere vil avkastningskrav på egenkapitalen og WACC bli,

og tilslutt vil man få et avkastningskrav som er høyere enn avkastningen, og verdien av egenkapitalen blir negativ.

Beta	EK verdi	%-vis endring i EK
0	51 909 889	730 %
0,2	23 498 530	276 %
0,4	14 185 767	127 %
0,6	9 555 882	53 %
0,8	6 784 857	8 %
0,85	6 257 475	0 %
1	4 939 386	-21 %
1,2	3 621 428	-42 %
1,4	2 632 597	-58 %
1,6	1 862 924	-70 %
1,8	1 246 541	-80 %

Tabell 50: Sensitivitetsanalyse beta, tall i 1000 NOK



Figur 14: Sensitivitetsanalyse beta, tall i 1000 NOK

I denne tabellen har vi egenkapitalverdien på Y-aksen og beta på X-aksen. Vi ser at ved en beta nær null vil selskapets verdi gå på uendelig, det skyldes som nevnt at veksten og WACC blir nesten lik, og dermed vil nevneren i terminalleddet gå mot null. Vi har valgt en beta på 0,85. Ved å sette den litt opp eller litt ned vil kunne påvirke selskapets egenkapitalverdi med 3 millioner i hver retning. Vi ser i grafen at jo nærmere man kommer beta lik 0 vil gi en liten endring gir stor endring i selskapets egenkapital. Dersom betaen blir for stor vil avkastningskravet blir for stort, og selskapet vil ha negativ egenkapitalverdi. Prosentvis endring er ved en lav beta veldig synkende, før den videre vil jevne seg ut mot en negativ egenkapitalverdi.

10.4 Skatt

Skattesatsen er en faktor som påvirker WACC også verdsettelsen i form av skatt på EBIT, som brukes i verdsettelsen. Selskapsskatten er i dag på 23% og vi har forventet at selskapsskatten vil være lik i tiden fremover. Dersom selskapsskatten blir utsatt for en økning eller reduksjon vil dette videre påvirke verdsettelsen.

Skatt	EK verdi	%-vis endring EK
0,2	6 597 631	5,44 %
0,21	6 485 770	3,65 %
0,22	6 372 395	1,84 %
0,23	6 257 475	0,00 %
0,24	6 140 978	-1,86 %
0,25	6 022 872	-3,75 %
0,26	5 903 124	-5,66 %
0,27	5 781 700	-7,60 %
0,28	5 658 564	-9,57 %
0,29	5 533 680	-11,57 %
0,3	5 407 012	-13,59 %

Tabell 51: Sensitivitetsanalyse skatt, tall i 1000 NOK



Figur 15: Sensitivitetsanalyse skatt, tall i 1000 NOK

Ved endring av skattesatsen for selskaper i Norge ser vi at selskapsverdien vil bli høyere desto lavere skattesatsen er. Ved en økning av skattesatsen med ett prosentpoeng, vil endringen i selskapets egenkapital falle med den prosentvise endringen vist i tabellen over. Vi ser at endringer blir større og større desto større skattesatsen er, men allikevel er kurven relativt jevn, og endring i skattesatsen har isolert sett liten påvirkning på selve verdsettelsen.

10.5 Oppsummering av sensitivitetsanalyse

I sensitivitetsanalysen for egenkapitalverdien til Color Line har vi sett på hvordan endring risikofri rente, vekst, beta og skatt påvirker selskapets egenkapital gitt at de andre faktorene er uendret.

Risikofri rente og skattesatsen er to faktorer vi har sett i analysen ikke påvirker selskapets verdivurdering signifikant. Vi ser en jevn synkende verdi av egenkapitalen ved økning av disse to faktorene, og egenkapitalverdien vil falle naturlig hvis tallene faller innenfor rimelighetens grenser.

Vekst i terminalleddet vil påvirke verdsettelsen i stor grad dersom man er ukritisk til selskapets vekstrate. Som nevnt under figur 13 ser vi at dersom veksten går mot WACC blir

egenkapitalverdien går mot uendelig. Det vil at verdsettelsen av Color Line ved en endring i vekst være sensitiv dersom veksten går mot WACC. I terminalleddet vil nevner blir mindre og mindre og terminalleddet bli urealistisk. Vi har sett at veksten i terminalleddet på 1,69% ser ut til å være en god indikator for veksten. Ved å endre litt opp eller ned på veksten vil det ikke å ha mye å si for verdsettelsen, i forhold til om vi hadde satt en vekstrate nærmere WACC.

I endring av betaverdi for Color Line ser vi at beta nærmere null vil gi motsatt effekt fra endring i veksten. Dette skyldes at betaverdien påvirker avkastningskravet til egenkapitalen som igjen påvirker WACC, dersom WACC nærmer seg veksten, vil igjen selskapets egenkapital gå mot uendelig.

Vi ser at dersom beta økes vil selskapets verdi falle mye i starten og deretter flate seg ut, dette skyldes da at veksten i terminalleddet vil påvirke verdsettelsen mindre og mindre, og vi vil få en betaverdi som ikke påvirker verdsettelsen i samme grad. Dersom Beta blir veldig høy vil det medføre at selskapets WACC blir høyere enn avkastning og verdsettelsen vil få en negativ verdi av egenkapitalen.

Ved en beta på 0,85 ser vi at selskapets verdi ikke påvirkes like mye av en endring i beta, som ved for eksempel 0,2 eller 1,8 som er ytterpunktene i analysen. Vi føler vi har satt en betaverdi som representerer selskapet, og sensitiviteten påvirkes i en mindre grad enn om betaverdien hadde nærmet seg 0,2 eller 1,8.

Med våre antagelser om risikofri rente, vekst, beta og skatt, mener vi at vi har truffet godt med valg av faktorene i verdsettelsen. Vi ser i sensitivitetsanalysen at tallene vi har valgt, da spesielt i vekst og beta, at små endringer i faktorene ikke vil gi alt for store endringer i selskapets egenkapitalverdi. Dersom vi hadde gått nærmere ytterpunktet ville en liten endring i disse faktorene, hatt en større påvirkning på selskapets egenkapitalverdi.

11. Konklusjon og oppsummering

Formålet med oppgaven har vært å estimere en egenkapitalverdi for Color Line AS gjennom fundamental verdsettelse ved hjelp av superprofitt fra drift modellen. For å oppnå dette har vi gjennomført alle fire steg i Penmans modell for fundamental analyse. Vi har utforsket fundamentale forhold i selskapet og i markedet gjennom den strategiske analysen og regnskapsanalysen. Vi har definert en bransje for Color Line med sammenlignbare selskaper som videre ble brukt i regnskapsanalysen og den komparative verdsettelsen. Denne informasjonen har vi analysert og brukt til å utarbeide prognoser, som sammen med et beregnet avkastningskrav har vært grunnlaget for verdsettelsen.

Vi valgte å gjennomføre en komparativ verdsettelse basert på rapporterte regnskapstall for å finne en omtrentlig markedsverdi for Color Line som vi videre kunne benytte i WACC, ettersom kun bokført verdi var tilgjengelig for oss da selskapet er unotert. Avsluttende gjennomførte vi også en sensitivitetsanalyse der vi fant at totalkapitalkostnaden til selskapet var på et fornuftig nivå.

Ettersom Color Line ikke er på børs og prosessen for børsnotering er satt på vent vil vi ikke fremlegge noen handlingsstrategi.

Verdsettelsen vår på 87,15 NOK per aksje vil allikevel kunne være et handlingsverktøy for investorer om selskapet bestemmer seg for å gå mot børsnotering i fremtiden.

12. Vedlegg

Vedlegg 1: Kapitaliserte leasingkostnader skip, minimum leieforpliktelser omgjort til NOK

2013	Skip	Skip EUR til NOR Kurs 31/12-13: 8,3825	Total
1år<	170 183	23 555	193 738
5år<1år	670 785	89 852	760 637
<5år	784 878	79 583	864 461

2014	Skip	Skip EUR til NOR Kurs 31/12-14: 9,0365	Total
1år<	173 004	27 164	200 168
5år<1år	704 522	115 378	819 900
<5år	492 000	13 880	505 880

2015	Skip	Skip EUR til NOR Kurs 31/12-15: 9,619	Total
1år<	171 875	30 954	202 829
5år<1år	669 500	123 816	793 316
<5år	952 500		952 500

2016	Skip	Skip EUR til NOR Kurs 30/12-16: 9,0863	Total
1år<	171 876	29 222	201 098
5år<1år	706 128	87 665	793 793
<5år	762 000		762 000

2017	Skip	Skip EUR til NOR Kurs 29/12-17: 9,8303	Total
1år<	171 876	31 646	203 522
5år<1år	724 750	63 293	788 043
<5år	571 500		571 500

Tallene er hentet fra Color Group AS årsrapport 2013-2017, alle tall i 1000kr

Vedlegg 2: Bransjens vekst i driftsinntekter og lønnskostnader

Color Line (tall i NOK 1000)	2013	2014	2015	2016	2017	
Driftsinntekter	4 551 639	4 594 203	4 586 550	4 895 931	4 967 519	2,24 % Aritmetisk gjennomsnitt
Vekst		0,94 %	-0,17 %	6,75 %	1,46 %	2,21 % Geometrisk gjennomsnitt
Driftsresultat	249 480	149 010	277 353	616 399	630 191	42,58 % Aritmetisk gjennomsnitt
Vekst		-40,3 %	86,1 %	122,2 %	2,2 %	26,07 % Geometrisk gjennomsnitt
Lønnskostnader	1 304 203	1 315 095	1 285 013	1 277 775	1 327 814	
Lønn som % av driftsinntekter	28,7 %	28,6 %	28,0 %	26,1 %	26,7 %	27,62 % Aritmetisk gjennomsnitt
Fjord Line (tall i NOK 1000)	2013	2014	2015	2016	2017	
Driftsinntekter	442 738	771 504	902 911	1 169 408		40,27 % Aritmetisk gjennomsnitt
Vekst		74,3 %	17,0 %	29,5 %		37,78 % Geometrisk gjennomsnitt
Driftsresultat	- 102 918	- 161 088	- 113 124	36 254		
Vekst						
Lønnskostnader	163 078	283 678	313 056	343 388		
Lønn som % av driftsinntekter	36,8 %	36,8 %	34,7 %	29,4 %		27,53 % Aritmetisk gjennomsnitt
DFDS (tall i DKK 1000)	2013	2014	2015	2016	2017	
Driftsinntekter	12 907 088	12 779 085	13 473 500	13 790 400	14 327 800	2,67 % Aritmetisk gjennomsnitt
Vekst		-1,0 %	5,4 %	2,4 %	3,9 %	2,65 % Geometrisk gjennomsnitt
Driftsresultat	1 212 600	1 433 389	2 041 000	2 588 200	2 702 300	22,95 % Aritmetisk gjennomsnitt
Vekst		18,2 %	42,4 %	26,8 %	4,4 %	22,18 % Geometrisk gjennomsnitt
Lønnskostnader	2 152 500	2 317 235	2 487 700	2 607 900	2 660 700	
Lønn som % av driftsinntekter	16,7 %	18,1 %	18,5 %	18,9 %	18,6 %	18,15 % Aritmetisk gjennomsnitt
Tallink group (tall i EUR 1000)	2013	2014	2015	2016	2017	
Driftsinntekter	941 983	921 466	945 203	937 805	966 977	0,68 % Aritmetisk gjennomsnitt
Vekst		-2,2 %	2,6 %	-0,8 %	3,1 %	0,66 % Geometrisk gjennomsnitt
Driftsresultat	190 156	181 677	223 423	71 607	71 958	-12,24 % Aritmetisk gjennomsnitt
Vekst		-4,5 %	23,0 %	-68,0 %	0,5 %	-21,57 % Geometrisk gjennomsnitt
Lønnskostnader	135 053	138 660	142 368	152 446	160 041	
Lønn som % av driftsinntekter	14,3 %	15,0 %	15,1 %	16,3 %	16,6 %	15,45 % Aritmetisk gjennomsnitt
Viking Line (tall i EUR 1000)	2013	2014	2015	2016	2017	
Driftsinntekter	549 400	527 400	530 500	519 600	522 700	-1,22 % Aritmetisk gjennomsnitt
Vekst		-4,0 %	0,6 %	-2,1 %	0,6 %	-1,24 % Geometrisk gjennomsnitt
Driftsresultat	34 700	13 700	26 400	13 700	10 000	-10,73 % Aritmetisk gjennomsnitt
Vekst		-60,5 %	92,7 %	-48,1 %	-27,0 %	-26,73 % Geometrisk gjennomsnitt
Lønnskostnader	130 100	120 800	118 100	122 300	120 600	
Lønn som % av driftsinntekter	23,7 %	22,9 %	22,3 %	23,5 %	23,1 %	23,09 % Aritmetisk gjennomsnitt
Snitt i bransjen, inkl. Color Line						
Driftsinntekter	Aritmetisk gjennomsnitt		8,93 % Vekst			
Driftsresultat	Aritmetisk gjennomsnitt		10,64 % Vekst ekskl. Fjord Line			
Lønnskostnader	Aritmetisk gjennomsnitt		22,37 % Andel av driftsinntekter			

Tallene er hentet fra selskapenes årsrapporter 2013-2017.

Vedlegg 3: Beregnet CAPEX for operasjonelle leasingavtaler

	2013	2014	2015	2016	2017
Nåverdi IKT- og annet utstyr	33 584	30 150	26 571	18 219	18 018
Nåverdi Skip	1 657 316	1 407 668	1 810 061	1 597 229	1 425 879
Sum	1 690 900	1 437 818	1 836 632	1 615 448	1 443 897
Endring i nåverdi leasing		- 253 082	398 814	- 221 184	- 171 551
Avskrivninger IKT- og annet utstyr	8 396	7 537	6 643	4 555	4 504
Avskrivninger skip	184 146	140 767	181 006	177 470	178 235
Sum avskrivninger leasing	192 542	148 304	187 649	182 025	182 739
Capital expenditures leasing		- 104 777	586 463	- 39 160	11 189
			Aritmatisk gjennomsnitt:		113 429

Alle tall i 1000 NOK

Vedlegg 4: Omgrupperte balanser sammenlignbare selskaper

Fjord Line (TALL I TUSEN NOK)

OMGRUPPERT BALANSE	2013	2014	2015	2016
Goodwill	394	147	394	-
Utsatt skattefordel	173 594	50 136	65 919	66 885
Andre immaterielle eiendeler	13 262	11 388	10 858	13 216
Kundefordringer	15 383	40 120	33 859	34 128
Andre kortsiktige fordringer	73 550	37 660	24 061	14 068
Varebeholdning	7 830	8 844	7 929	27 659
Investering i tilknyttet selskap	-	-	13 544	12 120
finansielle fordringer	1 627	2 582	-	-
Skip	1 276 349	2 843 272	3 034 243	2 774 307
Bygg, anlegg o.l.	292 325	78 279	59 457	57 752
Andre varige driftsmidler	62 523	72 623	26 387	26 387
SUM OPERASJONELLE EIENDELER	1 916 837	3 145 051	3 276 651	3 026 522
Operasjonelle forpliktelser				
Leverandørgjeld	117 011	36 192	71 212	81 103
Tilbakebetaling tidligere forskudd	-	-	10 133	12 589
Betalbar skatt	636	-	17 757	3 380
Skyldig offentlig utgifter	3 737	4 542	5 868	6 060
Konsernmellomværende	-	-	-	-
Annen kortsiktig gjeld	87 469	149 542	151 718	141 983
SUM OPERASJONELLE FORPLIKTELSE	208 853	190 276	256 688	245 115
NETTO OPERASJONELLE EIENDELER	1 707 984	2 954 775	3 019 963	2 781 407
Finansielle forpliktelser				
Leasinggjeld	10 630	12 630	11 183	7 152
Obligasjonslån	217 878	289 401	292 843	174 786
Langsiktig gjeld til kredittinstitusjoner	922 155	2 027 599	1 947 086	1 757 521
kortsiktig del av langsiktig gjeld	-	685	70 254	113 150
Kortsiktig del av leasinggjeld	-	-	829	2 750
Uopptjent inntekt	47 500	38 333	-	-
Mottatt tilskudd	15 700	98 510	-	-
Tilbakebetaling tidligere forskudd	-	-	18 200	6 295
Pensjonsforpliktelser	3 608	4 354	2 450	2 949
SUM FINANSIELLE FORPLIKTELSE	1 217 471	2 471 512	2 342 845	2 064 603
Finansielle eiendeler				
Bankinnskudd, kontanter o.l	81 566	98 063	148 918	121 921
finansielle fordringer	1 627	2 582	-	-
Derivater	-	-	-	10 921
Øvrige investeringer	50	50	50	80
SUM FINANSIELLE EIENDELER	83 243	100 695	148 968	132 922
NETTO FINANSIELLE FORPLIKTELSE	1 134 228	2 370 817	2 193 877	1 931 681
EGENKAPITAL	573 756	583 958	826 086	849 726

DFDS (TALL I MILLIONER DKK)

OMGRUPPERT BALANSE	2013	2014	2015	2016	2017
Operasjonelle eiendeler					
Kapitaliserte operasjonelle leasing	2 742	2 676	1 604	1 062	1 708
Goodwill	425	522	532	556	555
Other non current intangible assets	15	31	29	38	29
Software	75	103	148	196	235
Development project in progress	50	61	56	37	15
Land and buildings	111	124	125	162	149
Terminals	569	542	522	511	480
Ships	6 706	7 095	6 819	7 904	7 505
Equipment	387	460	494	543	616
Assets under constructions and pre	571	291	223	136	308
Receivables	50	25	25	25	136
Other non current assets	146	168	174	192	242
Inventories	150	112	111	139	156
Receivables	1 777	1 884	1 845	1 774	1 891
Prepaid costs	91	102	86	84	91
SUM OPERASJONELLE EIENDELER	13 864	14 193	12 792	13 357	14 116
Operasjonelle forpliktelser					
Defferd tax	20	20	97	95	64
Interest bearing debt	1 100	275	739	908	344
Other payables	577	745	810	500	530
Trade payables	1 445	1 493	1 573	1 722	1 847
Other provisions	26	37	79	67	35
Pension and jubilee liabilities					
	278	322	363	460	379
Other provisions	20	44	39	55	42
Derivate financial instruments	-	-	-	146	95
Deffered income	112	125	112	-	-
SUM OPERASJONELLE FORPLIKTELSE	3 576	3 061	3 811	3 953	3 335
NETTO OPERASJONELLE EIENDELER	10 288	11 133	8 982	9 404	10 780
Finansielle forpliktelser					
Kapitaliserte operasjonelle leasingk	2 742	2 676	1 604	1 062	1 708
Interest bearing liabilities	2 298	2 924	2 313	2 101	2 932
Deffered tax	130	137	157	191	197
Corporate tax	9	19	25	30	24
Derivate financial instruments	-	-	-	0	111
Prepayments from costumers	-	-	-	139	159
Liabilities relating to assets classifie	-	-	7	-	-
Derivate financial intruments	15	695	-	25	4
SUM FINANSIELLE FORPLIKTELSE	5 194	6 451	4 106	3 548	5 135
Finansielle eiendeler					
Cash	1 151	695	1 423	696	1 033
Derivative financial intruments	83	99	18	35	-
Derivative financial intruments	15	695	-	25	4
SUM FINANSIELLE EIENDELER	1 249	1 488	1 441	755	1 037
NETTO FINANSIELLE FORPLIKTELSE	3 945	4 963	2 665	2 793	4 098
EGENKAPITAL	6 343	6 170	6 316	6 611	6 682

Tallink Group (TALL I TUSEN EURO)

OMGRUPPERT BALANSE	2013	2014	2015	2016	2017
Operasjonelle eiendeler					
Kapitaliserte operasjonelle leasingkost	66 116	54 886	86 137	73 282	61 975
Trade and other receivables	40 544	38 210	36 583	38 674	46 466
Prepayments	3 185	5 448	5 274	7 926	4 395
Prepaid income tax	-	-	1 224	91	40
Inventories	33 457	31 315	29 197	38 719	40 675
Investments in equity accounted invest	262	286	350	363	403
Deferred income tax assets	17 413	21 338	19 410	18 791	18 722
Investment property	300	300	300	300	300
Property plant and equipment	1 495 895	1 467 964	1 311 418	1 304 897	1 308 441
Intangible assets	57 925	55 174	52 726	50 127	48 900
SUM OPERASJONELLE EIENDELER	1 715 097	1 674 921	1 542 619	1 533 170	1 530 317
Operasjonelle forpliktelse					
Interest bearing loans and borrowings	106 014	149 850	81 889	106 112	159 938
Trade and other payables	97 387	91 236	92 170	106 970	95 548
Derivatives	30 888	41 982	-	-	29 710
Dividends payable to shareholders	-	-	-	4	3
Income tax liabilities	-	1 300	4 567	10	34
Deferred income	28 315	29 408	29 906	30 895	31 429
SUM OPERASJONELLE FORPLIKTELSE	262 604	313 776	208 532	243 991	316 662
NETTO OPERASJONELLE EIENDELER	1 452 493	1 361 145	1 334 087	1 289 179	1 213 655
Finansielle forpliktelse					
Kapitaliserte operasjonelle leasingkost	66 116	54 886	86 137	73 282	61 975
Interest bearing loans and borrowings	688 327	593 532	467 447	452 793	400 968
Derivatives	-	-	42 863	32 359	4 688
Other liabilities	63	-	192	-	-
SUM FINANSIELLE FORPLIKTELSE	754 506	648 418	596 639	558 434	467 631
Finansielle eiendeler					
Cash and cash equivalents	72 012	65 311	81 976	78 773	88 911
Derivates	679	-	-	-	-
Other financial assets	385	252	308	348	344
SUM FINANSIELLE EIENDELER	72 012	65 311	81 976	78 773	88 911
NETTO FINANSIELLE FORPLIKTELSE	682 494	583 107	514 663	479 661	378 720
EGENKAPITAL	769 999	778 038	819 424	809 518	834 935

Viking Line (TALL I MILLIONER EURO)

OMGRUPPERT BALANSE	2013	2014	2015	2016	2017
Operasjonelle eiendeler					
Kapitaliserte operasjonelle leasing	2,73	4,63	4,30	5,75	4,75
Intangible assets	0,80	0,60	0,80	1,90	2,50
Land	1,10	1,10	1,10	0,60	0,60
Buildings and structure	11,70	10,80	10,00	9,20	8,60
Renovation cost for rented propertie	0,70	0,60	1,20	2,30	2,70
Vessels	365,20	340,10	324,50	308,50	294,60
Machinery and equipment	8,00	6,70	5,50	5,60	5,20
Advande payments	-	-	-	-	21,60
Receivables	0,50	0,30	0,20	-	-
Inventories	15,00	16,10	17,20	18,10	17,30
Income tax assets	0,20	0,30	0,50	1,70	1,60
Traded and other receivables	31,00	29,30	29,40	36,10	34,30
SUM OPERASJONELLE EIENDELER	436,93	410,53	394,70	389,75	393,75
Operasjonelle forpliktelser					
Income tax liabilities	-	-	1,30	-	-
Trade and other payables	75,40	67,40	68,90	73,00	73,00
SUM OPERASJONELLE FORPLIKTELSE	75,40	67,40	70,20	73,00	73,00
NETTO OPERASJONELLE EIENDELER	361,53	343,13	324,50	316,75	320,75
Operasjonelle forpliktelser					
Income tax liabilities	-	-	1,30	-	-
Trade and other payables	75,40	67,40	68,90	73,00	73,00
SUM OPERASJONELLE FORPLIKTELSE	75,40	67,40	70,20	73,00	73,00
NETTO OPERASJONELLE EIENDELER	361,53	343,13	324,50	316,75	320,75
Finansielle forpliktelser					
Kapitaliserte operasjonelle leasing	2,73	4,63	4,30	5,75	4,75
Deferred tax liabilites	29,70	31,40	34,50	35,90	37,00
Current interest bearing liabilities	15,10	23,50	23,50	23,60	23,50
Non current interest bearing liabilit	221,20	197,50	174,00	150,60	127,00
SUM FINANSIELLE FORPLIKTELSE	268,73	257,03	236,30	215,85	192,25
Finansielle eiendeler					
Cash and cash equivalents	96,10	101,10	110,70	94,90	68,00
Investments available for sale	-	26,10	26,80	27,10	27,90
SUM FINANSIELLE EIENDELER	96,10	127,20	137,50	122,00	95,90
NETTO FINANSIELLE FORPLIKTELSE	172,63	129,83	98,80	93,85	96,35
EGENKAPITAL	188,90	213,30	225,70	222,90	224,40

Vedlegg 5: Refleksjonsnotat Morten Staalø Lauritsen

I masteroppgaven har jeg og Andreas Mygland skrevet en verdsettelsesoppgave av Color Line. Color Line er et av de største rederiene innenfor nærskipfart i nordlige Europa. Color Line omsetter for en lag 4 milliarder kroner i året, og har i overkant av 2300 årsverk,

Vi har brukt en fundamental analyse av Color Line, som grunnlag for verdsettelsen av selskapet. I begynnelsen av oppgaven innledet vi med å skrive om Color Line og dets konkurrenter. Videre gjennomførte vi strategisk analyse for å kartlegge interne og eksterne faktorer. Den strategiske analysen gå oss et bilde av Color Line og bransjen som vi bruker videre i prognostiseringen av fremtidig inntjening. Vi har også sett på historiske tall for Color Line, og utviklingen i bransjen gjennom en nøkkeltallsanalyse.

Ut i fra funnene tidligere i oppgaven kom vi frem til at verdsettelsesmodellen Residual operating income er den verdsettelsesmodellen vi mener passer best til Color Line som selskap. Etter utarbeidelse av prognoser og videre. Var vi nødt til å komme frem til et avkastningskrav vi kunne diskontere superprofitten. I kalkuleringen av beta brukte vi sammenlignbare selskaper, Damodaran sin bransje beta, og til slutt tok en rimelighetsvurdering, for å komme frem til noe vi mener er et fornuftig avkastningskrav.

I siste del av oppgaven kom vi frem til selskapets egenkapitalverdi og gjennomførte en sensitivitetsanalyse, for å se hvor sensitiv egenkapitalverdien er på endringer i WACC, risikofri rente, vekst og skattefaktoren.

International – I en verdsettelse hvor selskapet benytter mye drivstoff, vil det være relevant å diskutere internasjonal politikk knyttet til prisen på råolje. I Color Line har vi sett igjennom regnskapsanalysen hvor mye en sikret oljepris kan bidra til at selskapets resultat blir stort eller lite. Det skyldes av prisen på drivstoffet Color Line bruker (Heavy fuel oil) korrelerer med brent-oljen. Det har lenge vært politisk uro mellom oljegigantene Saudi-Arabia og Iran, har vi OPEC som er med på å regulere prisen, men hvor medlemsland stadig øker over forventet produksjon og prisene synker. Den politiske uroen i Venezuela, et land med enorme oljereserver er preget av politisk uro, og får dermed ikke produsert like store mengder som antatt. USA og Russland er også land som er med på å påvirke oljeprisen i markedet. USA har i dag en lavere importandel av olje og dermed ikke like avhengig av Saudi Arabia som tidligere. Oljeprisen er veldig volatil og for selskaper som benytter store mengder drivstoff kan usikkerheten rundt denne råvaren påvirke resultatet både positivt og negativt.

Innovation – Vi har først og fremst valg en verdsettelse av et selskap som ikke er på børs, det gjør denne oppgaven spesiell, sett mot andre verdsettelsesoppgaver av selskaper som er på børs. Når selskapet ikke er på børs, dukker det opp mange problemstillinger. Heldigvis rapporterer Color Line etter IFRS, noe som gjør at vi kan bruke sammenlignbare selskaper som er på børs i komparativ verdsettelse, og kalkulering av beta og avkastningskrav. Siden selskapet ikke er på børs og i mange av modellene skal det i utgangspunktet brukes markedsverdi har vi i motsetning til alle andre verdsettelsesoppgaver vi har sett, utført en komparativ verdsettelse før dette, og brukt tallene fra den komparative verdsettelsen i utregning av Beta og WACC.

Innovasjon i bransjen eller selskapet, innenfor bransjen nærskipfart er det ikke konkurranseformen fullkommen konkurranse. Det skyldes at havnene ofte setter begrensning på antall skip som kan kjøre til og fra, og i tillegg til plass i havn. Kristiansand kommune har tidligere sagt nei til at Fjord Line kun kan kjøre Kristiansand-Hirtshals i sommerhalvåret men senere godkjent dette. Jeg mener markedet bør være mer åpent for å gå inn og ut av markedet, og kjøre da det er lønnsomt. Det er selvfølgelig viktig at transportårer holdes åpent året rundt, men det skal ikke påvirke private aktører. Her mener jeg at selskapene selv skal bestemme når og hvor mange ganger de skal kjøre til og fra. I følge adam smith og den usynlige hånd vil selskapene da tilpasse seg markedet, og markedet vil være det mest samfunnsøkonomiske. Her gjelder det å forbedre tilbudene til kundene, og ikke la havnene bestemme antall avganger og til hvilke tider. Selvfølgelig må ting koordineres i havnene, men det ser jeg på som et lite problem, sett mot cornout-konkurransen i bransjen.

Responsibility – Color Line er et selskap som tar miljøet på alvor. Color Line har i de senere årene vært med på å utvikle landstrøm i alle norske havner de opererer i. Color Line har scrubbere på sine gamle skip for å rense eksosen som kommer fra drivstoffet de bruker, i tillegg byttes de to eldste skipene ut med et nytt hybridskip som skal kjøre hel-elektrisk inn og ut av Sandefjord Havn. Sandefjord havn opererer med anbudskontrakter for avganger fra havnen. Sandefjord havn setter miljø i fokus, som gjør at rederiene må konkurrere på miljø, noe som er bra for bebyggelsen i og rundt havnen.

Det kan virke som at Color Line tar ansvar i forhold til klima noe som er bra, tidligere har rederiene brukt tung-olje som drivstoff uten scrubbere som et rensefilter, noe som har gjort at det foregår mye forurensing. I tillegg har skipene gått på tomgang i havn, siden motoren må gå for å generere strøm. Ved å installere landstrøm har Color Line begrenset sitt drivstoff forbruk i havnene og forurenser betydelig mindre.

Vedlegg 6: Refleksjonsnotat Andreas Mosberg Mygland

I dette vårsemesteret har jeg sammen med Morthen Lauritsen skrevet en masteroppgave der problemstillingen har vært å finne en egenkapitalverdi for Color Line AS. Vi valgte Color Line fordi selskapet er unotert og det er ikke offentlig tilgjengelig noen verdsettelse av samme selskap. Vi har gjennom semesteret fått frisket opp kunnskap fra tidligere emner, samt utvidet vår kunnskap om verdsettelse. Det har vært interessant å danne seg et mer helhetlig bilde av en verdsettelse fra begynnelse til slutt.

Vi har gjennomført en fundamental verdsettelse der viktige deler har vært strategisk analyse og regnskapsanalyse som har blitt brukt til å prognostisere et fremtidsregnskap. Dette fremtidsregnskapet har sammen med et passende avkastningskrav brukt til å verdsette selskapet.

Under vil jeg gjennomgå hvordan jeg mener selskapet forholder seg til temaer som internasjonale trender, innovasjon, og ansvarlighet.

Internasjonale trender

Fra verdsettelsen har vi dannet oss et bilde av hvordan selv et Norsk rederi som Color Line påvirkes av eksterne faktorer både nært og fjernt. Dagens verdensøkonomi med lave renter er ulikt noe annet vi har opplevd tidligere og motiveres blant annet av at land ønsker en svak lokal valuta for å styrke deres internasjonale konkurransekraft. For et selskap som Color Line som hovedsakelig transporterer nordmenn til og fra Norge vil svingninger i Norsk krone mot andre valutaer mye å si for etterspørselen etter selskapets tjenester. Ved en svak norsk krone vil Norge bli mer attraktivt for utenlandske turister, mens vi ved en sterk Norsk krone vil se flere nordmenn som reiser utenlands.

I tillegg til valuta er Color Line også utsatt for endringer i oljepris. Color Line benytter sikringsavtaler for å normalisere bunkringskostnadene, men vil fortsatt være bære en risiko knyttet til store bevegelser i oljeprisen da selskapet er avhengig av å kjøpe uavhengig av pris.

Vi ser også hvordan Color Line opererer som del av en internasjonal bransje ved at utenlandske rederier konkurrerer med Color Line på ruter til og fra Norge. Disse selskapene har tilgang til utenlandsk arbeidskraft på lokale vilkår, noe som gir dem et klart konkurransefortrinn mot Color Line som er pliktig å gi ansatte lokale norske vilkår. Vi har sett hvordan politiske tiltak iverksettes for å utjevne disse forskjellene, noe Color Line kan være avhengig av at gjøres for å sikre sin fremtidige konkurranseevne.

Innovasjon

Skipsbransjen for nærtransport og skipsbransjen generelt kan ses på som gammeldags sett mot andre bransjer der innovasjon spiller en mye større rolle. Skip har lang levetid, og dette kan være en av grunnene til at innovasjon skjer tregere i denne bransjen da det ikke er økonomisk gunstig å skifte ut skip før deres beregnede levetid utløper. En av de største driverne for innovasjon har vært det økte fokuset på miljø, både fra kunder og andre interesseorganisasjoner, men også gjennom statlige krav og incentiver til miljøvennlig drift.

Vi har sett hvordan offentlige anbudsrunder for havnekontrakter stiller miljøvennlighet som et viktig kriterie. Havnekontrakter er avgjørende for rederiene og er åpenbart med på å styrke innovasjonen i bransjen knyttet til miljøvennlig drift. Også når det gjelder forurensning i havn har Color Line installert landstrømsanlegg i alle norske havner de kjører fra, dette gjør at skipene kan være koblet på energi produsert eksternt, fortrinnsvis fornybar, og at motorene kan skrus av når skipet ligger i kai.

Jeg mener bransjen har potensiale til å utvikle seg mer og at det som kreves er motivasjon til dette gjennom krav fra forbrukere og økt konkurranse i bransjen. Dette gjelder også på den teknologiske fronten når det kommer til brukerens opplevelse av booking og informasjonstjenester.

Ansvarlighet

Tilknyttet miljø har Color Line også et etisk ansvar utover hva selskapet er motivert eller påkrevd å gjøre av miljøvennlige tiltak. Disse grunnene kan selvfølgelig overlappes hverandre da god omtale følger av å iverksette miljøvennlige tiltak, noe som kan gi selskapet økt fortjeneste avhengig av hvor viktig miljøsakene er for selskapets kundekrets.

Color Line har også som en stor arbeidsgiver et etisk ansvar for å opplære og ansette norske sjøfolk, dette ansvaret skaper en interessekonflikt med selskapets ønske om å omflagge til NIS for å ansette utenlandske sjøfolk. Det er vanskelig å se for seg hva som blir utfallet på sikt, men jeg mener det bør antas at selskapet vil flagge om og gradvis skifte ut deler av besetningen på Kiel ferjene. Dette vil klart være i strid med selskapets etiske samfunnsansvar da økt profit velges fremfor å bevare norske arbeidsplasser.

13. Kilder

13.1 Fagbøker

Damodaran, A., (2012). Investment Valuation - Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset. 3 ed. New Jersey: John Wiley & Sons.

Jakobsen, Erik W. og Lien, Lasse B. (2001): Ekspansjon: strategi for forretningsutvikling, Gyldendal forlag, Oslo

Kaldestad, Y. og Møller, B., (2016). Verdivurdering Teoretiske modeller og praktiske teknikker for å verdsette selskaper utgave 2, Oslo

Koller, T., Goedhart, M. & Wessels, D., (2010). Valuation - Measuring and Managing the Value of Companies. 5 ed. New Jersey: John Wiley & Sons.

Penman, S.H., (2013). Financial Statement Analysis and Security Valuation. 5.utgave. New York: McGraw-Hill Irwin

Petersen, C. V., & Plenborg, T. (2011). Financial Statement Analysis: Valuation Credit analysis Executive compensation. Harlow: Person Education Limited.

Titman, S., & Martin, J. (2014). Valuation; The art and Science of Corporate Investment Decisions (Vol. 2). Harlow: Pearson Education Limited.

13.2 Artikler

BDObloggen Helge Rydning 30. oktober 2015

<https://www.bdobloggen.no/2015/10/30/regnskapsforing-av-leasing-kan-skape-utfordringer-i-analysene/>

Damodaran, Aswath (2009): Leases, Debt and Value, Working Paper, Stern School of Business, New York

Matthew S. Olson, Derek van Bever, Seth Verry (2008): When Growth Stalls, Harvard Business Review

Porter, Micheal (1979): The five competitive forces that shape strategy, Harvard Business Review

13.3 Internettlenker

Aksjeguiden.no (2013): Listeendringer Oslobørs 1996-2013

www.aksjeguiden.no/Listeendringer_OSE_96-13.xls

Sist hentet 10.02.2018

Aftenposten.no (15.12.2017): 420.000 tåler ikke renteøkning på 1 prosentpoeng

<https://www.aftenposten.no/norge/i/yvRmQg/420000-taler-ikke-renteokning-over-1-prosentpoeng>

Sist hentet 21.05.2018

Colorline.no (2015): FAFO Forskningsrapport.

https://www.colorline.no/polopoly_fs/7.68193.1507900501!/FAFO%20forskningsrapport%20om%20Color%20Line%20juni%202012.pdf

Sist hentet 18.04.18

Colorline.no (06.12.2018): Pressemelding om eventuelt børsnotering

https://www.colorline.no/polopoly_fs/7.94674.1512557740!/B%C3%B8rsmelding%20NORSK%20171206%20%282%29.pdf

Sist hentet 28.02.2018

Colorline.no (2016): Landstrøm til M/S Color Magic gir renere Osloluft

<https://www.colorline.no/om-oss/pressesenter/magic-gir-renere-osloluft>

Sist hentet 21.05.2018

Colorline.no (2018): Color Lines historie

<https://www.colorline.no/om-oss/om-color-line/color-lines-historie>

Sist hentet 03.02.2018

Colorline.no: (2015): Color Line 25 år.

https://www.colorline.no/polopoly_fs/7.68191.1457081814!/Color%20Line%2025%20a%CC%8Ar.pdf

Sist hentet 03.02.2018

Dagsavisen.no (13.03.2017): Norsk sjøfolk like billig

<https://www.dagsavisen.no/innenriks/norske-sjofolk-like-billige-1.935898>

Sist hentet: 21.05.2018

Dinside.no (21.03.2018): Milliardvekst i grensehandel

<https://www.dinside.no/okonomi/godteri-er-ikke-alltid-billigere-pa-taxfree/65397827>

Sist hentet 28.05.2018

E24.no (14.10.2017): Hovedtillitsvalgt i Color Line advarer mot omflagging

<https://e24.no/naeringsliv/color-line/hovedtillitsvalgt-i-color-line-advarer-mot-omflagging/24163280>

Sist hentet 21.05.2018

E24.no (30.01.2017): Åpner opp for utflagging av Color Line – 700 kan miste jobben

<https://e24.no/jobb/monica-maeland/aapner-opp-for-utflagging-av-color-line-700-kan-miste-jobben/23911159>

Sist hentet 21.05.2018

Fjordline.com (2018): Våre skip

<https://www.fjordline.com/vare-skip/fjord-cat/>

Sist hentet 03.02.2018

Fjordline.com (17.08.2017): Pressemelding, Fjord Line bygger nytt skip

<https://www.fjordline.com/nb/p/presse-og-media/pressemeldinger/fjord-line-bygger-nytt-skip-dobler-kapasiteten-pa-den-raskeste-veien-mellom-norge-og-danmark>

Sist hentet 03.02.2018

Fjordline.com (18.08.2014) Pressemelding, seilingstider Sandefjord -Strømstad

<https://www.fjordline.com/presse/pressemeldinger/18.08.14-fjord-line-tilbyr-gratis-overfart-sandefjord---stromstad/>

Sist hentet 07.04.2018

Forskning.no (27.11.2002): Mer regn i fremtiden

<https://forskning.no/klima-vaer-og-vind-eu/2012/07/mer-regn-i-framtiden>

Sist hentet 21.05.2018

Forskning.no (24.07.2012): Våtere og villere vær mot 2050

<https://forskning.no/klima-geofag-meteorologi-vaer-og-vind/2008/02/vatere-og-villere-vaer-mot-ar-2050>

Sist hentet 21.05.2018

Google public data, med data fra eurostat. Unemployment in Europe (monthly)

https://www.google.no/publicdata/explore?ds=z8o7pt6rd5uqa6_&met_y=unemployment_rate

<http://www.oecd.org/dataoecd/12/12/47812122.pdf>
&hl=en&dl=en#!ctype=l&strail=false&bcs=d&nselm=h&met_y=unemployment_rate&fdim_y=seasonality:sa&scale_y=lin&ind_y=false&rdim=country_group&idim=country_group:eu:n
on-
eu&idim=country:de:no&ifdim=country_group&tstart=1279576800000&tend=1511132400
00&hl=en_US&dl=en&ind=false

Sist hentet 21.05.2018

Havn.no (14.03.2016): Høringssvar i forbindelse med klimautfordringer fra Norsk
Havneforening

[http://havn.no/News/572/Sj%C3%B8transport-er-1%C3%B8sningen-p%C3%A5-fremtidens-
klimautfordringer](http://havn.no/News/572/Sj%C3%B8transport-er-1%C3%B8sningen-p%C3%A5-fremtidens-klimautfordringer)

Sist hentet 18.04.18

Home.kpmg.com (2018): Corporate tax rate

[https://home.kpmg.com/xx/en/home/services/tax/tax-tools-and-resources/tax-rates-
online/corporate-tax-rates-table.html](https://home.kpmg.com/xx/en/home/services/tax/tax-tools-and-resources/tax-rates-online/corporate-tax-rates-table.html)

Sist hentet 21.05.2018

Infrontanalytics.com (2018): Betaverdi DFDS

<https://www.infrontanalytics.com/fe-en/10142SD/DFDS-A-S/Beta>

Sist hentet 10.04.2018

Infrontanalytics.com (2018): Betaverdi Viking Line

<https://www.infrontanalytics.com/fe-en/FI0009005250/Viking-Line-Abp/bet>

Sist hentet 10.04.2018

Innhopp.no (15.06.2015): Norsk reiselivsnæring mot 2025

[http://innopp.no/docs/ny_kunnskap/rapporter/Norsk%20Reiselivsn%C3%A6ring%202025%2
0en%20scenarioanalyse%20Menon%202014.pdf](http://innopp.no/docs/ny_kunnskap/rapporter/Norsk%20Reiselivsn%C3%A6ring%202025%20en%20scenarioanalyse%20Menon%202014.pdf)

Sist hentet 21.05.2018

Innovasjon Norge (2017): Nøkkeltall for Norsk turisme

[http://www.innovasjon Norge.no/contentassets/0d32e3231c0a4367a96838ee3bb5b294/nokkelt
all-for-norsk-turisme-2016.pdf](http://www.innovasjon Norge.no/contentassets/0d32e3231c0a4367a96838ee3bb5b294/nokkeltall-for-norsk-turisme-2016.pdf)

Sist hentet 03.02.2018

Lovdata.no (26.02.2016): Forskrift om tilskudd til sysselsetting av arbeidstakere til sjøs

<https://lovdata.no/dokument/SF/forskrift/2016-02-26-204>

Sist hentet 21.05.2018

Magma.no (03.2017): Typiske fallgruver i verdsettelse av Yngve Kaldestad

<https://www.magma.no/typiske-fallgruver-i-verdsettelse1>

Sist hentet 21.05.2018

Nettavisen (2017): Med lønninger ned i 35 kroner timen er det ingen som vil reise med Color Line

<https://www.nettavisen.no/na24/--med-lønninger-ned-i-35-kroner-timen-er-det-ingen-som-vil-reise-med-color-line/3423328739.html>

Sist hentet 21.05.2018

Norges-Bank.no (2018): Statsobligasjoner årgjennomsnitt

<https://www.norges-bank.no/Statistikk/Rentestatistikk/Statsobligasjoner-Rente-Argjennomsnitt-av-daglige-noteringer/>

Sist hentet 21.05.2018

Norges-Bank.no (2018): Historisk utvikling og fremtidig prognose av styringsrenten

<https://www.norges-bank.no/pengepolitikk/styringsrenten/>

Sist hentet 21.05.2018

Norges-Bank.no (2018): Valutakurser 31.12.2018

<https://www.norges-bank.no/Statistikk/Valutakurser/valuta/DKK>

<https://www.norges-bank.no/Statistikk/Valutakurser/valuta/EUR>

Sist hentet 21.05.2018

Nrk.no (02.12.2016): Nye seilingstider 2020-2025. Fjord line dobler kapasiteten

<https://www.nrk.no/vestfold/fjord-line-dobler-kapasiteten-fra-sandefjord-1.13256832>

Sist hentet 21.05.2018

Ntbinfo.no (27.08.2017): Color Line med landstrømsanlegg i alle sine havner i Norge

<https://www.ntbinfo.no/pressemelding/color-line-med-landstromanlegg-i-alle-sine-havner-i-norge?publisherId=89566&releaseId=15769379>

Sist hentet 21.05.2018

Oslobors.no (2018): Markedsaktivitet

<https://www.oslobors.no/markedsaktivitet/#/details/C:PBROUSDBR%5CSP.IDCENE/overview>

Sist hentet 21.05.2018

Pwc.no (04. 2016): Ny IFRS-standard for regnskapsføring av leieavtaler

<https://www.pwc.no/no/publikasjoner/ifrs/regnskapsforing-av-leieavtaler.pdf>

Sist hentet 21.05.2018

Pwc.no (12.2017): Risikopremien i det Norske markedet

<https://www.pwc.no/no/publikasjoner/pwc-markedsrisikopremie-2017.pdf>

Sist hentet 21.05.2018

Rederi.no (03.03.2016): Styrker NIS og nettolønn

<https://www.rederi.no/aktuelt/2016/positivt-at-regjeringen-styrker-nis-og-nettolonn/>

Sist hentet 21.05.2018

Rederi.no (23.09.2016): Klimaeffekter ved overføring av gods fra vei til sjø, skrevet av DNV-GL, på oppdrag fra norsk rederiforbund.

<https://www.rederi.no/DownloadFile/?file=128109>

Sist hentet: 21.05.2018

Regjeringen.no (Norsk transportplan 2016-2017): Norsk transportplan

<https://www.regjeringen.no/no/dokumenter/meld.-st.-33-20162017/id2546287/sec1>

Sist hentet 18.04.18

Regjeringen.no (28.02.2018): Endringer utenlandsferjer

<https://www.regjeringen.no/no/aktuelt/endringer-for-utenriksferger/id2592170/>

Sist hentet 21.05.2018

Regjeringen.no (03.03.2017): Forslag for utvidelse av fartsområde for utenriksferjer i NIS

<https://www.regjeringen.no/no/dokumenter/horing---forslag-om-utvidelse-av-fartsomrade-for-utenriksferger-i-nis/id2527649/?uid=ae8c435b-7bf6-4adf-a31f-f4382b9085b>

Sist hentet 21.05.2018

Regjeringen.no (18.09.2017): Anbud kystruten, Bergen-Kirkenes

<https://www.regjeringen.no/no/aktuelt/nytt-anbud-pa-kystruten-bergen-kirkenes-inndeling-i-tre-pakker-og-nye-miljokrav/id2571023/>

Sist hentet 21.05.2018

Reuters.com (2018): Betaverdi DFDS, Industribeta

<https://www.reuters.com/finance/stocks/financial-highlights/DFDS.CO>

Sist hentet 10.04.2018

Reuters.zendesk.com (2018): What method does Reuters use to calculate the beta displayed on your website

<https://reuters.zendesk.com/hc/en-us/articles/215714003-What-method-does-Reuters-use-to-calculate-the-beta-displayed-on-your-website->

Sist hentet 10.04.2018

Reuters.com (2018): Betaverdi Tallink Group

<https://www.reuters.com/finance/stocks/overview/TALIT.TL>

Sist hentet 10.04.2018

Sandefjord.kommune.no (02.12.2016): Tildeling av seilingsgrupper

<https://www.sandefjord.kommune.no/globalassets/naring-og-eiendom/ne-dokumenter/sandefjord-havn-seilingstider/021216/sandefjord-havn---tildeling-av-seilingstider-for-perioden-1.-januar-2020---31.-desember-2025-sandefjord-2.-desember-2016.pdf>

<https://www.sandefjord.kommune.no/naring/Seilingstider/>

Sist hentet 21.05.2018

Skatteetaten.no (2018): Om NOX-avgift

<https://www.skatteetaten.no/bedrift-og-organisasjon/avgifter/saravgifter/om/nox/>

Sist hentet 21.05.2018

Ssb.no (2018): Økning i grensehandel

<https://www.ssb.no/grensehandel/>

Sist hentet: 28.05.2018

Stockopedia.com (2018): Betaverdi Tallink Group

<https://www.stockopedia.com/share-prices/tallink-grupp-as-TAL:TALIT/>

Sist hentet 10.04.2018

Vestviken24.no (01.02.2016): Color Line kan forsvinne fra Sandefjord i 2020

https://www.vestviken24.no/vv24naringsliv/color-line-kan-forsvinne-fra-sandefjord-i-2020/s/5-83-28280?_ga=2.122775692.668237566.1519304299-286472072.1503963986

Sist hentet 28.02.18

Viover60.no (25.01.2016): Vår tids livsnytere

<https://www.viover60.no/artikler/mennesker/var-tids-livsnytere/>

Sist hentet 21.05.2018

13.4 Årsrapporter

Colorline.no (2018): Årsrapporter fra 2013 til 2017

<https://www.colorline.no/om-oss/finans>

Sist hentet: 21.05.2018

Dfds.com (2018): Årsrapporter fra 2013-2017

<https://www.dfds.com/en-gb/about/investors/reports-and-presentations>

Sist hentet 21.05.2018

Fjordline.no (2018): Årsrapporter fra 2013-2016

<https://www.fjordline.com/nb/p/finansiell-informasjon>

Sist hentet 21.05.2018

Tallink.com (2018): Årsrapporter fra 2013-2017

<https://www.tallink.com/annual-reports>

Sist hentet 21.05.2018

Vikingline.com (2018): Årsrapporter fra 2013-2017

<https://www.vikingline.com/en/investors/financial-reports/>

Sist hentet 21.05.2018

14. Tabelloversikt

- Tabell 1: Oppsummering av porters fem krefter
- Tabell 2: Oppsummering SVIMA
- Tabell 3: Oppsummering av PESTEL
- Tabell 4: Fremtidig minimum leiefordpliktelse IKT- og annet utstyr
- Tabell 5: Diskontering av minimumsbetalinger for å finne nåverdi av kapitaliserte leasingkostnader IKT- og annet utstyr
- Tabell 6: Beregnede avskrivninger og rentekostnad fra nåverdi av kapitaliserte leasingkostnader IKT- og annet utstyr
- Tabell 7: Fremtidig minimum leiefordpliktelse skip

- Tabell 8: Diskontering av minimumsbetalinger for å finne nåverdi av kapitaliserte leasingkostnader skip
- Tabell 9: Beregnede avskrivninger og rentekostnad fra nåverdi av kapitaliserte leasingkostnader skip
- Tabell 10: Kapitaliserte leasingkostnaders effekt på driftsresultat (EBIT)
- Tabell 11: Rentekostnader som følge av kapitaliserte leasingkostnader
- Tabell 12: Omgruppert balanse
- Tabell 13: Normalisert regnskap
- Tabell 14: Justering av pensjonskostnad
- Tabell 15: Justert EBIT med bunkersikring
- Tabell 16: Likviditetsgrad 1
- Tabell 17: Egenkapitalprosent
- Tabell 18: Rentedeckningsgrad
- Tabell 19: Avkastning på totalkapitalen
- Tabell 20: Egenkapitalrentabilitet
- Tabell 21: Driftsrentabilitet
- Tabell 22: Egenkapitalprosent
- Tabell 23: Avkastning på totalkapitalen
- Tabell 24: Price/Sales
- Tabell 25: Price/Earnings
- Tabell 26: Price/Book
- Tabell 27: Komparativ verdsettelse
- Tabell 28: Levered beta to Unlevered beta
- Tabell 29: Gjeldsrente Color Line
- Tabell 30: Historisk utvikling av driftsinntekter
- Tabell 31: Budsjettering i driftsinntekter
- Tabell 32: Historisk utvikling av lønnskostnader
- Tabell 33: Budsjettering av lønnskostnader
- Tabell 34: Historisk utvikling av varekostnader
- Tabell 35: Budsjettering av varekostnader
- Tabell 36: Historisk utvikling av andre driftskostnader
- Tabell 37: Budsjettering av andre driftskostnader

- Tabell 38: Historisk utvikling av avskrivninger
- Tabell 39: Budsjetterte av avskrivninger
- Tabell 40: Budsjettert EBIT
- Tabell 41: Historisk utvikling av investeringer
- Tabell 42: Budsjetterte investeringer
- Tabell 43: Historisk utvikling av arbeidskapital
- Tabell 44: Budsjettert arbeidskapital
- Tabell 45: Prognostisering av netto operasjonelle eiendeler
- Tabell 46: Prognostisering free cash flow
- Tabell 47: Verdsettelsen av Color Line
- Tabell 48: Sensitivitetsanalyse risikofrirente
- Tabell 49: Sensitivitetsanalyse vekst
- Tabell 50: Sensitivitetsanalyse beta
- Tabell 51: Sensitivitetsanalyse skatt

15. Figuroversikt

- Figur 1: Historisk utvikling og fremtidig prognose av styringsrenten
- Figur 2: Valutakurser EUR/NOK og DKK/NOK
- Figur 3: Likviditetsgrad 1
- Figur 4: Egenkapitalprosent
- Figur 5: Rentedekningsgrad
- Figur 6: Avkastning på totalkapitalen
- Figur 7: Egenkapitalrentabilitet
- Figur 8: Driftsrentabilitet
- Figur 9: Egenkapitalprosent
- Figur 10: Avkastning på totalkapitalen
- Figur 11: Gjennomsnittlig markedets risikopremie
- Figur 12: Sensitivitetsanalyse risikofrirente
- Figur 13: Sensitivitetsanalyse vekst
- Figur 14: Sensitivitetsanalyse beta
- Figur 15: Sensitivitetsanalyse skatt