

Color Line AS

Strategisk regnskapsanalyse og verdivurdering

MIRIAM RASMUSSEN &
HELENE CECILIE ANDERSEN

VEILEDER

Leif Atle Beisland

Universitetet i Agder, 2018

Handelshøyskolen v/UiA

Institutt for økonomi



Sammendrag

Formålet med denne utredningen er å foreta en verdivurdering av egenkapitalen til Color Line AS per 31.12.17, basert på regnskapsdata fra 2010 til 2017. Dette gjennomføres ved bruk av en fundamental verdsettelsesteknikk, supplert med en komparativ verdsettelse. Basert på resultatet fra de ulike verdsettelsesteknikkene, sammenlignes den estimerte verdien med selskapets bokførte verdi.

Oppgaven starter med en presentasjon av Color Line AS og nærskipfartsbransjen. Videre utføres det en strategisk analyse, hvor Color Lines posisjon i markedet og strategiske konkurransefortrinn avdekkes. Deretter analyseres selskapets underliggende økonomiske forhold gjennom en regnskapsanalyse, basert på historiske årsrapporter. Basert på de foregående analysene utarbeides selskapets prognostiserte fremtidsregnskap, som danner grunnlaget for den fundamentale verdsettelsen. Selskapets fremtidige superprofitt fra drift, sammen med det estimerte avkastningskravet på totalkapitalen, gir oss en markedsverdi av Color Lines egenkapital på 7,318 MRDNOK, noe som tilsvarer en aksjeverdi på 101,92 NOK. Det er knyttet mye usikkerhet til denne estimeringen, ettersom den er basert på en rekke antagelser om fremtiden. På grunnlag av dette gjennomføres en sensitivitetsanalyse for å teste hvordan selskapets aksjeverdi påvirkes av endringer i de mest kritiske faktorene passasjerinntekter, vekstfaktor og avkastningskrav. Resultatene fra sensitivitetsanalysen viser at aksjeprisen er relativt sensitiv overfor disse faktorene, med et verdiintervall på 84,12 til 128,54 NOK. Vi anser det derfor som rimelig at aksjeprisen vil kunne variere med omtrent 20 prosent fra det fundamentale verdierestimert. Videre utføres en komparativ verdsettelse, for å teste rimeligheten av verdierestimert fra den fundamentale verdsettelsen. Her beregnes Color Lines aksjepris til å være 72,57 NOK, men tillegges lite vekt, ettersom de utvalgte selskapene ikke anses som perfekt sammenlignbare. Den komparative verdsettelsen støtter likevel opp om at den endelige aksjeverdien vil kunne avvike noe fra våre estimeringer i den fundamentale verdsettelsen.

Endelig verdierestimert er på 101,92 NOK per aksje, noe som tilsvarer en P/B på 3,34, per 31.12.17. Likevel anser vi det som rimelig at aksjeprisen vil kunne variere med omtrent 20 prosent.

Forord

Denne utredningen er gjennomført som en avsluttende del av masterstudiet i økonomi og administrasjon ved Handelshøyskolen ved Universitetet i Agder. Oppgaven utgjør 30 studiepoeng, og er skrevet innenfor spesialiseringen økonomisk styring, våren 2018.

Verdivurderingen kombinerer teori fra regnskap, finans og strategi, noe som var avgjørende ved valg av oppgave. Denne kombinasjonen av ulike fagområder anser vi som svært relevant for fremtidig arbeidsliv. Vi ønsket å verdsette et selskap som ikke var børsnotert, og som det heller ikke var skrevet oppgaver om tidligere. Valget falt derfor på Color Line AS.

Proessen har vært preget av et variert, utfordrende, spennende og lærerikt arbeid. Vi har benyttet mye av kunnskapen vi har tilegnet oss gjennom studiet, samtidig som vi har opparbeidet oss ny kunnskap innen fagområdet. I tillegg har arbeidet gitt oss god innsikt i en bransje vi hadde begrensede forkunnskaper om.

Vi ønsker å gi en stor takk til vår veileder, Leif Atle Beisland, for svært gode råd og tilbakemeldinger gjennom arbeidsprosessen.

Kristiansand, 31. mai 2018

Helene Cecilie Andersen og Miriam Rasmussen

Innholdsfortegnelse

Sammendrag	2
Forord	3
Tabelliste	6
Figurliste	7
Appendiksliste	8
1. Innledning	9
1.1 Formål	9
1.2 Valg av selskap	9
1.3 Avgrensning	9
2. Presentasjon av Color Line AS og nærskipfartbransjen	10
2.1 Om Color Line AS	10
2.2 Konkurrenter og marked	11
2.3 Valg av komparativ bransje	12
3. Metoder for verdsettelse	14
3.1 Verdsettelsesmodeller	14
3.1.1 Fundamental verdsettelse	14
3.1.2 Komparativ verdsettelse	15
3.1.3 Opsjonsbasert verdsettelse	15
3.2 Valg av verdsettelsesmetode	16
3.3 Rammeverk for fundamental verdsettelse	18
4. Strategisk analyse	19
4.1 Ekstern analyse	19
4.1.1 PESTEL	19
4.1.2 Porters fem konkurransekrefter	26
4.2 Intern analyse	33
4.2.1 VRIO	33
5. Regnskapsanalyse	38
5.1 Klargjøring til regnskapsanalyse	38
5.1.1 Analysenivå	38
5.1.2 Analyseperiode	38
5.1.3 Analysegrunnlag	38
5.1.4 Fremgangsmåte	39
5.2 Omstrukturering av egenkapitaloppstillingen	39
5.3 Beregning av avkastning og vekst i alminnelig egenkapital	40
5.3.1 Avkastning på alminnelig egenkapital	40
5.3.2 Vekst i alminnelig egenkapital	42
5.4 Omstrukturering av balanse- og resultatregnskap	43
5.4.1 Balansen	43
5.4.2 Resultatregnskapet	45
5.5 Sammenligning av den omstrukturerte balansen og resultatregnskapet med historiske tall og komparative selskaper	46
5.5.1 Trendanalyse	47
5.5.2 «Common size» analyse	50
5.6 Lønnsomhetsanalyse	53
5.6.1 Førstegrads dekomponering	54
5.6.2 Andregrads dekomponering	57
5.7 Vekstanalyse	59
5.7.1 Vekst gjennom lønnsomhet	59

5.7.2 Vekst i alminnelig egenkapital	61
6. Risikoanalyse	63
6.1 Likviditetsanalyse	63
6.1.1 Likviditetsgrad 1	63
6.1.2 Likviditetsgrad 2	64
6.2 Soliditetsanalyse	65
6.2.1 Gjeldsgrad	65
6.2.2 Rentedekningsgrad	66
7. Avkastningskrav	68
7.1 Avkastningskrav på egenkapital (r_E)	68
7.1.1 Risikofri rente (K_{rf})	69
7.1.2 Markedsrisikopremie ($K_m - K_{rf}$)	69
7.1.3 Betaverdi (β_e)	70
7.1.4 Oppsummering av CAPM (r_E)	73
7.2 Avkastningskrav på gjeld (r_D)	73
7.3 Avkastningskrav på totalkapital (r_F)	74
8. Prognostisering av fremtiden	75
8.1 Valg av prognostiseringsperiode	75
8.2 Estimering av driftsresultat fra normal drift	75
8.2.1 Driftsinntekter	75
8.2.2 Driftskostnader	78
8.2.3 Oppsummering driftsresultat fra normal drift	80
8.3 Estimering av netto operasjonelle eiendeler	81
8.3.1 Operasjonelle eiendeler	81
8.3.2 Operasjonell gjeld	84
8.3.3 Oppsummering operasjonelle balanseposter	85
8.4 Estimering av fremtidig RNOA	86
9. Fundamental verdsettelse	87
9.1 Superprofitt fra drift	87
9.1.1 Terminalverdi	87
9.1.2 Beregning av egenkapitalverdi	88
9.2 Fri kontantstrøm	89
9.3 Sirkulær metode	89
10. Sensitivitetsanalyse	91
10.1 Avkastningskrav på totalkapitalen og vekstfaktor	91
10.2 Passasjerinntekter	92
10.3 Oppsummering sensitivitetsanalyse	93
11. Komparativ verdsettelse	94
11.1 P/B	94
11.2 P/S	95
11.3 P/E	95
11.4 EV/EBIT	96
11.5 EV/EBITDA	96
11.6 Oppsummering komparativ verdsettelse	97
12. Konklusjon	98
Bibliografi	99
Appendiks	107
Refleksjonsnotater	119

Tabelliste

Tabell 1: Oversikt over fergeselskap som opererer mellom Norge og utlandet (basert på selskapenes bookingsider)	13
Tabell 2: Oppsummering VRIO	36
Tabell 3: Omstrukturering av egenkapitaloppstillingen, tall i 1000 NOK	39
Tabell 4: Avkastning på CSE (ROCE), tall i 1000 NOK	41
Tabell 5: ROCE komparativ bransje	41
Tabell 6: Prosentvis vekst i alminnelig CSE, tall i 1000 NOK	42
Tabell 7: Prosentvis vekst i alminnelig CSE, komparativ bransje	43
Tabell 8: Omstrukturert balanse, tall i 1000 NOK	44
Tabell 9: Omstrukturert resultatregnskap, tall i 1000 NOK	45
Tabell 10: Trendanalyse av omstrukturert balanse	47
Tabell 11: Trendanalyse av omstrukturert resultatregnskap	48
Tabell 12: «Common size» resultatregnskap, komparativ bransje	50
Tabell 13:» Common size» balanse, komparativ bransje	52
Tabell 14: Avkastning på netto operasjonelle eiendeler (RNOA)	54
Tabell 15: Avkastning på operasjonelle eiendeler (RNOA), komparativ bransje	55
Tabell 16: Finansiell gjeldsgrad (FLEV) og operasjonell spredning (SPREAD)	56
Tabell 17: Finansiell gjeldsgrad (FLEV) og operasjonell spredning (SPREAD), komparativ bransje	56
Tabell 18: Avkastning på netto operasjonelle eiendeler (kjerne RNOA)	57
Tabell 19: Kjerneprofittmargin (kjerne PM)	57
Tabell 20: Kjerneprofittmargin (kjerne PM), komparativ bransje	58
Tabell 21: Eiendelens omløpshastighet (ATO)	58
Tabell 22: Eiendelenes omløpshastighet (ATO), komparativ bransje	58
Tabell 23: Endring i RNOA: endring kjerne PM, ATO og unormale poster, tall i 1000 NOK	60
Tabell 24; Endring i ROCE: endring i RNOA, FLEV og SPREAD	61
Tabell 25: Vekst i alminnelig egenkapital, tall i 1000 NOK	62
Tabell 26: Rentedekningsgrad	66
Tabell 27: Oppsummering av betaverdier	73
Tabell 28: Historiske salgsinntekter fra normal drift, tall i 1000 NOK	76
Tabell 29: Historiske passasjerinntekter, tall i 1000 NOK	76
Tabell 30: Prognostiserte passasjerinntekter, tall i 1000 NOK	77
Tabell 31: Endring i historisk avskrivningskostnad, tall i 1000 NOK	79
Tabell 32: Prognostisering av avskrivninger, tall i 1000 NOK	80
Tabell 33: Prognostisert netto driftsresultat (normal drift), tall i 1000 NOK	80
Tabell 34: Prognostisert kjerne PM, tall i 1000 NOK	81
Tabell 35:Historisk utvikling i operasjonelle eiendeler, tall i 1000 NOK	81
Tabell 36: Prognostisering av programvare og lisenser, tall i 1000 NOK	82
Tabell 37: Prognostisering av tomter, bygg o.a. fast eiendom, tall i 1000 NOK	82
Tabell 38: Prognostisering av inventar og utstyr, tall i 1000 NOK	83

Tabell 39: Prognostisering av skip, tall i 1000 NOK	83
Tabell 40: Prognostisering av investering i tilknyttet selskap, tall i 1000 NOK	83
Tabell 41: Historisk utvikling i operasjonell gjeld, tall i 1000 NOK	84
Tabell 42: Prognostisert NOA, tall i 1000 NOK	85
Tabell 43: Prognostisert ATO, tall i 1000 NOK	86
Tabell 44: Prognostisert RNOA	86
Tabell 45: Estimert egenkapitalverdi, Superprofitt-fra-drift-modellen, tall i 1000 NOK	88
Tabell 46: Estimert egenkapitalverdi, Fri kontantstrøm modellen, tall i 1000 NOK	89
Tabell 47: Sirkulær metode, tall i 1000 NOK	90
Tabell 48: Sensitivitetsanalyse, avkastningskrav og vekstfaktor	92
Tabell 49: Sensitivitetsanalyse, vekst i antall passasjerer og vekst i inntjening per kunde	93
Tabell 50: P/B	95
Tabell 51: P/S	95
Tabell 52: P/E	95
Tabell 53: EV/EBIT	96
Tabell 54: EV/EBITDA	97
Tabell 55: Gjennomsnitt multipler	97

Figurliste

Figur 1: Driftsmargin for ulike segmenter innenfor nærskipsfartnæringen (Maritimt Forum, http://www.708090.no/bransjer/rederier/ , 2015)	11
Figur 2: Rammeverk for fundamental analyse (Penman, 2013, s. 85)	18
Figur 3: Makroomgivelser i en PESTEL-analyse (basert på Grünig og Kühn, 2015).	19
Figur 4: Utviklingen i styringsrenten i Norge fra 2010-2020 (Norges Bank, http://www.norges-bank.no/pengepolitikk/Styringsrenten/ , 2018b)	22
Figur 5: Utviklingen i valutakursene fra 2010-2017 (basert på data fra Norges Bank, 2018c)	22
Figur 6: Porters fem konkurransekrefter (basert på Porter, 2008)	27
Figur 7: Transportmiddel til Norge fordelt per feriereisende og forretningsreisende (Innovasjon Norge, Nøkkeltall for norsk turisme, 2017, s.53)	29
Figur 8: VRIO-analyse (basert på Grünig og Kühn, 2015)	33
Figur 9: Kundetilfredshet (basert på tall fra Handelshøyskolen BI, 2018)	34
Figur 10: Kundelojalitet (basert på tall fra Handelshøyskolen BI, 2018)	34
Figur 11: Dekomponering av ROCE, Penman (2013), s.366	54
Figur 12: Likviditetsgrad 1	64
Figur 13: Likviditetsgrad 2	65
Figur 14: Gjeldsgrad	66
Figur 15: Betaverdi, regnskapsmessig metode	70
Figur 16: Betaverdi DFDS Seaways	72

Appendiksliste

Appendiks 1: Opprinnelig balanse Color Line, tall i 1000 NOK	107
Appendiks 2: Opprinnelig resultatregnskap Color Line, tall i 1000 NOK	108
Appendiks 3: Omstrukturert balanse Fjord Line, tall i 1000 NOK	109
Appendiks 4: Omstrukturert resultatregnskap Fjord Line, tall i 1000 NOK	110
Appendiks 5: Omstrukturert EK Fjord Line, tall i 1000 NOK	110
Appendiks 6: Omstrukturert balanse Stena Line, tall i MSEK	111
Appendiks 7: Omstrukturert resultat Stena Line, tall i MSEK	112
Appendiks 8: Omstrukturert EK Stena Line, tall i MSEK	113
Appendiks 9: Omstrukturert resultat DFDS Seaways, tall i 1000 DKK	113
Appendiks 10: Omstrukturert balanse DFDS Seaways, tall i 1000 DKK	114
Appendiks 11: Omstrukturert EK DFDS Seaways, tall i MDKK	115
Appendiks 12: «Common size» av resultatregnskap, Color Line	115
Appendiks 13: «Common size» av balanse, Color Line	116
Appendiks 14: Beregning av betaverdi, regnskapsmessig metode	116
Appendiks 15: Beregning av betaverdi, DFDS Seaways	117
Appendiks 16: Netto finansiell gjeld Fjord1, tall i 1000 NOK	118
Appendiks 17: Netto finansiell gjeld Viking Line, tall i MEUR	118

1. Innledning

1.1 Formål

Formålet med denne utredningen er å foreta en verdivurdering av egenkapitalen til Color Line AS per 31.12.17, basert på regnskapsdata fra 2010 til 2017. Metoden som skal benyttes er en fundamental verdsettelsesteknikk supplert med en komparativ verdsettelse. Ettersom selskapet ikke er notert på børs, vil vår estimerte egenkapitalverdi sammenlignes med selskapets bokførte egenkapitalverdi per 31.12.17.

1.2 Valg av selskap

Ved valg av selskap var den mest avgjørende faktoren at selskapet ikke var børsnotert, i tillegg til at det ikke var skrevet oppgaver om selskapet tidligere. Ettersom en verdsettelsesoppgave baseres på offentlig tilgjengelig informasjon, var vi avhengige av et selskap som hadde tilstrekkelig med informasjon for å kunne gjennomføre verdsettelsen. Color Line AS oppfylte alle disse kriteriene. I tillegg hadde vi gode assosiasjoner til selskapet, ettersom selskapet er en synlig del av næringslivet på Sørlandet. Vi synes derfor det var interessant å undersøke de underliggende forholdene i selskapet og bransjen det opererer i.

1.3 Avgrensning

Color Group AS består av to datterselskap som er direkte eid av morselskapet, Color Line AS og Color Hotel AS, i tillegg til flere datterselskap som er indirekte eid. I årsrapportene er det konserntallene som blir presentert og det er liten informasjon knyttet til de enkelte datterselskapene/forretningsområdene. På bakgrunn av dette, i tillegg til at Color Hotel AS utgjør en minimal andel av morselskapets egenkapital, velger vi å benytte konserntallene i regnskapsanalysen. I den strategiske analysen vil vi fokusere på passasjer- og fraktvirksomheten til Color Line AS.

Oppgaven baseres på offentlig tilgjengelig informasjon per 31.12.17, ettersom det hele tiden kommer ny informasjon som kan påvirke analysene.

2. Presentasjon av Color Line AS og nærskipfartbransjen

2.1 Om Color Line AS

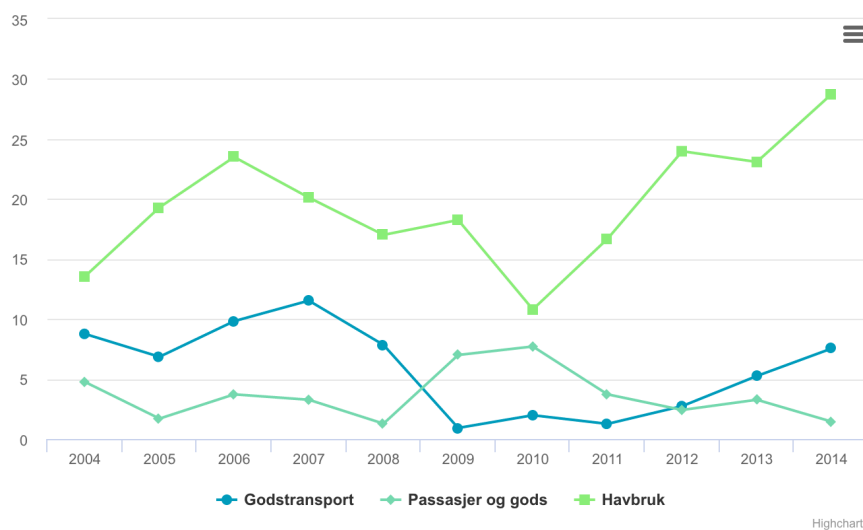
Color Line AS er Norges største rederi innenfor nærskipfart (Color Line, 2018c). I henhold til Norsk Havneforening (2012) er nærskipfart, også omtalt som Short Sea, en samlebetegnelse for ulike frakteskip og passasjerferjer. Color Line AS er heleid av det norske aksjeselskapet O.N. Sunde, hvor Color Group AS er morselskapet i konsernet. Selskapets historie går helt tilbake til 1861, når fergeforbindelsen mellom Kristiansand og Frederikshavn ble opprettet (Color Line, 2018b). Historien fortsetter i 1961 når Jahre Line, eid av Kosmos AS, opprettet de første linjene mellom Oslo og Kiel. Den 12. september 1990 ble Color Line etablert etter sammenslåingen og navneendringen av de to Kosmos selskapene Jahre Line og Norway Line. På samme tid overtok selskapet fergeaktivitetene til det nåværende norsk-eide cruiserederiet, Fred. Olsen Cruise Lines. Dette var med på å styrke Color Lines posisjon i markedet, og på 1990-tallet overtok selskapet virksomheten til Scandi Line og Larvik Line, inkludert Color Hotel Skagen.

I dag opererer Color Line med seks skip, på fire ulike linjer mellom Norge, Sverige, Danmark og Tyskland. Selskapet tilbyr hovedsakelig person- og godstransport, og transporterer i underkant av fire millioner passasjerer, 900 000 personbiler og 175 000 trailere hvert år. I tillegg tilbyr selskapet hoteller, restauranter, butikker, underholdning og turproduksjon. Color Line har i løpet av de senere årene investert i ny teknologi, produktutvikling og kostnadseffektivisering (Color Line, 2018c). Dette er den ny-signerte avtalen med Ulstein verft, om bygging av verdens største plug-in hybridskip, et godt eksempel på. Skipet vil bli benyttet på linjen mellom Sandefjord og Strømstad, og vil kunne frakte om lag 2 000 mennesker og 500 biler. Det foreløpige navnet er Color Hybrid og vil ferdigstilles i juni 2019. I tillegg har selskapet innført Wi-Fi tilgang om bord på alle skip og et nytt booking- og innsjekks system, som involverer automatisk innsjekk for både gående og kjørende passasjerer. I enkelte havner er det også etablert en løsning hvor en nummerplategjenkjenning effektiviserer bilinnsjekken. Color Line arbeider også med å bli mer miljøvennlig. Selskapet har i dag landstrømanlegg i alle fire havner selskapet trafikkerer i Norge. Dette er med på å redusere utslippet av både CO₂, NO_x, SO_x og støy.

2.2 Konkurrenter og marked

Det finnes omtrent 1 000 fartøy i bransjen for nærskipsfart, deriblant 500 frakteflåter, 350 ferger og 160 skip (Flaaten, 2017; Maritimt Forum, 2017). Disse fartøyene frakter varer og passasjerer både innenlands i Norge og ut til andre europeiske havner, og spiller en sentral rolle i transportsystemet. I Europa skjer rundt 40 prosent av transporten via sjøveien, mens innenlandstransporten i Norge ligger litt høyere, på 42 prosent (Norsk havneforening, 2012). I følge Norsk Havneforening (2012) bidrar bransjen til å effektivisere logistikk- og transportløsninger, da ett enkelt skip kan frakte volumet til flere hundre lastebiler (Norsk havneforening, 2012). I tillegg bidrar nærskipsfarten i stor grad til sysselsetting, med sine 14 000 ansatte i 2015 (Maritimt Forum, 2017).

Rapporten fra Maritimt Forum (2017) viser også at nærskipsfartbransjen var eneste rederigruppe i vekst i 2015. Omsetningen i bransjen var på 36 milliarder kroner, noe som tilsvarte en andel på 12 prosent av rederienes totale omsetning. Likevel ser det ut som det er store utfordringer knyttet til bransjen. I følge rapporten fra Norsk Havneforening (2012) har utviklingen av innenlandske transportytelser via sjøveien gått i feil retning de siste 50 årene, i 1960 var andelen på hele 70 prosent, mens den i 2006 var på 46 prosent. Rapporten hevder nærskipsfarten har tapt markedsandeler til transport som foregår på land, selv om det har vært en økning i både transportarbeidet og transportbehovet. Dette betyr at folk velger landtransport fremfor sjøtransport. I tillegg kjennetegnes bransjen av svært varierende, men relativt lave marginer (Maritimt Forum, 2015).



Figur 1: Driftsmargin for ulike segmenter innenfor nærskipsfartnæringen (Maritimt Forum, <http://www.708090.no/bransjer/rederier/>, 2015)

Figuren ovenfor viser utviklingen i driftsmarginene for de ulike segmentene innenfor nærskipfartbransjen i 2014. Passasjertrafikken, som er det største segmentet med omtrent 20 milliarder i omsetning, hadde den laveste driftsmarginen på én prosent. Videre omsatte godstransporten, som er det nest største segment innenfor nærskipstransporten, for 12 milliarder kroner og hadde en driftsmargin på syv prosent. Det siste segmentet havbruk, er det minste segmentet med en omsetning på to milliarder og hadde den desidert største og høyest voksende marginen på 29 prosent.

Til slutt, en utfordring i bransjen er at konkurrentene er både innenlandske og utenlandske (Norsk havneforening, 2012). I følge en rapport utarbeidet av Maritimt Forum (2017) er Color Line, Torghatten, Fjord1 og Hurtigruten, de største aktørene i Norge som frakter passasjerer, basert på tall fra 2015. Vi anser også Fjord Line som en stor konkurrent til Color Line, ettersom de opererer på de samme rutene til både Danmark og Sverige, i tillegg til at de frakter passasjerer innenlands (Fjord Line, 2017). I tillegg til Fjord Line, finnes det en rekke store aktører som konkurrerer i det europeiske markedet, deriblant DFDS Seaways og Stena Line, som konkurrerer med Color Line på linjen mellom Norge og Danmark (Direct Ferries, 2018).

2.3 Valg av komparativ bransje

Ved valget av den komparative bransjen for Color Line har vi vektlagt å finne en kombinasjon av de store norske og internasjonale aktørene, for å få et best mulig bilde av konkurransesituasjonen Color Line befinner seg i (Maritimt Forum, 2017). Ettersom Color Line har mange konkurrenter, har vi valgt å vektlegge selskapene som opererer på de samme rutene fra Norge til utlandet. Vi anser derfor Fjord Line, DFDS Seaways og Stena Line som Color Lines komparative bransje.

DFDS Seaways

DFDS Seaways er en del av DFDS Seaways gruppen, som ble stiftet i 1866. Selskapet anses som et av Danmarks største selskaper, samt et av Nord-Europas ledende rederier (DFDS Seaways, 2018). Selskapet tilbyr transport av passasjerer og gods i Europa, hovedsakelig via sjøveien, men også på land. Hvert år fraktes omtrent 7 millioner passasjerer og 8 000 cargo kunder. DFDS Seaways gruppen har mer enn 7 000 ansatte fordelt på 20 land. Selskapet er det eneste rederiet i Norge som tilbyr sjøreise mellom Oslo og København. DFDS er notert på den danske børs og aksjeprisen per 29.12.17 er på 331,3 DKK (Nordnet, 2018).

Fjord Line

Fjord Line er et norskeid rederi som ble stiftet i 1993 og tilbyr daglige avganger mellom Norge, Sverige og Danmark (Fjord Line, 2018). Selskapet har en relativt ny skipsflåte bestående av fire skip som kan frakte både passasjerer og gods. Hvert år frakter selskapet i overkant av 1,3 millioner passasjerer. Fjord Line har i dag omtrent 600 ansatte fordelt mellom de tre landene. Selskapet har vært i vekst de siste årene, noe som kan observeres gjennom en større skipsflåte, flere ruter og økte passasjertall (Fjord Line, 2017).

Stena Line

Stena Line ble etablert i Sverige i 1962, og anses i dag som et av Europas største fergeselskap, med 6 000 ansatte og 34 skip som opererer på 22 ulike linjer i Europa (Stena Line, 2018b). Stena Line frakter omtrent 7 millioner passasjerer, 2 millioner biler og 2 millioner fraktenheter, og tilbyr både cruise og «vanlig» passasjer- og godstransport (Stena Line, 2018a). Selskapet er en del av Stena AB konsernet, som har mange ulike forretningsområder: fergevirksomhet, frakt, boring, finans, forretningseiendommer og utvikling av nye virksomhetsområder. På grunn av de mange forretningsområdene er Stena Line det selskapet i den komparative bransjen som skiller seg mest fra Color Line. Likevel anser vi selskapet som sammenlignbart, ettersom de største forretningsområdene er fergevirksomhet og frakt.

Tabell 1 viser en oversikt over rutene fra Norge til utlandet tilbudt av Color Line og konkurrentene, samt skip, byggeår og daglige avganger.

Selskap	Rute	Skip	Byggeår	Daglige avganger
Color Line	Oslo-Kiel	M/S Color Fantasy	2004	Annenhver dag
		M/S Color Magic	2007	Annenhver dag
	Sandefjord-Strømstad	M/S Color Viking	1985	2
		M/S Bohus	1971	2
	Larvik-Hirtshals	M/S SuperSpeed 2	2007	2
Kristiansand-Hirtshals	M/S SuperSpeed 1	2007	2	
DFDS Seaways	Oslo-København	Pearl Seaways	1989	Annenhver dag
		Crown Seaways	1994	Annenhver dag
Stena Line	Oslo-Frederikshavn	Stena Saga	1981	1
Fjord Line	Bergen-Stavanger-Hirtshals-Langesund	MS Stavangerfjord	2013	1
		MS Bergensfjord	2014	1
	Kristiansand-Hirtshals	HSC Fjord Cat	1998	April-Juni: 2 Juni-August: 3 August-September: 2 September-Juni: 0
	Sandefjord-Strømstad	MS Oslofjord	1993	2

Tabell 1: Oversikt over fergeselskap som opererer mellom Norge og utlandet (basert på selskapenes bookingsider)

3. Metoder for verdsettelse

3.1 Verdsettelsesmodeller

I følge Damodaran (2012) finnes det i hovedsak tre ulike metoder for verdsettelse: fundamental, komparativ og opsjonsbasert. Det finnes ingen fasit på hvilken metode som bør benytte, men valget vil blant annet være avhengig av hvor unikt selskapet er, hvilken fase i livssyklusen selskapet befinner seg i, bransjen de operer i, tilgjengelighet på markedsverdier, tidshorisont og selve årsaken til at verdsettelsen blir gjennomført (Kaldestad & Møller, 2011). I tillegg vil valget være avhengig av tilgjengelige ressurser. De ulike metodene skiller seg fra hverandre i grad av kompleksitet, og dermed kostnadsstørrelse. I følge Penman (2013) må analytikere velge metode med tanke på kostnader og fordeler, ved å veie enkelhet opp mot kostnadene ved å ignorere kompleksitet.

3.1.1 Fundamental verdsettelse

Den fundamentale verdsettelsen danner grunnlaget for de andre verdsettelsesmetodene, ettersom metoden undersøker selskapets underliggende forhold og historikk i dybden (Damodaran, 2012). I følge Penman (2013) bør man benytte en fundamental verdsettelse ettersom den gir en helhetlig tilnærming. Ulempen er at metoden er svært tids- og kostnadskrevende, på grunn av det store og nødvendige informasjonsbehovet. I tillegg, på grunn av de mange vurderingene som foretas, kan metoden være preget av subjektive og skjønnsmessige vurderinger, noe som fører til usikkerhet i verdierestimaterne. I følge Damodaran (2012) er metoden best egnet for selskap som er i en moden og stabil fase, for å redusere usikkerheten.

Ved å benytte fundamental verdsettelse som metode, beregnes nåverdien til et selskap ved å diskontere estimert fremtidig avkastning (Penman, 2013). Estimeringen av den fremtidige avkastningen baseres på en analyse av selskapets underliggende økonomiske forhold. Vi skiller mellom to hovedtilnærminger innenfor den fundamentale verdsettelsen: egenkapitalmetoden og totalkapitalmetoden. Metodene er noe ulike i fremgangsmåten, men skal gi samme verdierestimat ved konsistent bruk (Kinserdal, 2017). Ved bruk av egenkapitalmetoden beregnes verdien som tilfaller eierne. Egenkapitalen blir verdsatt direkte ved å diskontere estimert avkastning fra egenkapitalen. Ved bruk av totalkapitalmetoden beregnes verdien til selskapet som helhet, og egenkapitalen verdsettes indirekte. Her diskonteres den estimerte avkastningen som er tilgjengelig for totalkapitalen, og korrigeres for rentebærende gjeld og

minoritetsinteresser. I det følgende presenteres en liste over de mest brukte modellene innenfor den fundamentale verdsettelsen (Penman, 2010):

Direkte verdsettelsesmodeller:

- Dividende
- Superprofitt (Re)
- Abnormal Earnings Growth (AEG)

Indirekte verdsettelsesmodeller:

- Frie kontantstrømmer (FCF)
- Superprofitt fra drift (ReOI)
- Abnormal Operating Income Growth (AOIG)

3.1.2 Komparativ verdsettelse

I følge Penman (2013) må fordelene ved å bruke en bestemt verdsettelsesmodell være større enn kostnadene, i tillegg til å danne et bedre bilde enn de alternative metodene. Sammenlignet med en fundamental verdsettelse er en komparativ verdsettelse rimeligere å anvende på grunn av et minimalt behov for informasjon. Ved bruk av multiplikatormodellen blir virksomhetens verdier estimert fastsatt på grunnlag av markedsverdiene til ulike verdidrivere hos sammenlignbare selskaper. Eksempler på ofte brukte multiplikatorer er *price-to-book value* (P/B), *price-to-sales* (P/S), *price-to-earnings* (P/E), *enterprise value to earnings before interests and taxes* (EV/EBIT), *enterprise value to earnings before interests, taxes, depreciation and amortization* (EV/EBITDA). Et problem med metoden er at det ofte er vanskelig å finne gode sammenlignbare selskaper, noe som fører til usikkerhet i beregningene med tanke på at risiko og vekstmuligheter blir ignorert. Likevel benyttes metoden ofte på grunn av de store tids- og kostnadsbesparelsene.

3.1.3 Opsjonsbasert verdsettelse

Damodaran (2012) argumenterer for at den fundamentale verdsettelsen vil kunne undervurdere selskapets verdi ettersom den ikke hensyntar verdien av selskapets opsjoner. Vi skiller mellom finansielle opsjoner og realopsjoner. De finansielle opsjonene kan være avtaler om kjøp og salg av aksjer eller obligasjoner. Realopsjoner er knyttet til driften av selskapet, og kan være avgjørelser om nedleggelse eller utvidelse av drift, utsettelse av investeringer, eller utnyttelse av naturlige ressurser og patenter. I følge Damodaran (2012) kan ligge store verdier i den

fremtidige retten til å gjøre en opsjon gjeldene, og at det derfor kan være hensiktsmessig å supplere den fundamentale verdsettelsen med en opsjonsbasert verdsettelse. Selskapets verdiesimat blir da nåverdien av den fremtidige avkastningen supplert med nåverdien av selskapets opsjoner. Problemer knyttet til metoden kan være tilgjengelighet av nødvendig informasjon, dobbeltinnregning av opsjonene, og evnen til å skille muligheter og opsjoner fra hverandre. En opsjonsbasert verdsettelse vil være mest relevant å benytte i bransjer hvor det er stor usikkerhet knyttet til fremtidig utvikling.

3.2 Valg av verdsettelsesmetode

I følge Damodaran (2012) er prinsippene ved å verdsette et ikke-børsnotert selskap de samme som for børsnoterte selskap, men det vil være problemer knyttet til estimeringen av den fremtidige avkastningen i en fundamental verdsettelse. Det finnes ofte mindre tilgjengelig informasjon og større frihet knyttet til regnskapsprinsipper. Denne utfordringen vil bli redusert ettersom både Color Line og de komparative selskapene følger regnskapsstandarden IFRS, og har mye tilgjengelig informasjon gjennom deres årsrapporter og omtale i media. I tillegg vil det, i følge Damodaran (2012), være problemer knyttet til estimeringen av enkelte parametere, som for eksempel beta, ettersom man normalt sett benytter markedspriser.

Som nevnt innledningsvis i dette kapittelet er det flere faktorer som påvirker valg av metode. Hvilken fase i livssyklusen selskapet befinner seg i, er én av disse faktorene. Color Line ble stiftet i 1990 og har en historie helt tilbake til 1800-tallet. Ved å studere utviklingen i selskapets regnskapstall, sammen med den lange historien, anser vi Color Line som et modent selskap. I tillegg er tilgjengelig informasjon en faktor som må vurderes. På tross av at Color Line ikke er børsnotert, finnes det mye finansiell informasjon om selskapet. Det er derfor mulig å analysere historikken og de underliggende forholdene i selskapet. Disse faktorene støtter opp om å velge en fundamental verdsettelse.

I følge Damodaran (2012) og Penman (2013) bør man supplere med flere verdsettelsesteknikker for å danne et best mulig estimat på selskapets verdi. Dette blir spesielt viktig i vårt tilfelle, ettersom det er mer usikkerhet knyttet til den fundamentale verdsettelsen av ikke-børsnoterte selskap. Både opsjonsbasert verdsettelse og komparativ verdsettelse er mye brukt, ettersom de er enkle å bruke, behovet for informasjon er lite og er uten bruk av prognoser. Vi anser den opsjonsbaserte verdsettelsen som vanskelig å benytte i vårt tilfelle, på grunn av lite informasjon

om Color Lines opsjoner, i tillegg til metodens relevans i bransjen selskapet operer i. Et kriterium for å benytte en komparativ verdsettelse er at det finnes markedsverdier på de komparative selskapene, i tillegg til at størrelse og vekst skal være relativt lik. I vår valgte komparative bransje for Color Line, er det kun DFDS Seaways som er børsnotert. For å kunne anvende en komparativ verdsettelse, må vi derfor se på markedsverdiene til selskap utenfor vår valgte komparative bransje. Dette omtaler vi nærmere i kapittel 11.

Basert på drøftelsen ovenfor velger vi å benytte en fundamental verdsettelse som hovedmetode i denne oppgaven og supplere med en komparativ verdsettelse.

Som nevnt under punkt 3.1.1 finnes det en rekke modeller for verdivurdering innenfor den fundamentale verdsettelsen. I følge Kaldestad og Møller (2011) og Penman (2013) bør superprofitt fra drift benyttes. I tillegg vet vi at frie kontantstrømmer er mye benyttet i praksis (Kaldestad & Møller, 2011; Penman, 2013; Titman & Martin, 2014). På grunnlag av dette har vi valgt å gjennomføre verdsettelsen ved bruk av modellen superprofitt fra drift. I tillegg vil vi vise at verdiestimatet vil bli det samme ved bruk av frie kontantstrømmer.

Superprofitt fra drift

Superprofitt-fra-drift-modellen tar utgangspunkt i balanseført verdi av egenkapitalen på verdsettelsestidspunktet, tillagt summen av fremtidige superprofitter til egenkapitalen (Penman, 2013). I følge Penman (2013) er det mange fordeler med denne modellen, ettersom den fokuserer på verdidriverne lønnsomhet og vekst, planleggingsperioden er kort, og kan benyttes ved de fleste regnskapsstandarder. I tillegg er verdsettelsen mindre avhengig av terminalverdien i verdiestimatet, noe som reduserer usikkerheten. Ulempen med modellen er at den krever forståelse av periodiseringer, i tillegg til at den er avhengig av regnskapstall som kan være påvirket av skjønsmessige vurderinger.

Frie kontantstrømmer

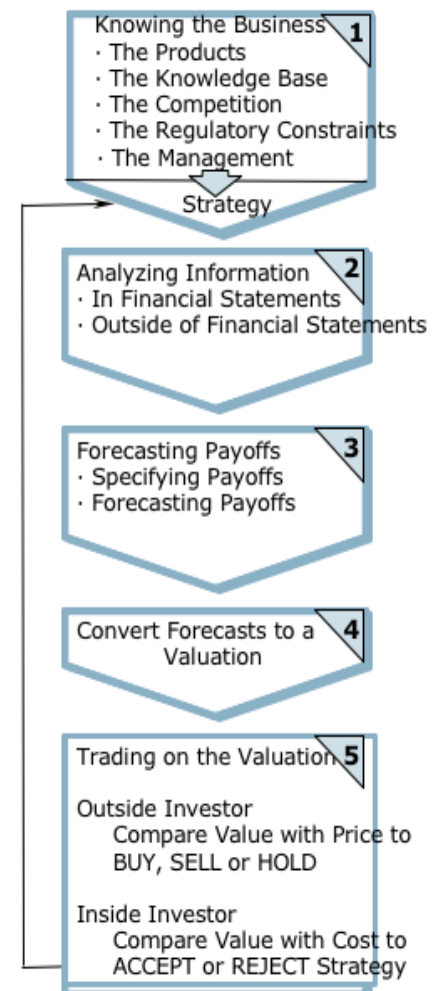
I følge Kaldestad og Møller (2011) er verdien av et selskap bestemt av de diskonterte, fremtidige kontantstrømmene. Ettersom vi ønsker verdien av selskapets egenkapital, er det nødvendig å trekke fra selskapets netto finansielle gjeld. Penman (2013) argumenterer for at modellen benytter et kjent begrep innenfor økonomisk teori, kontantstrømmer, i tillegg til at modellen ikke blir påvirket av regnskapsregler. Det negative med modellen er at den ikke fanger opp verdiskapning på kort sikt, ettersom investeringer reduserer kontantstrømmene. Dette

medfører et behov for en lengre tidshorison for prognostiseringen. I motsetning til superprofitt-fra-drift-modellen utgjør terminalverdien en stor del av verdiestimatet, noe som innebærer stor usikkerhet.

3.3 Rammeverk for fundamental verdsettelse

Den fundamentale verdsettelsen vil ta utgangspunkt i rammeverket utarbeidet av Penman (2013). Rammeverket tar utgangspunkt i fem ulike steg, presentert i figur 2.

Hovedformålet i det første steget er å få kjennskap til selskapet og bransjen den opererer i, gjennom en strategisk analyse. Dette er nødvendig for å kunne foreta en videre verdsettelse av selskapet. I steg to blir det utført en analyse av den finansielle informasjonen, basert på tidligere årsrapporter for Color Line. På bakgrunn av de foregående analysene, blir det i steg tre foretatt en prognostisering av fremtidsregnskapet for selskapet. Selve verdsettelsen blir foretatt i steg fire, hvor det estimerte fremtidsregnskapet blir omgjort til en verdi for selskapet. I det siste steget, steg fem, skal man i utgangspunktet komme en kjøps- eller salg anbefaling basert på aksjens børsverdi (per 31.12.17), men ettersom Color Line er et ikke-børsnotert selskap vil vi foreta en sammenligning med selskapets bokførte verdi per 31.12.17.



Figur 2: Rammeverk for fundamental analyse (Penman, 2013, s. 85)

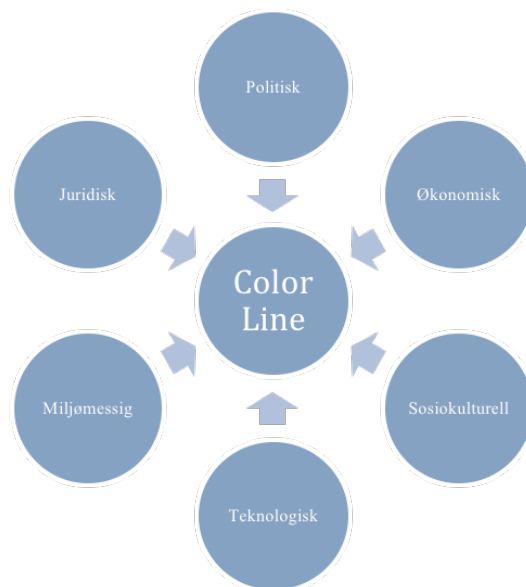
4. Strategisk analyse

I dette kapittelet vil vi foreta en analyse av Color Lines strategiske posisjon i nærskipfartsbransjen, samt avdekke hvilke forhold som trolig kommer til å påvirke bransjen i fremtiden. Dette vil gi et bedre grunnlag for beregningen av den fremtidige avkastningen som blir foretatt senere i den fundamentale verdivurderingen. I den strategiske analysen vil vi analysere forhold både eksternt og internt i selskapet, som kan ha en påvirkning på selskapets lønnsomhet. Vi vil først ta for oss de eksterne forholdene på makronivå gjennom en PESTEL-analyse. Deretter avdekkes de bransjespesifikke konkurransekraftene ved hjelp av Porters fem konkurransekrefter. Til slutt tar vi for oss de interne forholdene, ved å analysere Color Lines ressurser gjennom en VRIO-analyse. Vi benytter denne kombinasjonen av modeller for å danne et best mulig og helhetlig bilde av konkurransesituasjonen Color Line befinner seg i.

4.1 Ekstern analyse

4.1.1 PESTEL

Ved å benytte en PESTEL-analyse kan vi avdekke hvilke makroomgivelser som påvirker Color Lines posisjon i markedet, og dermed bedriftens potensial og vekst i fremtiden (Grünig & Kühn, 2015). De ulike makroomgivelsene som inngår i analysen er: politiske, økonomiske, sosiokulturelle, teknologiske, juridiske og miljømessige forhold.



Figur 3: Makroomgivelser i en PESTEL-analyse (basert på Grünig og Kühn, 2015).

Politiske og juridiske forhold

De politiske og juridiske forholdene som påvirker Color Line er sterkt knyttet til hverandre og vi vil derfor vurdere disse under ett. Fellesbetegnelsen for begge forholdene er at de innebærer ulike incentiver og sanksjoner fra myndighetene, for å styre bransjen i en bestemt retning. Vi har valgt å fokusere på avgifts- og finansieringsordninger og internasjonale avtaler.

I dag er Color Line det eneste rederiet med passasjerskip i fast rute mellom Norge og utlandet, som seiler under norsk flagg og er registrert i det norske skipsregisteret, NOR (Rosa, 2017). For et rederi under NOR er det gitt et krav fra norske myndigheter om at mannskapet skal arbeide under norske lønns- og arbeidsvilkår (Sjøfartsdirektoratet, 2018). I starten av 2017 varslet Color Line at de ønsker å flytte hele virksomheten til Danmark, dersom de ikke får registrere seg i det internasjonale skipsregisteret, NIS (Rosa, 2017). Color Line mener det er lite konkurransedyktig å seile under norsk flagg, på grunn av de høye lønnskostnadene, selv med dagens nettolønnsordninger. Fordelen ved registrering i NIS er at selskapene kan ansatte utenlandske arbeidstakere på lokale lønns- og arbeidsvilkår. For Color Line vil dette medføre at omtrent 700 ansatte på de to Kiel-fergene kan flagges ut til andre land, hvor arbeidskraften er billigere. Som svar på dette la regjeringen frem et forslag om utvidelse av fartsområde for utenriksferger i NIS, i håp om å redde omtrent 2 500 arbeidsplasser som ville stått i fare dersom Color Line flyttet virksomheten til Danmark. Forslaget har møtt mye kritikk, spesielt fra sjøfolk som ønsker å bevare de norske arbeidsplassene og utenlandske rederier som mener at utflaggingen vil føre til økt press i bransjen. Kritikerne mener «trusselen» fra Color Line om drift i Danmark ikke er reell, ettersom selskapets fordeler ved å fortsette å seile under norsk flagg er større enn kostnadsbesparelsene i Danmark. Mange eksperter mener likevel det er stor sannsynlighet for at forslaget får gjennomslag i regjeringen, ettersom staten vil ha store kostnadsbesparelser ved at dagens nettolønnsordning faller bort.

Fra og med 2018 har regjeringen innført en betydelig økning i sukkeravgiften, noe som antas å øke grensehandelen kraftig til Sverige og Danmark (NRK, 2017; Regjeringen, 2017a). En artikkel fra Jakobsen (2015) viser at personer som reiser på dagstur til grenselandene stadig bruker mer penger på konsumvarer. Varer som godteri og brus er allerede bestselgere for grensehandelen per i dag og det vil derfor være naturlig å tro at dette salget kommer til å øke de neste årene, med den ny-innførte sukkeravgiften (NRK, 2017). Vi kan derfor anta at dette vil gi Color Line økte passasjertall i årene fremover, dersom avgiften vedvarer. I tillegg vil sukkeravgiften gjøre Color Lines ombordsalg mer attraktivt, ettersom varene er under tax-free

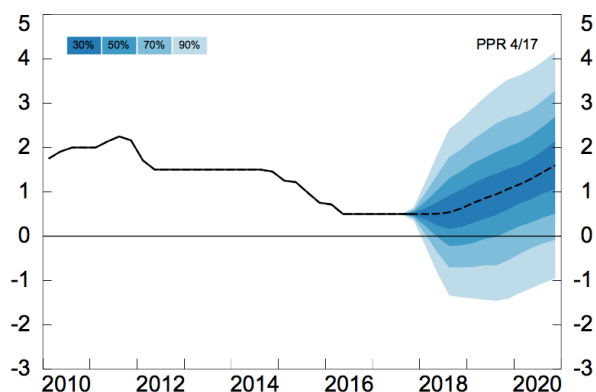
ordningen. En annen fordel som selskapet har i forhold til tax-free ordningen er unntaket for salget av alkohol- og tobakksholdige varer om bord, som i utgangspunktet kun er lovlig på lengre sjøreiser (Norsk sjømannsforbund, 2014). Det er ingenting som tilsier at denne ordningen faller bort, noe som betyr at selskapet vil opprettholde denne fordelene i fremtiden.

Myndighetene har et ønske om en mer konkurransedyktig, moderne og miljøvennlig nærskipsfartsbransje i Norge, slik at den blir mer attraktiv sammenlignet med de øvrige transportformene (Norges Rederiforbund, 2014). I 2014 kom Norges Rederiforbund med forslag til ulike tiltak som må iverksettes for å oppnå denne posisjonen i markedet. Det anbefales at det opprettes en tilskuddsordning for godsoverføring, slik at selskapene velger sjøtransport fremfor landtransport. Videre mener forbundet det generelle avgiftsnivået for sjøfarten er for høyt, og foreslår derfor en reduksjon. I tillegg mener de det foreligger et forbedringspotensial knyttet til flåten alder, som i dag har en snittalder på omtrent 30 år. For at dette skal være mulig for rederiene å endre, foreslås det en rekke tiltak: toppfinanseringsordning, økning i avskrivningssatser og en forbedret vrakpantordning.

Økonomiske forhold

Det er flere forhold som påvirker Color Lines økonomiske posisjon i markedet, blant annet rentenivået, oljepris og valuta. Color Line er en del av en svært kapitalintensiv bransje, som krever høy gjeldsgrad. Dette fører til en stor risiko knyttet til renteendringer: En renteøkning vil gi selskapet negative konsekvenser for lønnsomheten, og motsatt. Et eksempel på at verdensøkonomien påvirket rentene i Norge, og dermed fikk konsekvenser for Color Line, er finanskrisen som brøt ut i USA i 2007. Finanskrisen førte i utgangspunktet til stor renteøkning på verdensbasis, men senere en kraftig reduksjon for å forhindre videre krise (Haraldsen, 2008).

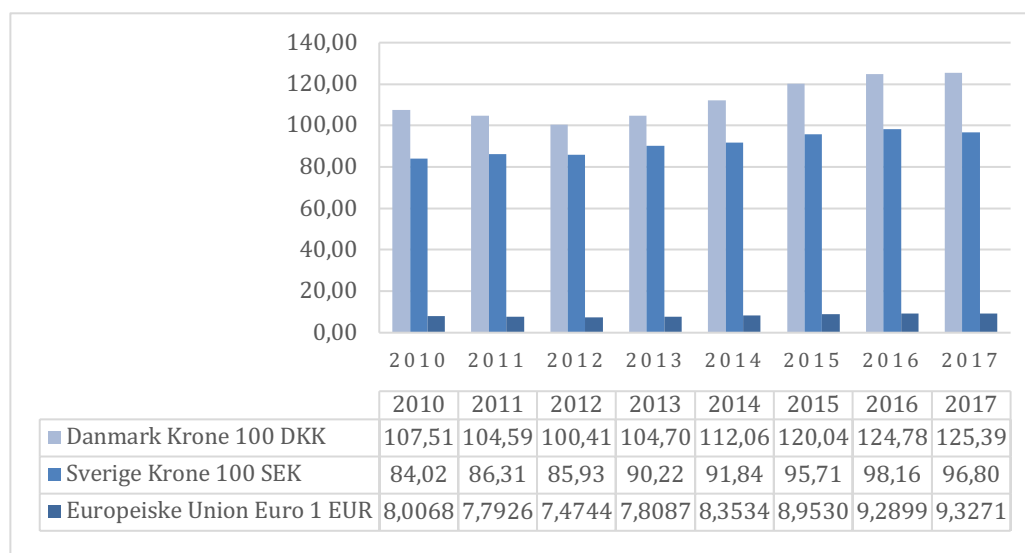
I senere tid, i 2014, ble den norske økonomien kraftig svekket av oljeprisfallet og landet gikk inn i en periode med lavkonjunktur (SSB, 2017b). Basert på analyser utført av SSB kan vi nå konkludere med at denne perioden er over. Dette vises blant annet gjennom økt sysselsetting, som var med på å øke den disponible inntekten til husholdningene. I tillegg observeres det en økt etterspørsel fra husholdningene og eksportmarkedet. De samme tendensene kan observeres for Norges internasjonale handelspartnere. For å komme ut av lavkonjunkturen har norske myndigheter ført en ekspansiv pengepolitikk som blant annet medfører en lav styringsrente. I dag er styringsrenten historisk lav på 0,5 prosent, og som vist i figuren nedenfor antas den å holdes stabil frem mot 2019, og deretter stige gradvis mot 2020.



Figur 4: Utviklingen i styringsrenten i Norge fra 2010-2020 (Norges Bank, <http://www.norges-bank.no/pengepolitikk/Styringsrenten/>, 2018b)

I tillegg til myndighetenes ekspansive pengepolitikk, hadde det stor betydning at OPEC, i slutten av 2016, besluttet at medlemslandene måtte redusere produksjonen av olje. Dette har ført til en gradvis oppgang i oljeprisen fra midten av 2017 og derfor en positiv endring i det norske næringslivet (NTB, 2017; Christensen, 2017). Etter en vekst i oljeprisen på nærmere 45 prosent i siste halvdel av 2017, forventes det at prisen stabiliseres og øker svakt frem mot 2020 (SSB, 2017b).

Videre påvirkes Color Line av valutamarkedet. I figuren nedenfor har vi valgt å vise endringene i valutakursene for Color Lines viktigste markeder og valutakurser.



Figur 5: Utviklingen i valutakursene fra 2010-2017 (basert på data fra Norges Bank, 2018c)

Basert på tallene i figur 5 kan vi se at kronkursen svekket seg kraftig fra 2013 til 2017. Ved å analysere månedsgjennomsnittet på valutakursene ser vi at kronkursen er noe styrket i siste halvdel av 2017, men likevel er kursen svak sammenlignet med perioden før oljeprisfallet

(Norges Bank, 2018c). For 2018 antas det at kronen vil styrkes med omtrent én prosent målt ved den importveide kursindeksen (SSB, 2017b). På grunn av høy usikkerhet velger mange selskaper, deriblant Color Line, å inngå valutasikringsavtaler, for å redusere risikoen.

Forholdene som er diskutert ovenfor har stor påvirkning på Color Line økonomiske posisjon. Den lave renten har vært en fordel for Color Line de siste årene, ettersom bransjen er svært kapitalkrevende. Forventningen om en renteøkning vil derfor ha en negativ innvirkning på selskapets resultat, men ettersom økningen er forventet å være marginal, kan det antas at det ikke vil føre til drastiske endringer. I tillegg har perioden etter oljeprisfallet vært preget av et forbedret resultat for Color Line, grunnet blant annet lavere bunkerskostnader og en gunstig norsk valuta (Color Line, 2017a). En svekket kronkurs har ført til at det har blitt relativt billigere for utlendinger å reise til Norge og landet har derfor blitt mer konkurransedyktig (Innovasjon Norge, 2017). Tall utarbeidet av Innovasjon Norge viser at konkurranseevnen til Norge har økt med 21 prosent fra sommeren 2013 til juli 2016. Det er naturlig å tro at en økning i valutakursene fører til at nordmenns reisevaner blir svekket, men en undersøkelse fra TNS Gallup viser at en svekket krone har en minimal effekt på nordmenns ferievalg (NTB, 2015).

Sosiokulturelle forhold

De sosiokulturelle faktorene kan defineres som demografiske og sosiale trender som antas å ha en innvirkning på bransjen (Grünig & Kühn, 2015). Eksempler på dette kan være befolkningsvekst, endringer i befolkningssammensetningen og den disponible inntekten til konsumentene.

I Norge har det vært en jevn økning i befolkningsveksten siden 1980, og i 2017 var innbyggertallet på omtrent fem millioner (SSB, 2016). I henhold til befolkningsframskrivingene utarbeidet av SSB, vil denne trenden fortsette de neste årene. En generell befolkningsøkning vil kunne føre til en liten endring i etterspørselen til Color Line. Tallene til SSB viser også at den forventede levealderen har økt og kommer til å øke ytterligere i fremtiden. I 2002 startet SSB med å utarbeide en reiseundersøkelse for å kartlegge nordmenns reisevaner (SSB, 2017a). Undersøkelsen viser at andelen reisende i alderen 65-79, er stadig økende. Dette fører til at pensjonister har blitt en større kundegruppe for Color Line.

Det generelle lønnsnivået i Norge er høyt, noe som fører til at mange har mulighet til å benytte seg av luksusgoder som for eksempel reiser (Bing, 2017). Som diskutert tidligere i analysen

medførte fallet i oljeprisen en periode med lavkonjunktur i Norge. Dette resulterte i økt arbeidsledighet og redusert disponibel inntekt, og det er naturlig å tenke at dette har hatt en betydning for befolkningens reisevaner. Ettersom tallene fra SSB viser at det norske næringslivet er i ferd med å styrkes, kan vi anta at tiden fremover vil preges av en økning i etterspørselen etter luksusgoder. Som nevnt tidligere, gjelder de samme trendene for landene som er Color Lines handelspartnere, og vi kan derfor anta at etterspørselen øker også fra disse landene.

De siste årene har nyhetsbildet vært preget av terrorhandlinger, noe som har skapt frykt blant befolkningen i Norge. Statens forbruksforskningsinstitutt har utført en undersøkelse av nordmenns reisevaner i 2017, som viser at 25 prosent av Norges befolkning, sammenlignet med 33 prosent året før, blir påvirket av terrorhandlinger og terrortrusler med tanke på valg av reisemål (Stranden, 2017). Samtidig ser vi at nordmenns reisehyppighet har økt, noe som betyr at nordmenn velger å reise på tross av frykten, men til steder som anses som tryggere. Undersøkelsen viser at nordmenn i større grad foretrekker europa-reiser. Vi kan derfor si at frykten for terror generelt sett ikke har store konsekvenser for Color Line, men at det kan være noe positivt på grunn av større etterspørsel for europeiske reisemål.

Teknologiske forhold

Bransjen for nærskipsfart blir påvirket av teknologiske forhold gjennom en videreutvikling av produkter og tjenester samt at innovative løsninger fremstilles. Det stilles stadig høyere krav til rederiene når det gjelder miljø, sikkerhet og energieffektivisering (Color Line, 2018a). For å kunne oppnå konkurransefortrinn er det svært viktig at rederiene følger med på denne utviklingen.

Som en følge av store endringer i drivstoffprisen de siste årene, blir det stadig viktigere for rederiene i bransjen å finne nye og mer kostnadseffektive løsninger. I 2011 implementerte Color Line, som første rederi i Norge, et landstrømanlegg på Hjortneskaia i Oslo (Color Line, 2017a). Color Line har i dag landstrømanlegg i alle de fire havnene hvor de opererer i Norge. I tillegg har selskapet innført en ny digital booking- og innsjekksplattform og erstattet gammel lypæreteknologi med LED belysning. I 2017 inngikk Color Line en avtale med Ulstein Verft, om bygging av verdens største plug-in hybridskip, som skal stå ferdigstilt i 2019. Dette viser at Color Line følger utviklingen og stiller selskapet i en helt spesiell posisjon i bransjen, ettersom ingen andre konkurrenter kan tilby lignende.

De siste årene har det vært en stor endring i bruk av mobiltelefoner, ettersom stadig flere bruker mobilen fremfor datamaskinen når de er knyttet til Internett (Chaffey, 2018). Denne trenden har selskapene i nærskipfartsbransjen utnyttet, blant annet ved å tilby Wi-Fi om bord på skipene. Foreløpig tar Color Line betalt for tjenesten, men utfordres av Stena Line som tilbyr gratis tilgang på sin rute mellom Oslo og Frederikshavn (Color Line, 2018a; Stena Line, 2018a). Dette er med på å legge press på Color Line og selskapet arbeider nå med en forbedring av tilbudet. Color Line har også utnyttet den økte bruken av smarttelefoner ved å utvikle en app, hvor passasjerene kan finne informasjon om tilbud og aktiviteter om bord. Foreløpig finnes bare denne tjenesten på skipene mellom Oslo og Kiel, men selskapet arbeider med å kunne tilby denne på alle deres ruter.

Miljømessige forhold

Det sentrale i dette punktet omhandler hvilke miljømessige forhold et selskap må hensynta når de skal inntre et nytt marked. Dette kan for eksempel være miljøvern, miljøbevissthet og energitilgang (Grünig & Kühn, 2015).

Fokuset på miljøspørsmål har vært større de siste årene, både fra forbrukerne og fra myndighetene. De norske og internasjonale myndighetene jobber kontinuerlig for å redusere klimagassutslipp. EU har et mål om at 50 prosent av varetransporten skal overføres fra vei til sjø innen 2050, ettersom sjøtransport er mer klima- og miljøvennlig enn landtransporten (Color Line, 2018a). De norske myndighetene har et mål om å redusere utslippene fra ikke-kvotepliktig sektor med 40 prosent, hvor transport står for den største andelen av utslippet. I løpet av de siste årene har de norske myndighetene oppfordret den maritime industrien til å velge energikilder som er mindre helse- og miljøskadelige, og har innført incentiver for å gjøre det lettere for rederiene å velge miljøvennlige løsninger (Kystrederiene, 2017). Et eksempel på dette er innføringen av fritaket for utslipp av naturgass, som reduserer CO₂-utslippet med 20 til 30 prosent. Dette har ført til at en stor andel av rederiene har valgt å benytte naturgass som drivstoff fremfor diesel. I statsbudsjettet for 2018 har stortinget valgt å fjerne dette fritaket og i stedet innføre en økning i CO₂- og NO_x-avgiften, noe som fører til at naturgass ikke lenger er konkurransedyktig, på grunn av økte kostnader. I tillegg er vrakpantordningen svekket i det nye statsbudsjettet, noe som skaper ytterligere økte kostnader ved å velge miljøbevisste løsninger. Dette har skapt stor misnøye blant de norske rederiene, som mener myndighetene svekker utviklingen og bruken av mer miljøvennlige skip.

For å møte forventningene fra samfunnet har Color Line innført en rekke tiltak. Selskapet har som nevnt tidligere i oppgaven, implementert landstrømanlegg og rensesystemer. I tillegg arbeider Color Line med en fornyelse av skipsflåten, hvor det nye hybridskipet skal ferdigstilles i 2019. Ettersom skipet er batteridrevet vil det ikke slippe ut skadelige miljøgasser eller nitrogen- og svovelforbindelser. I tillegg er det utarbeidet en ny teknologi på skipet som fører til en stor reduksjon av støy.

Faktorer gitt fra naturens side kan også være avgjørende for Color Line. Dette kan observeres ved å se på årsaken til selskapets kanselleringer og forsinkelser det siste året (Østlands-Posten, 2011). Ettersom selskapet operer langs Skagerak, et område som er utsatt for kraftige endringer i værforholdene, har det vært nødvendig for dem å innstille avganger på grunn av for mye vind og bølger. Dette medfører store tilleggskostnader for Color Line.

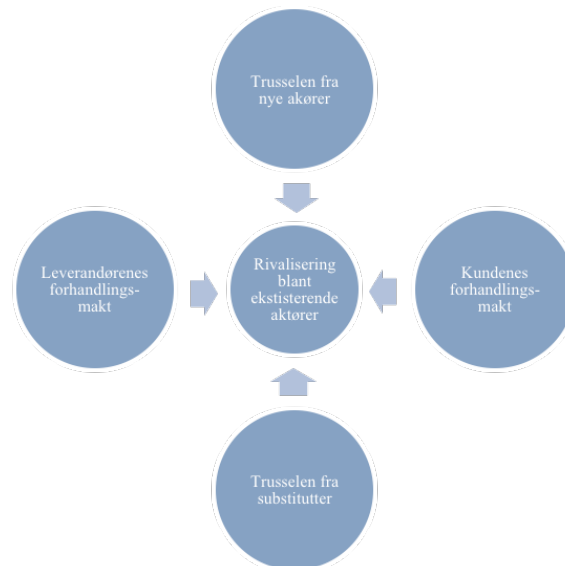
Oppsummering

Ved hjelp av PESTEL-analysen har vi avdekket hvilke makroomgivelser som er med på å påvirke Color Line og deres fremtidige inntjening. Den store økningen i sukkeravgiften, samt europeiske myndigheters økte fokus på flytting av transport fra landevei til sjø, kan være med å øke etterspørselen etter Color Lines tjenester. I tillegg har vi sett at den norske økonomien er i ferd med å styrkes, som et resultat av økning i oljeprisen, noe som betyr at folk flest får bedre råd til luksusgoder. Color Line viser at de følger den teknologiske utviklingen i markedet, ved å blant annet å implementere landstrømsanlegg, rensanlegg, mobil-app, og innsjekk- og bookingsystem, samt utvikling av nytt plug-in hybridskip. Kampen om kundene blir ikke mindre i fremtiden, og det er viktig at selskapet fortsetter utviklingen av nye energibesparende løsninger for å skille seg fra konkurrentene. En utfordring for nærskipfartsbransjen i fremtiden er redusert tilrettelegging fra de norske myndighetene, som kan observeres i statsbudsjettet for 2018. Motstanden, engasjementet og gjennomslagsvevnen til den maritime industrien er likevel stor, og det er ikke umulig at den kan påvirke politikerne i fremtiden.

4.1.2 Porters fem konkurransekrefter

Porters femkraftsmodell tar utgangspunkt i fem konkurransekrefter som påvirker lønnsomheten i markedet (Porter, 2008). For å opprettholde en langsiktig profitt i et marked er det viktig å handle strategisk i forhold til konkurrentene. Generelt sett bør selskaper posisjonere seg der konkurransekraftene er svakest, ettersom det er der muligheten for å oppnå profitt er størst. I følge Porter (2008) er det viktig å se utover de eksisterende og direkte konkurrentene, og

definerer derfor ytterligere fire konkurransekrefter som kan påvirke profitten: Kundens forhandlingsmakt, trusselen fra nye aktører, trusselen fra substitutter, leverandørens forhandlingsmakt og rivalisering blant eksisterende aktører. Denne sammenhengen fremstilles i figur 6 nedenfor.



Figur 6: Porters fem konkurransekrefter (basert på Porter, 2008)

Tilstedeværelsen og styrken på disse konkurransekreftene vil påvirke lønnsomheten i en bransje. En sterk tilstedeværelse av kreftene vil gjøre det vanskeligere å oppnå høy profitt, mens en svak tilstedeværelse av kreftene vil kunne føre til en lønnsomhet som ligger over bransjegjennomsnittet.

Leverandørens forhandlingsmakt

I følge Porter (2008) kan leverandører med sterk forhandlingsmakt påvirke lønnsomheten i markedet ved at de setter høyere priser og/eller reduserer kvaliteten på produkter. Generelt sett kan vi si at leverandørene har sterk forhandlingsmakt dersom det er et lavt antall leverandører, produktene og tjenestene de leverer er differensierte, det er få muligheter og høye kostnader ved å bytte leverandør, og dersom leverandøren ikke er avhengig av den aktuelle bransjen for å oppnå profitt.

Color Line er avhengig av leverandører på ulike områder for å opprettholde den daglige driften. Som nevnt tidligere i oppgaven har Color Line inngått en samarbeidsavtale med det norske selskapet Ulstein Verft om byggingen av et plug-in hybridskip, etter en konkurranse med flere

andre tilbydere (Color Line, 2017b). Denne konkurransen viser at Ulstein Verft ikke er alene om å kunne tilby Color Line tjenesten om bygging av nytt skip, noe som peker mot at disse leverandørene ikke har makt til å sette prisen slik de ønsker. Hovedgrunnen er at det eksisterer mange leverandører og disse må derfor kjempe mot hverandre for å vinne store kontrakter. I tillegg til tilbydere av skip, er leverandørene av drivstoff en aktør som kan anses som en leverandør for Color Line. Tilbyderne av drivstoff har liten påvirkningskraft på drivstoffprisen ettersom den korrelerer sterkt med markedsprisen på råolje (Circle K, 2018). Produktet som leveres er homogent og det er flere tilbydere, og vi kan derfor si at leverandører av drivstoff har svak forhandlingsmakt. Andre leverandører vi vurderer til å ha svak forhandlingsmakt er leverandører av tjenester som blant annet renhold og catering. Disse tjenestene er tilnærmet homogene og tilbys av flere i et åpent marked.

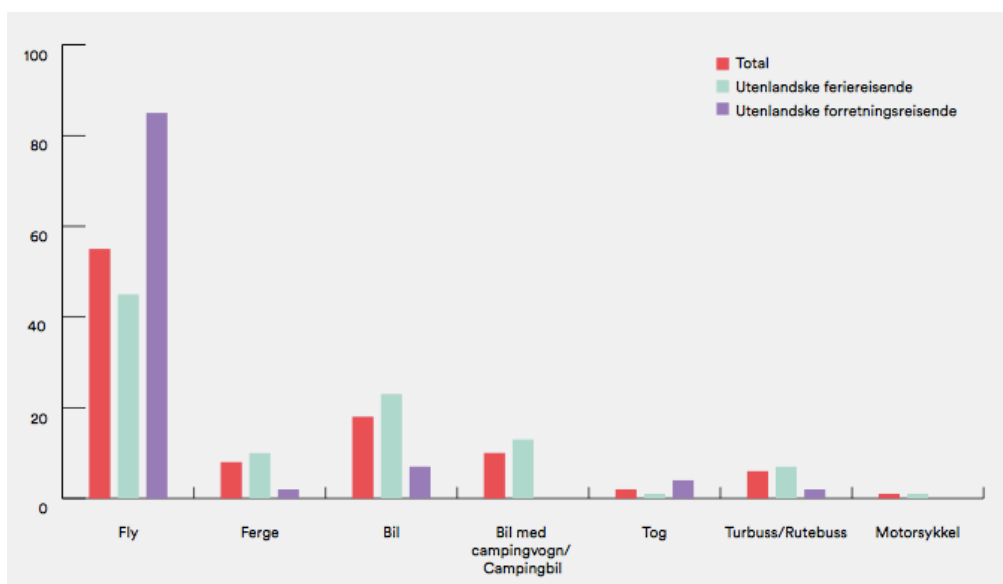
I mange områder finnes det kun én havn, noe som fører til at havnene har et tilnærmet monopol og dermed stor forhandlingsmakt. Et eksempel på at havnenes regelverk kan påvirke rederiene fant sted i 2009, da Fjord Line ble nektet å seile fra Kristiansand havn ettersom selskapet ikke hadde helårsrute (VG, 2011). I 2009 opphevde havnen forbudet, men Fjord Line ble likevel rammet ettersom de planlagte seilingene i 2009 ikke kunne gjennomføres på grunn av manglende markedsføring.

På grunnlag av faktorene som er diskutert ovenfor, anser vi totalt sett leverandørens forhandlingsmakt som lav.

Trusselen fra substitutter

Substitutter kan defineres som produkter som tilfredsstillt omtrent samme behov, men på ulike måter (Porter, 2008). Disse produktene er viktige å identifisere ettersom de reduserer både vekstpotensialet og lønnsomheten i markedet. Trusselen fra substitutter er høy dersom kundene er tilbøyelige for substitusjon, byttekostnadene er lave eller dersom den relative prisen på substituttene er lav.

I bransjen for nærskipfart er transport det grunnleggende behovet for kundene. For feriereisende anser vi bil, buss, tog og fly som er de største substituttene for sjøtransporten, ettersom disse transportformene tilfredsstillt samme behov (Innovasjon Norge, 2017).



Figur 7: Transportmiddel til Norge fordelt per feriereisende og forretningsreisende (Innovasjon Norge, Nøkkeltall for norsk turisme, 2017, s.53)

Figuren ovenfor viser hvilket transportmiddel som benyttes mest blant reisende til Norge, fordelt på både forretningsreisende og feriereisende. Det går tydelig frem av figuren at det ikke er vanlig å benytte ferge ved forretningsreiser. Hovedgrunnen til dette, er at det vanligvis er den transportformen som er mest tidsbesparende, som blir valgt, noe som oftest er flytransport (Ottesen et al., 2017). Det er tydelig at fly er det mest foretrukne transportmiddelet også for feriereisende, noe som resulterer i at flytransport utgjør den største trusselen for sjøtransporten. Tall fra SSB bekrefter at de samme trendene gjelder for reisende fra Norge (SSB, 2017a).

For mange feriereisende er det en kombinasjon av flere faktorer som spiller inn ved valg av transportmetode (Ottesen et al., 2017). Dersom transporten er en del av ferien, er valget avhengig av hva man ønsker å oppleve. I tillegg spiller faktorer som pris, komfort og tid inn på valget. For feriereisende er derfor substitutter som bil, båt og tog en stor trussel for sjøtransporten. For næringsdrivende som driver med godstransport anser vi landtransport på vei og jernbane som substitutter. I følge Norges Rederiforbund (2014) skjer veksten i varetransporten på land innenfor LCL-segmentet (gods som kan lastes i containere, lastebiler og trailere). Vi kan derfor si at landtransporten utgjør den største trusselen for godstransport via sjøveien.

Basert på diskusjonen ovenfor anser vi trusselen fra substitutter som høy.

Kundenes forhandlingsmakt

Kunder med sterk forhandlingsmakt kan påvirke lønnsomheten i markedet ved at de presser prisene ned og/eller krever høyere kvalitet på produktene (Porter, 2008). Generelt sett kan vi si at kundene har sterk forhandlingsmakt dersom det er få kunder og størrelsen på kjøpene er store, produktene og tjenestene er udifferensierte, byttekostnadene er lave og at det eksisterer mange substitutter.

I markedet for nærskipfart er det et stort antall kunder, noe som går tydelig frem av Color Lines årsrapport fra 2017, hvor selskapet oppgir at totalt antall reisende var i underkant av 4 millioner (Color Line, 2018a). I tillegg transporteres omtrent 900 000 personbiler og 175 000 trailere. Det finnes lite informasjon knyttet til størrelsen på kundenes kjøp, men det er rimelig å anta at de enkelte kundene innenfor godstransporten er større enn kundene som er feriereisende. Vi antar at kjøpene til feriereisende er preget av å være pris- og sesongsensitive, i tillegg til å være relativt like og lave i kvantum. Videre antar vi at godstransporten er preget av mindre pris- og sesongsensitivitet, men store ulikheter i kvantum som et resultat av ulik størrelse på selskap. Dette peker i retning mot at de store kundene innenfor godstransporten har større forhandlingsmakt enn feriereisende og andre små kunder innenfor godstransport.

På den andre siden finnes det flere faktorer som øker kundenes forhandlingsmakt. Som tidligere beskrevet, finnes det mange aktører i markedet og tilgjengeligheten på substitutter er god. I tillegg er produktene i markedet for nærskipfart relativt homogene ettersom rutetider, distanse, pris og tilbud om bord er omtrent likt. Kundenes forhandlingsmakt blir styrket ytterligere av de lave byttekostnadene i markedet. Det finnes ingen direkte utgifter knyttet til å bytte leverandør. Det er likevel mulig å anse den «tapte» muligheten til å opptjene bonuspoeng med leverandørens lojalitetsprogram som en kostnad, men totalt sett kan byttekostnaden defineres som lav. I følge Porter (2008) fører alle disse faktorene til at kundene har makt til å sette høyere krav til kvalitet og pris.

Vi anser derfor kundenes forhandlingsmakt til å være moderat.

Trusselen fra nye aktører

I følge Porter (2008) kan trusselen fra nye aktører sette press på de etablerte markedsandelene, priser og investeringsbehov. Trusselen fra nye aktører er avhengig av størrelsen på inngangsbarrierene og reaksjonen fra de etablerte aktørene i markedet. Disse barrierene vil

typisk være: stordriftsfordeler og andre fordeler uavhengig av størrelse, produktdifferensiering, kapitalbehov, politiske og lovmessige forhold, byttekostnader og adgang til distribusjonskanaler. Dersom disse inngangsbarrierene er lave og den forventede reaksjonen fra de allerede etablerte aktørene er lav, vil trusselen i markedet være høy.

Color Line er Norges største rederi innenfor nærskipfart, og ved å utnytte verdien av et stort rutenett og hyppige avganger kan selskapene i transportbransjen oppnå stordriftsfordeler (Iversen et al., 2015). Det er også naturlig å anta at det eksisterer stordriftsfordeler knyttet til administrasjon og drift av fergene. I tillegg vil selskaper som har vært etablert lenge i markedet kunne ha opparbeidet seg fordeler som er uavhengig av størrelsen på selskapet. Disse er ofte knyttet til et opparbeidet nettverk bestående av leverandører og kunder, men de kan også være knyttet til omdømme og merkenavn (Porter, 2008). For nye aktører i markedet kan disse fordelene være vanskelig å konkurrere mot, noe som er med på å svekke trusselen. En annen inngangsbarriere som er med på å svekke trusselen fra nye aktører er det høye kapitalbehovet i bransjen (Maritimt Forum, 2017). Dette vises gjennom Color Lines store investeringskostnader de siste årene. Color Line har siden 2004 investert rundt 8 milliarder NOK i infrastruktur, nye skip og konsepter (Color Line, 2017a). For nye aktører kan denne inngangsbarrieren reduseres noe ved at det er muligheter for leasing. Likevel anser vi ikke denne muligheten som avgjørende, ettersom det totale kapitalbehovet er stort. Som nevnt tidligere i oppgaven, preges markedet for nærskipfart av svært lave marginer (Maritimt Forum, 2015). I følge Maritimt Forum (2015) skyldes dette i hovedsak små volumer, eldre skip, stadig mer fragmenterte verdikjeder og mange ulike aktører. De lave marginene fører til at bransjen er mindre attraktiv for nye aktører og er derfor med på å redusere trusselen. Det finnes likevel flere faktorer i markedet for nærskipfart som er med på å øke trusselen for at nye aktører entrer markedet: produktene som tilbys er nærmest homogene, byttekostnadene er lave og det finnes mange aktører.

Totalt sett anser vi trusselen fra nye aktører til å være lav.

Rivalisering blant eksisterende aktører

Rivaliseringen mellom konkurrentene i markedet blir, som figur 6 viser, påvirket av de fire konkurransekraftene som analysert ovenfor. I tillegg til disse kreftene er det flere faktorer som er med på å påvirke rivaliseringen. Graden av rivaliseringen blant eksisterende aktører er

avhengig av bransjen selskapet operer i og kan anses som høy dersom: veksten i markedet er lav, exit-kostnadene er høye og pris er den største differensieringsfaktoren (Porter, 2008).

Som nevnt innledningsvis i oppgaven skjer rundt 40 prosent av transporten via sjøveien i Europa, mens innenlandstransport i Norge ligger litt høyere, på 42 prosent (Norsk havneforening, 2012). Likevel viser rapporten utgitt av Norsk Havneforening at utviklingen har vært negativ de siste 50 årene. Nyere tall fra Norges Rederiforbund (2018) viser at det vil være en vekst i godstransporten på 35 til 40 prosent frem mot 2040, og at denne økningen først og fremst vil påvirke landtransporten dersom det ikke satses på sjøtransporten. Det forventes at regjeringen legger frem en nærskipfartsstrategi med tiltak for å styrke nærskipfartens rammevilkår, samt en fastsettelse av nye mål for andelen av transportarbeidet som skal flyttes over på sjø (KrF, 2016).

Utgangsbarrierer kan føre til at selskaper velge å fortsette å operere i markedet selv om profitten er lav (Porter, 2008). I markedet for nærskipfart er de ulike utgangsbarrierene knyttet til avtaler som selskapene har inngått i forbindelse med leie av bygg og havnerettigheter, i tillegg til kostnader ved videresalg av anleggsmidler. Utgangsbarrieren knyttet til leie kan anses liten, ettersom slike avtaler vil ha en utløpsdato. Derimot vil utgangsbarrieren knyttet til anleggsmidlene være større, ettersom det er selskapet selv som sitter med risikoen for videresalg. Denne risikoen kan imidlertid reduseres ved at selskapene velger å benytte seg av leasing. Dersom man betrakter rutene enkeltvis vil utgangsbarrierene være mindre, ettersom det kan være mulig å endre på skipenes ruter uten betydelige kostnader, slik at de ulønnsomme rutene forsvinner.

Som diskutert tidligere i analysen er tjenestene som selskapene i bransjen for nærskipfart tilbyr, tilnærmet homogene. Dette fører til at selskapene blir pristakere i markedet, i stedet for prissettere. For selskapene som konkurrerer på de samme rutene fra Norge til utlandet, er det rimelig å anta at prisen er den største differensieringsfaktoren og at det derfor er høy konkurranse. Konkurransen vil derimot være mindre for selskapene langs norskekysten, ettersom det ofte er kun ett selskap som opererer på én bestemt rute.

Argumentene ovenfor taler for at rivaliseringen blant de eksisterende aktørene høy.

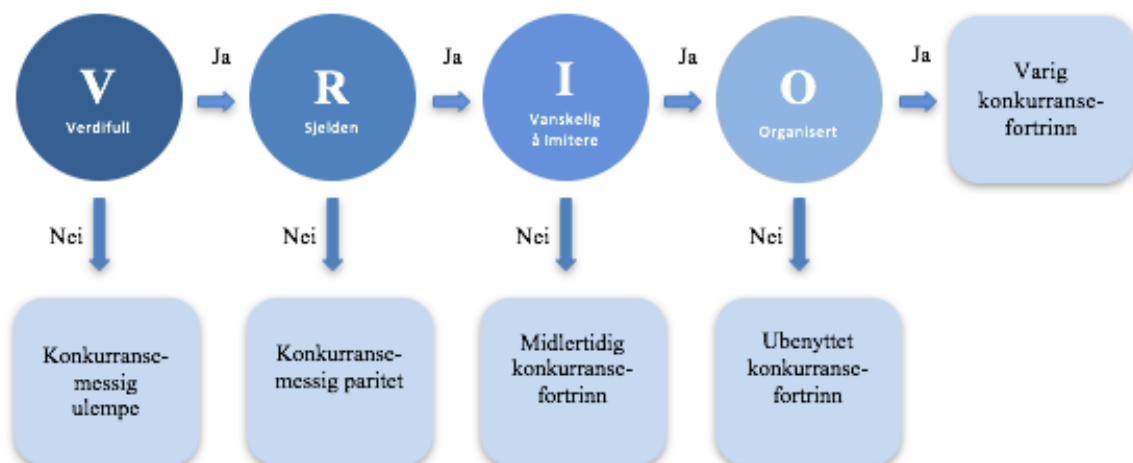
Oppsummering av Porters fem konkurransekrefter

Bransjen for nærskipfart er preget av høy konkurranse med flere selskaper og lav lønnsomhet. Vår vurdering er at trusselen fra substitutter og rivaliseringen blant eksisterende aktører er kreftene som er mest avgjørende for lønnsomheten i markedet. Vi ser muligheter for økt vekst i markedet dersom regjeringen velger å tilrettelegge for sjøtransporten. I tillegg er det fokus på ny teknologi, som kan føre til mer kostnadseffektive skip. Disse faktorene kan være med på å øke lønnsomheten i fremtiden.

4.2 Intern analyse

4.2.1 VRIO

Ved å benytte en VRIO-analyse kan vi avdekke hvilke interne ressurser som kan skape varige konkurransefortrinn for Color Line (Grünig & Kühn, 2015). I følge Grünig og Kühn (2015) kan de interne ressursene kategoriseres på følgende måte: materielle eiendeler, immaterielle eiendeler, prosesser, individuell humankapital og kollektiv humankapital. Ved å vurdere om disse ressursene er verdifulle, sjeldne, imiterbare og organisert/utnyttet av organisasjonen, kan man avdekke graden av konkurransemessig fortrinn, som vist i modellen nedenfor.

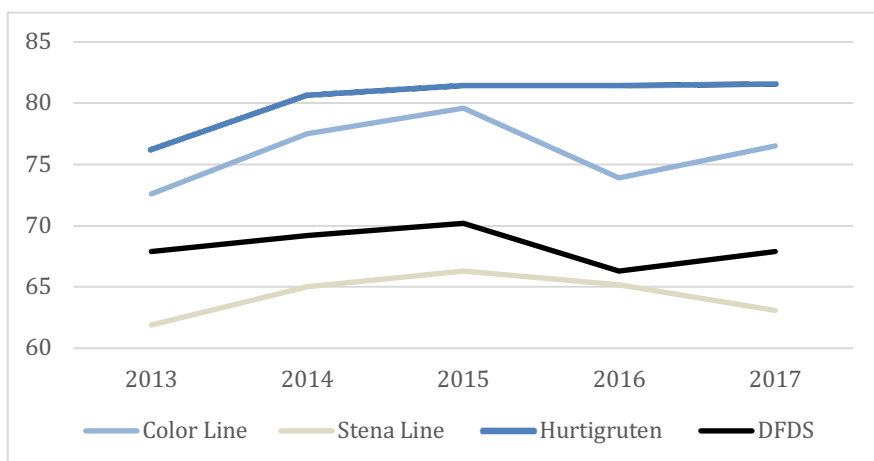


Figur 8: VRIO-analyse (basert på Grünig og Kühn, 2015)

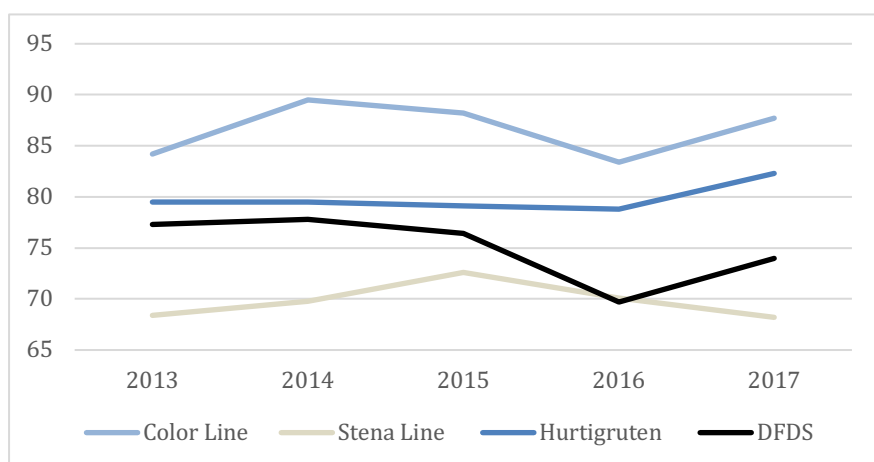
Vi har valgt å basere den videre analysen på et utvalg av Color Lines mange ressurser, som vi anser som viktige for selskapet.

Selskapets omdømme og relasjoner

Hvert år utgis en undersøkelse utført av Ipsos, som viser hvilke bedrifter som har best omdømme blant befolkningen. Resultatet er basert på fem ulike profilmotorer: totalinntrykk, samfunnsansvar og moral, økonomi og lønnsomhet, miljøbevissthet, reklame og informasjon (Sterud & Caroline, 2017). I 2017 var 95 av de største bedriftene i Norge representert, og Color Line ble rangert på 14. plass. Den offentlige informasjonen fra undersøkelsen viser kun resultater for de tjue beste selskapene, hvor ingen av Color Lines konkurrenter var representert. Vi kan derfor si at Color Line har et sterkere omdømme enn sine konkurrenter, men graden av konkurransefortrinnet er likevel ukjent. På grunn av at informasjonen i undersøkelsen ikke er offentlig, er det vanskelig å finne gode tall på tidligere undersøkelser. Det er derfor vanskelig å si noe om utviklingen, men det er rimelig å anta at den korrelerer med utviklingen i tilfredshet og kundelojalitet, ettersom det er vanlig at tilfredse kunder omtaler selskapet på en positiv måte.



Figur 9: Kundetilfredshet (basert på tall fra Handelshøyskolen BI, 2018)



Figur 10: Kundelojalitet (basert på tall fra Handelshøyskolen BI, 2018)

Tabellen ovenfor er utarbeidet på grunnlag av tall fra Norsk Kundebarometer, utgitt av Handelshøyskolen BI (2018), og viser utviklingen i både kundetilfredshet og kundelojalitet til Color Line, Stena Line, Hurtigruten og DFDS. Det går tydelig frem av figur 9 og figur 10 at Hurtigruten og Color Line er selskapene med både høyest kundetilfredshet og kundelojalitet i analyseperioden. Color Line og Hurtigruten operer i samme marked, men på ulike ruter og kan derfor ikke anses som direkte konkurrenter. Ved å sammenligne Color Line, med Stena Line og DFDS er det lettere å avdekke konkurransefortrinn, ettersom selskapene har mange av de samme rutene. Basert på tallene ovenfor observerer vi at Color Line har bedre resultater enn de to andre, over lengre tid. Det er vanskelig å si noe helt konkret om årsaken til resultatene for Color Line, men vi antar at en mulig forklaring er at selskapet har en lang historie, noe som gjør at de har opparbeidet gode relasjoner og synlighet av selskapet over lengre tid. Dette har trolig skjedd gjennom den ordinære driften, men også ved at selskapet har frontet navnet sitt gjennom sitt samfunnsmessige engasjement, som for eksempel Color Line Stadion, Color Line Cup og Color Line Tour. Dersom selskapet over lengre tid har levert etter kundenes forventninger, vil dette naturligvis kunne gjenspeiles i både lojalitet og tilfredshet, og sjansen for å velge et annet selskap reduseres. På tross av at Color Line har oppnådd gode resultater i målingene har de likevel ikke nådd helt til topps. Kundetilfredshet og lojaliteten til selskapet kan bli påvirket av negativ oppmerksomhet i media. Den siste tiden har vært preget av store diskusjoner knyttet til om Color Line skal flagge ut sine ansatte til land hvor arbeidskraften er rimeligere. Dette kan anses å ha en negativ innvirkning på kundenes oppfatning av selskapet.

Skipsflåte

Color Line har en skipsflåte bestående av seks skip. Som vist i tabell 1 er de fleste skipene relativt nye i forhold til konkurrentenes, spesielt når det nye Color Hybrid erstattes med M/S Bohus. Nyere skip er positivt for passasjerenes komfort, prisene, miljøet og for selskapets kostnader. Tabellen viser også at Color Line opererer på flere ulike distanser fra Norge til utlandet. I tillegg vet vi at selskapet tilbyr både cruise og «vanlig» transport. Denne kombinasjonen skiller dem fra de andre aktørene i det norske markedet: Fjord Line opererer på mange av de samme rutene, men mangler overnattings- og cruisetilbudet. Stena Line og DFDS tilbyr begge cruiseopplevelsen, men operer bare på én distanse fra Norge til utlandet. Mangfoldigheten i Color Lines tilbud kan derfor være med på å skape en fordel for selskapet. Det er likevel vanskelig å si noe om graden av denne fordel.

I 2017 mottok Color Line og Ulstein verft prisen for «Next Generation Ship Award», i forbindelse med utviklingen av den nye plug-in hybridskipet. Juryen begrunnet valget med at Color Line har vært innovative og ambisiøse, som er med å føre den maritime næringen videre til å bli mer miljøvennlig, lønnsom og bærekraftig (Color Line, 2017a). Som diskutert tidligere har det vært et stort fokus på å gjøre nærskipfarten mer miljøvennlig. Ved at Color Line er det første selskapet blant konkurrentene til å sjøsette et plug-in hybridskip, vil dette være med å forsterke fordelene til skipsflåten.

Tilbud om bord / opplevelsen

Color Line har et variert tilbud om bord på sine skip. Som tidligere beskrevet i oppgaven, tilbyr selskapet tax-free varer til rabatterte priser selv på kortere distanser. Denne ordningen fører til at selskapet kan tilby kundene rabatterte priser på alkohol- og tobakksholdige varer, samt andre konsumvarer. I tillegg har de et bredt utvalg av spisesteder og underholdning, som blant annet Casino og spillautomater, musikk-opptredener i baren og underholdning tilpasset barn. Vi mener kombinasjonen av disse tilbudene kan skape en fordel for selskapet, noe som bekreftes i en fergetest utført av VG reise i 2011. Testene har tatt utgangspunkt i mattilbudet, barene, taxfree-utvalget, barneaktiviteter og underholdningstilbudet om bord, på samtlige bilferger som opererer mellom Norge og utlandet. Testen viser at det er Color Line som kommer best ut, både på hurtigfergene og skipene som tilbyr overnatting. Resultatene kan ha forbedret seg for Fjord Line, ettersom Fjord Line har bygget to nye skip i etterkant. Likevel mener vi at Color Lines totaltilbudet er bedre enn konkurrentenes, noe som skaper en fordel.

Oppsummering

Basert på diskusjonen i analysen, vil vi nå vurdere om de ulike ressursene kan anses som verdifulle, sjeldne, imiterbare og utnyttet/organisert, og dermed graden av konkurransemessig fortrinn.

	Verdifull	Sjelden	Vanskelig å imitere	Utnyttet/organisert	Resultat
Omdømme og relasjoner	Ja	Ja	Ja	Ja	Varig/midlertidig konkurransefortrinn
Skipsflåte	Ja	Ja	Nei	Ja	Midlertidig konkurransefortrinn
Opplevelse om bord	Ja	Ja	Nei	Ja	Midlertidig konkurransefortrinn

Tabell 2: Oppsummering VRIO

Som vist i tabellen ovenfor anser vi selskapets omdømme og relasjoner til å være den viktigste ressursen for Color Line, ettersom ressursen oppfyller alle vurderingsnøklerne. Et godt merkenavn kan bidra til økt lønnsomhet for selskapet, ettersom et godt merkenavn kan forsvare en høyere pris. Det er likevel mulig for andre selskaper å bygge et like sterkt merkenavn på lang sikt, men dette vil være svært kostnads-krevende. Vi tror derfor at Color Line vil opprettholde denne fordelene i lang tid fremover. Derimot anser vi både skipsflåten og opplevelsene om bord som enklere å imitere, ettersom det er materielle eiendeler.

5. Regnskapsanalyse

I dette kapittelet vil vi foreta en analyse av Color Lines finansielle informasjon. Formålet med regnskapsanalysen er å få innsikt i selskapets underliggende forhold, samt dets historiske utvikling. Dette vil gi oss et bedre grunnlag for å prognostisere fremtiden. I årsrapportene er fremstillingen av regnskapet kreditororientert, men for å kunne utføre en investororientert analyse må vi foreta en omstrukturering av regnskapet. Hovedformålet med denne omstruktureringen er å skille operative aktiviteter og investeringer fra finansielle aktiviteter, ettersom det hovedsakelig er de operative aktivitetene og investeringene som generer merverdi for selskapet (Penman, 2013).

5.1 Klargjøring til regnskapsanalyse

5.1.1 Analysenivå

Som nevnt innledningsvis i oppgaven, under punkt 1.3, vil regnskapsanalysen ta utgangspunkt i konserntallene til Color Group AS. Det samme gjelder for de komparative selskapene.

5.1.2 Analyseperiode

Ved valg av analyseperiode må vi vurdere selskapets stabilitet over tid. I følge Koller et al. (2010) har modne selskaper med stabil vekst ofte en lengre analyseperiode enn nyetablerte eller ustabile selskaper. Basert på tidligere informasjon om Color Lines lange historie og investeringsutvikling, samt selskapets stabile vekst i resultatene de siste årene, anser vi selskapet som modent. På grunnlag av dette har vi valgt en lengre analyseperiode, som strekker seg fra 2010 til 2017, ettersom vi anser disse historiske tallene som representative for fremtidig drift. Vi velger 2010 som starten på analyseperioden ettersom de største negative konsekvensene fra finanskrisen anses å være forbi (jf. punkt 4.1.1), i tillegg til at selskapet på dette tidspunktet har en fullverdig flåte.

5.1.3 Analysegrunnlag

Vårt analysegrunnlag er Color Lines årsrapporter for perioden 2010 til 2017. Dette er presentert i tabeller som ligger vedlagt i appendiks 1 og 2. Her er tabellene presentert slik de forekommer i årsrapportene. Analysegrunnlaget for sammenligning med den komparative bransjen er DFDS Seaways, Fjord Line og Stena Lines resultatregnskap og balanse, som det foretas en omstrukturering av, på lik linje med Color Line. Både omgrupperte balanser og

resultatregnskap for de tre komparative selskapene er vedlagt i appendiks 3 til 11. Alle regnskapstall som er brukt i analysen er rapportert etter IFRS-modellen og vi vurderer disse til å være gode grunnlag for den videre sammenligningen av sentrale nøkkeltall på tvers av aktørene.

5.1.4 Fremgangsmåte

Regnskapsanalysen tar utgangspunkt i følgende steg, basert på Penmans (2013) foreslåtte fremgangsmåte:

- Omstrukturere egenkapitaloppstillingen
- Beregne avkastning og vekst i alminnelig egenkapital
- Omstrukturere balansen
- Omstrukturere resultatregnskapet
- Sammenligne den omstrukturerte balansen og resultatregnskapet med historiske tall og komparative selskaper
- Utføre en analyse av avkastningen på alminnelig egenkapital
- Utføre en vekstanalyse

5.2 Omstrukturering av egenkapitaloppstillingen

I følge Penman (2013) er det relativt vanlig at egenkapitaloppstillingen blir nedprioritert i en analyse, noe som ikke bør være tilfellet. Egenkapitaloppstillingen er den første delen av regnskapet som bør undersøkes, for å sikre at alle aspekter av virksomheten blir hensyntatt i den videre verdivurderingen av egenkapitalen. For å kunne foreta en verdsettelse er vi avhengig av et fullstendig nettoresultat, noe som ikke fremkommer under de fleste oppstillinger av resultatregnskapet, ettersom såkalte «dirty surplus» poster ikke er inkludert. «Dirty surplus» poster kan defineres som regnskapsposter som er ført mot egenkapitalen i stedet for resultatet. En omstrukturering av egenkapitaloppstillingen korrigerer denne feilen. Tabell 3 presenterer en omstrukturering av Color Lines egenkapitaloppstilling.

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Inngående balanse alminnelig EK	2 234 054	2 398 495	2 060 127	1 850 222	1 874 520	1 502 370	1 637 378	2 086 579
Prinsippendringer			- 50 040					
Transaksjoner med felles aksjonærer								
Utbetalt utbytte	- 170 412	- 381 016	- 250 452	- 37 331	- 128 893	- 53 613	- 146 730	- 283 583
Sum transaksjoner med aksjonærer	- 170 412	- 381 016	- 250 452	- 37 331	- 128 893	- 53 613	- 146 730	- 283 583
Fullstendig nettoresultat								
Nettoresultat rapportert	337 204	55 368	88 020	55 925	- 99 299	154 572	426 156	372 038
Omregningsdifferanser valuta	- 1 359	403	- 2 919	7 933	2 652	3 242	- 4 434	3 899
Netto gevinst/tap bunkerssikring	- 992	- 13 122	5 486	- 4 231	- 114 248	6 116	167 010	2 054
Estimatavvik pensjoner	-	-	-	2 002	- 32 362	24 691	7 199	8 778
Sum fullstendig nettoresultat	334 853	42 649	90 587	61 629	- 243 257	188 621	595 931	386 769
Utgående balanse alminnelig EK	2 398 495	2 060 127	1 850 222	1 874 520	1 502 370	1 637 378	2 086 579	2 189 765
Alminnelig EK (CSE)	2 398 495	2 060 127	1 850 222	1 874 520	1 502 370	1 637 378	2 086 579	2 189 765

Tabell 3: Omstrukturering av egenkapitaloppstillingen, tall i 1000 NOK

Første steg i omstruktureringen er i følge Penman (2013) en korrigerings av den inngående balansen. Dette gjøres ved å justere den rapporterte inngående balansen for foretrukken aksjekapital, minoritetsinteresser og utsatt utbytte. Ettersom Color Line AS er heleid av morselskapet O.N. Sunde finnes det verken foretrukken aksjekapital eller minoritetsinteresser i selskapet. I tillegg rapporterer selskapet etter IFRS, noe som gjør at utsatt utbytte ikke rapporteres i årsrapportene. Inngående balanse blir derfor slik den fremkommer av årsrapporten.

Videre, i andre steg, kalkuleres netto transaksjoner med aksjonærer. Ettersom Color Line ikke rapporterer utsatt utbytte, og heller ikke har tilbakekjøp eller emisjon av aksjer, vil summen av transaksjoner med aksjonærene være lik det rapporterte utbetalte utbyttet.

Siste steg er å beregne det fullstendige nettoresultatet, inkludert «dirty surplus» poster. Det fremkommer tre «dirty surplus» poster i Color Lines årsrapporter: omregningsdifferanser valuta, netto gevinst/tap bunkerssikring og estimatavvik pensjoner. I følge Penman (2013) skal disse inkluderes i det fullstendige nettoresultatet, som danner grunnlaget for den videre verdivurderingen.

5.3 Beregning av avkastning og vekst i alminnelig egenkapital

Basert på den omstrukturerte egenkapitaloppstillingen, kan vi foreta en beregning av avkastning og vekst i den alminnelige egenkapitalen (CSE). I følge Penman (2013) er disse nøkkeltallene driverne til selskapets superprofitt og verdi, og derfor veldig sentrale i en regnskapsanalyse.

5.3.1 Avkastning på alminnelig egenkapital

Avkastningen på den alminnelige egenkapitalen (ROCE) er et nøkkeltall som viser avkastningen eierne har fått på sine investeringer i en periode (Penman, 2013). I tillegg viser nøkkeltallet veksten i egenkapitalen som stammer fra forretningsaktiviteter. ROCE for år t beregnes ved hjelp av følgende formel:

$$ROCE_t = \frac{\text{Fullstendig nettoresultat}}{1/2 (CSE_t + CSE_{t-1})}$$

(Penman, 2013, s.267)

I tabell 4 presenteres ROCE for Color Line, for perioden 2010 til 2017. Her ser vi at det er store svingninger i avkastningen fra år til år, fra -14,41 prosent til 32,01 prosent, som et resultat av

store svingninger i det fullstendige nettoresultatet og gjennomsnittlig CSE. De årene det fullstendige nettoresultatet er negativt, er også ROCE negativ, og motsatt.

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Gj.snitt
Fullstendig nettoresultat	334 853	42 649	90 587	61 629	- 243 257	188 621	595 931	386 769	
Inngående balanse CSE	2 234 054	2 398 495	2 010 087	1 850 222	1 874 520	1 502 370	1 637 378	2 086 579	
Utgående balanse CSE	2 398 495	2 060 127	1 850 222	1 874 520	1 502 370	1 637 378	2 086 579	2 189 765	
Gjennomsnittlig CSE	2 316 275	2 229 311	1 930 155	1 862 371	1 688 445	1 569 874	1 861 979	2 138 172	
Avkastning på CSE (ROCE)	14,46 %	1,91 %	4,69 %	3,31 %	-14,41 %	12,02 %	32,01 %	18,09 %	9,01 %

Tabell 4: Avkastning på CSE (ROCE), tall i 1000 NOK

For å foreta en vurdering av Color Lines avkastning på alminnelig egenkapital, er det nødvendig å benytte «benchmarks». I følge en lønnsomhetsanalyse utarbeidet av Standard & Poor for det amerikanske markedet i perioden 1963 til 1996, er ROCE-medianen innenfor fraktsegmentet på 11,4 prosent (Penman, 2013). Basert på tabell 4, observerer vi at gjennomsnittlig ROCE for Color Line, på 9,01 prosent, ligger noe under denne medianen. Ettersom tallene som er utarbeidet av Standard & Poor kan være noe utdaterte, ønsker vi å supplere med tall fra den komparative bransjen. Disse er presentert i tabellen nedenfor.

	2013	2014	2015	2016	2017	Gjennomsnitt
Fjord Line	-20,80 %	-35,92 %	-18,06 %	-11,39 %	19,86 %	-13,26 %
DFDS Seaways	3,14 %	4,07 %	16,72 %	20,40 %	22,71 %	13,41 %
Stena Line	11,38 %	10,63 %	11,81 %	8,11 %	-0,39 %	8,31 %

Tabell 5: ROCE komparativ bransje

Basert på tabell 5 kan vi se at Stena Line har hatt en stabil ROCE i hele analyseperioden, med unntak av 2017, hvor selskapet hadde et negativt fullstendig nettoresultat. Selskapet ligger over Color Lines tall i første del, men under Color Line i siste del av analyseperioden. Fjord Line har hatt en negativ ROCE gjennom hele analyseperioden, bortsett fra i 2017, hvor det fullstendige nettoresultat endret seg fra negativt til positivt. Videre viser tabellen at DFDS Seaways er selskapet med høyest ROCE i den komparative bransjen. Generelt sett ligger selskapet noe over Color Line. Basert på dette kan vi si at Color Line har en akseptabel ROCE.

Senere i analysen, under punkt 5.6, vil ROCE vil dekomponeres. I tillegg vil veksten i ROCE analyseres ytterligere under punkt 5.7.1.

5.3.2 Vekst i alminnelig egenkapital

Vekstraten for den alminnelige egenkapitalen er et nøkkeltall som består av endringen i den alminnelige egenkapitalen dividert med inngående balanseført verdi. Formelen for vekst i alminnelig egenkapital, samt en beregning av nøkkeltallet for Color Line i perioden 2010 til 2017, presenteres nedenfor.

$$\text{Vekst i CSE} = \frac{\text{Fullstendig nettoresultat} + \text{netto transaksjoner med aksjonærer}}{\text{CSE}_{t-1}}$$

(Penman, 2013, s.267)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Gj.snitt
Fullstendig nettoresultat	334 853	42 649	90 587	61 629	- 243 257	188 621	595 931	386 769	
Netto transaksjoner med aksjonærer	- 170 412	- 381 016	- 250 452	- 37 331	- 128 893	- 53 613	- 146 730	- 283 583	
Sum endring i CSE	164 441	- 338 367	- 159 865	24 298	- 372 150	135 008	449 201	103 186	
Inngående balanse CSE	2 234 054	2 398 495	2 060 127	1 850 222	1 874 520	1 502 370	1 637 378	2 086 579	
Vekst i CSE	7,36 %	-14,11 %	-7,76 %	1,31 %	-19,85 %	8,99 %	27,43 %	4,95 %	1,04 %

Tabell 6: Prosentvis vekst i alminnelig CSE, tall i 1000 NOK

Basert på tabell 6 observerer vi store svingninger i Color Lines fullstendige nettoresultat gjennom analyseperioden. Likevel ser vi at selskapet har hatt positive resultater for alle år i analyseperioden, bortsett fra i 2014. Årsaken til det negative resultatet i 2014 blir kommentert ytterligere i trendanalysen, under punkt 5.5.1. Isolert sett peker det positive fullstendige nettoresultatet mot en positiv vekst i CSE. Veksten i CSE påvirkes også av netto transaksjoner med aksjonærer, som i Color Lines tilfelle er svært høye gjennom hele analyseperioden, på grunn av de betydelige utbyttene til morselskapet O.N Sunde. Isolert sett reduserer dette veksten i CSE.

I 2010 og 2013 ser vi at det er en positiv vekst i CSE. Dette skyldes positive fullstendige nettoresultatet, samt at netto transaksjoner med aksjonærer ikke overstiger resultatet. Videre ser vi at resultatet fortsatt er positivt i 2011 og 2012, men at netto transaksjoner med aksjonærer overstiger det fullstendige nettoresultatet, noe som fører til en negativ vekst i CSE. Som nevnt ovenfor, skiller 2014 seg ut fra de andre årene i analyseperioden, med et negativt fullstendig nettoresultat. Dette, sammen med det høye utbytte til O.N Sunde, har ført til en negativ vekst i CSE. I de tre siste årene i analyseperioden observerer vi en positiv vekst i CSE, noe som knyttes til et forbedret fullstendig nettoresultat. Basert på antagelsene om en mer kostnadseffektiv drift, økt transport- og reiseetterspørsel i Europa, samt et sterkt merkenavn, i den strategiske analysen, er det naturlig å anta at denne veksten vil fortsette i fremtiden, noe som også fører til en vekst i CSE.

For å se Color Lines vekst i alminnelig egenkapital i en større sammenheng, har vi valgt å inkludere tall for den komparative bransjen. Tabell 7 nedenfor, viser at Color Line har en akseptabel vekst i alminnelig egenkapital, sammenlignet med de komparative selskapene.

	2013	2014	2015	2016	2017	Gj.snitt
Fjord Line	-18,84 %	-6,14 %	6,64 %	2,86 %	22,05 %	1,31 %
DFDS Seaways	-8,91 %	-3,02 %	6,57 %	2,37 %	-1,06 %	-0,81 %
Stena Line	11,29 %	10,55 %	11,57 %	7,43 %	-0,73 %	8,02 %

Tabell 7: Prosentvis vekst i alminnelig CSE, komparativ bransje

Vekst i alminnelig egenkapital dekomponeres i punkt 5.7.2.

5.4 Omstrukturering av balanse- og resultatregnskap

Selskapets balanse- og resultatregnskap gir de underliggende årsakene til både avkastning og vekst i den alminnelige egenkapitalen (Penman, 2013). I denne delen av analysen foretar vi en omstrukturering av de to regnskapene som en forberedelse på lønnsomhets- og vekstanalysen i punkt 5.6 og 5.7. Hovedformålet med en omstrukturering av de to regnskapene er å henføre de ulike resultat- og balansepostene til operasjonelle eller finansielle kategorier, ettersom vi antar at det er den operative delen som generer merverdi. For å gjennomføre omstruktureringen er det essensielt med forkunnskaper om bransjen, noe vi har tilegnet oss gjennom den strategiske analysen.

5.4.1 Balansen

Første del av omstruktureringen er å identifisere og summere de operasjonelle eiendelene, og deretter trekke fra den operasjonelle gjelden. Denne summen utgjør netto operasjonelle eiendeler (NOA). Samme fremgangsmåte gjentas for de finansielle postene, der summen utgjør netto finansielle forpliktelser (NFO). Til slutt viser vi at NOA og NFO til sammen utgjør alminnelig egenkapital (CSE). Tabell 8 nedenfor viser den omstrukturerte balansen for Color Line.

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Operasjonelle eiendeler								
Programvare og lisenser	-	466 679	509 077	500 910	479 684	465 840	441 010	407 008
Goodwill og andre immatrielle eiendeler	671 301	671 301	671 301	671 301	671 301	671 301	671 301	671 301
Anlegg under oppførelse	378 112	-	-	-	-	-	-	193 863
Tomter bygninger og annen fast eiendom	653 538	623 265	583 949	571 539	559 887	526 140	482 287	463 734
Inventar og utstyr	49 363	59 002	45 619	63 666	61 590	39 154	35 655	48 157
Skip	5 526 463	5 398 121	4 165 353	3 987 446	3 830 603	3 715 658	3 572 355	3 452 020
Investeringer i tilknyttet selskap	-	-	390 285	406 523	359 047	381 681	411 794	441 636
Varebeholdning	150 121	147 339	130 829	150 928	137 856	163 366	160 795	162 229
Kundefordringer og andre fordringer	596 464	460 967	664 299	1 136 916	1 042 260	1 036 041	1 058 548	973 883
Sum operasjonelle eiendeler	8 025 362	7 826 674	7 160 712	7 489 229	7 142 228	6 999 181	6 833 745	6 813 831
Operasjonell gjeld								
Forpliktelser	-	15 298	3 925	34 755	70 301	38 079	29 142	16 844
Utsatt skatt	928 492	934 216	966 972	852 750	728 516	696 460	788 057	764 328
Leverandørgjeld og annen kortsiktig gjeld	626 050	750 434	649 155	701 603	794 177	647 375	705 343	765 464
Andre finansielle forpliktelser	-	-	-	22 343	178 225	147 468	-	3 292
Sum operasjonell gjeld	1 554 542	1 699 948	1 620 052	1 611 451	1 771 219	1 529 382	1 522 542	1 549 928
Netto operasjonelle eiendeler (NOA)	6 470 820	6 126 726	5 540 660	5 877 778	5 371 009	5 469 799	5 311 203	5 263 903
Finansielle eiendeler								
Langsiktige fordringer og investeringer	427 134	394 982	405 359	139 328	93 004	96 327	26 542	26 634
Andre finansielle eiendeler	22 891	12 970	6 534	657	-	4 436	80 974	77 913
Markedsbaserte aksjer	35 257	-	60 420	57 172	36 598	75 078	38 915	14 985
Bankinnskudd, kontanter	1 138 648	1 052 389	697 101	604 117	330 801	346 549	497 927	274 601
Sum finansielle eiendeler	1 623 930	1 460 341	1 169 414	801 274	460 403	522 390	644 358	394 133
Finansiell gjeld								
Gjeld til kredittinstitusjoner	3 360 544	2 765 215	2 149 686	1 977 392	1 748 130	933 376	1 206 021	1 288 221
Obligasjonslån	1 851 233	2 101 959	2 321 575	2 245 062	1 854 173	2 073 898	1 874 575	1 874 906
Annen langsiktig gjeld	18 478	17 132	33 551	20 574	26 739	19 537	6 186	3 154
Kortsiktig andel av langsiktig gjeld	466 000	642 634	305 000	561 504	700 000	1 328 000	782 200	302 000
Sum finansiell gjeld	5 696 255	5 526 940	4 809 812	4 804 532	4 329 042	4 354 811	3 868 982	3 468 281
Netto finansiell gjeld (NFO)	4 072 325	4 066 599	3 640 398	4 003 258	3 868 639	3 832 421	3 224 624	3 074 148
Prinsippendring			- 50 040					
Alminnelig egenkapital (CSE=NOA-NFO)	2 398 495	2 060 127	1 850 222	1 874 520	1 502 370	1 637 378	2 086 579	2 189 765

Tabell 8: Omstrukturert balanse, tall i 1000 NOK

Vi har valgt å anse *investering i tilknyttet selskap* som en operasjonell eiendel. I følge Gjesdal (2007) kan posten anses som driftsrelatert, selv om den ikke kan knyttes direkte til driften. Color Lines noter viser at det tilknyttede selskapet ONS Ship Finance AS er et skipseiende konsern som eier Superspeed 1 og Superspeed 2, som er utleid på langsiktige kontrakter til Color Line Transport (Color Line, 2018a). Sistnevnte støtter også opp om klassifiseringen som operasjonell, ettersom disse skipene er en del av kjernevirksomheten til Color Line.

Posten *bankinnskudd, kontanter* har vi valgt å anse som finansiell, ettersom det ikke er gitt tilstrekkelig informasjon i årsrapportene om andelen som er knyttet til driften. I følge Penman (2013) er det da mest hensiktsmessig å klassifisere hele posten som finansiell.

For Color Line består posten *forpliktelser* av netto pensjonsforpliktelser. I følge Gjesdal (2007) kan pensjonsrelaterte poster være tvetydige og anses som både operasjonelle og finansielle. For å sikre samsvar mellom balansen og resultatet velger vi å klassifisere posten som operasjonell, ettersom pensjonskostnaden er ytelsesbasert og dermed inngår i lønnskostnadene.

Andre finansielle forpliktelser har vi valgt å klassifisere som operasjonell, ettersom denne er knyttet til bunkersderivater, som er helt sentrale i Color Lines virksomhet.

Posten *langsiktige fordringer og investeringer* er kategorisert som finansiell i Color Lines opprinnelige balanse. I notene er det oppgitt at den største andelen er en fordring til konsernselskapet, i perioden 2010 til 2015. Når denne faller bort i 2016, er den største andelen investering i Ålesund Stadion. På grunn av lite informasjon om fordringen til konsernselskapet, samt at vi ikke anser investeringen i Ålesund Stadion som en del av selskapets drift, velger vi å beholde denne posten som finansiell.

5.4.2 Resultatregnskapet

Resultatregnskapet viser selskapets resultater fra forretningsaktiviteter. Ved hjelp av et omgruppert resultatregnskap kan vi skille profitt og tap som kommer fra operasjonelle og finansielle eiendeler. Første del av omstruktureringen består av å definere brutto driftsresultat fra normal drift. Dette innebærer å identifisere og trekke ut unormale poster, som ikke forventes å generere verdi i fremtiden. Videre inkluderes «dirty surplus» postene som er fremstilt i egenkapitaloppstillingen, ettersom det omstrukturerte resultatregnskapet baserer seg på et fullstendig nettoresultat. Til slutt presenteres finanspostene. For å beregne skatteeffekten på de ulike postene har vi benyttet marginalsatt for de ulike årene, presentert nederst i tabell 9 (Skatteetaten, 2018).

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Salgsinntekter	4 508 912	4 585 546	4 511 603	4 551 639	4 594 203	4 586 550	4 895 931	4 967 519
Resultat investering i tilknyttet selskap og datterselskap	-	-	285	16 238	12 740	22 634	30 113	29 842
Sum driftsinntekter	4 508 912	4 585 546	4 511 888	4 567 877	4 606 943	4 609 184	4 926 044	4 997 361
Varekost	- 1 539 917	- 1 549 536	- 1 587 147	- 1 647 119	- 1 736 327	- 1 705 361	- 1 657 284	- 1 629 261
Lønnskostnader	- 1 230 750	- 1 285 836	- 1 322 097	- 1 304 203	- 1 315 095	- 1 285 013	- 1 277 775	- 1 327 814
Andre driftskostnader	- 769 133	- 830 148	- 774 424	- 828 541	- 807 809	- 762 935	- 811 450	- 830 943
Av-og nedskrivninger	- 299 337	- 343 169	- 325 820	- 318 347	- 345 056	- 343 074	- 318 769	- 335 898
Charterleie og leasingkostnader	- 122 568	- 118 276	- 117 975	- 203 949	- 202 246	- 207 560	- 214 254	- 213 412
Sum driftskostnader	- 3 961 705	- 4 126 965	- 4 127 463	- 4 302 159	- 4 406 533	- 4 303 943	- 4 279 532	- 4 337 328
Brutto driftsresultat (normal drift)	547 207	458 581	384 425	265 718	200 410	305 241	646 512	660 033
Rapportert skatt	- 128 724	- 23 066	- 33 316	28 969	36 917	22 657	- 89 483	- 68 118
Skatteeffekt finansposter	- 22 758	- 57 558	- 62 844	- 67 067	- 80 451	- 54 564	- 36 388	- 53 498
Skatteeffekt andre unormale poster	-	- 48 884	- 10 821	214	- 10 438	7 766	3 669	728
Sum skatt på normalt driftsresultat	- 151 482	- 129 507	- 106 981	- 37 884	- 53 973	- 24 141	- 122 201	- 120 888
Netto driftsresultat (normal drift)	395 725	329 074	277 444	227 834	146 437	281 100	524 311	539 145
Andre unormale poster (før-skatt-poster)								
Andre særskilte poster	-	- 150 222	-	-	- 38 660	- 5 254	-	-
Verdiendring finansielle derivater	-	- 24 362	- 38 646	763	-	34 016	14 677	3 032
Skatt på unormale poster	-	- 48 884	- 10 821	- 214	10 438	- 7 766	- 3 669	- 728
Andre driftsrelaterte poster (etter skatt-poster)								
Estimatavvik pensjoner	-	-	-	2 002	- 32 362	24 691	7 199	8 778
Netto gevinst/tap bunkerssikring	- 992	- 13 122	5 486	- 4 231	- 114 248	6 116	167 010	2 054
Netto driftsresultat	394 733	190 251	255 105	226 154	- 28 394	332 903	709 528	552 281
Finansinntekter/-kostnader								
Renteinntekter	49 608	44 661	42 230	37 816	42 034	38 294	36 850	30 656
Rentekostnader	- 212 608	- 239 142	- 236 410	- 218 741	- 208 107	- 204 415	- 189 659	- 168 917
Netto gevinst/tap finansielle instrumenter til virkelig verdi over resultatet	4 582	8 566	- 27 594	42	- 24 905	- 8 966	-	- 9 054
Urealiserte agio/disagio	56 596	4 630	25 907	- 63 930	- 42 273	- 35 945	31 128	- 40 132
Tap/gevinst aksjer	19 950	1 456	3 841	15 904	- 21 076	- 7 405	14 460	2 789
Låneomkostninger	- 13 183	- 21 161	- 30 027	- 20 030	- 20 866	- 20 355	- 27 404	- 25 627
Annen finansiell inntekt/kostnad	-	-	189	- 278	-	-	-	-
Nedskrivning lån	-	-	-	11 194	-	-	-	-
Agio/disagio	13 776	- 4 573	- 2 579	- 1 502	- 22 775	36 704	- 10 925	- 12 624
Brutto finansielle kostnader og inntekter	- 81 279	- 205 563	- 224 443	- 239 525	- 297 968	- 202 088	- 145 550	- 222 909
Skatteeffekt på finansposter	22 758	57 558	62 844	67 067	80 451	54 564	36 388	53 498
Andre finansielle poster (etter skatt-poster)								
Omregningsdifferanser valuta	- 1 359	403	- 2 919	7 933	2 652	3 242	- 4 434	3 899
Netto finansielle kostnader og inntekter	- 59 880	- 147 602	- 164 518	- 164 525	- 214 865	- 144 282	- 113 597	- 165 512
Fullstendig nettoresultat	334 853	42 649	90 587	61 629	- 243 257	188 621	595 931	386 769
Marginalsatt	0,28	0,28	0,28	0,28	0,27	0,27	0,25	0,24

Tabell 9: Omstrukturert resultatregnskap, tall i 1000 NOK

Vi har valgt å presentere de finansielle postene slik de fremkommer i notene, ettersom det opprinnelige resultatregnskapet til Color Line kun presenterer sum finansinntekter og kostnader. Posten *resultat investering i tilknyttet selskap og datterselskap* er opprinnelig presentert som en finansiell post, men ettersom vi ønsker samsvar mellom balanse og resultat, har vi valgt å anse denne posten som en del av de normale driftsinntektene. I tillegg anser vi *verdiendring finansielle derivater*, som en del av Color Lines unormale drift, ettersom denne er knyttet til verdiendringer i bunkerssikringer. Dette utløser en skattejustering mellom finans og drift.

Andre særskilte poster er vurdert til å være en unormal post, da denne gjelder blant annet restruktureringskostnader og miljømessige investeringer. Dette anses som enkelttransaksjoner som ikke vil generere verdi i fremtiden, og medfører en skatteeffekt som det korrigeres for under skatteberegningen. Normalt sett ville også nedskrivninger av anleggsmidler anses som en unormal post, men ettersom det er manglende opplysninger om summen på nedskrivninger, velger vi å la posten *av- og nedskrivninger* være en del av normal drift.

«Dirty surplus» posten *estimataavvik pensjoner og netto gevinst/tap bunkerssikring* har vi vurdert til å være en del av driften til Color Line, ettersom tilhørende balanseposter *forpliktelse* og *andre finansielle forpliktelse* er en del av den operasjonelle gjelden. Den siste «dirty surplus» posten, *omregningsdifferanser valuta*, anser vi som finansiell. Ettersom disse postene er etter skatt-poster, foretas det ingen skattejusteringer.

5.5 Sammenligning av den omstrukturerte balansen og resultatregnskapet med historiske tall og komparative selskaper

For å kunne foreta en vurdering av et selskaps prestasjoner er det nødvendig å benytte «benchmarks» (Penman, 2013). Dette innebærer en sammenligning av utvalgte regnskapsposter på tvers av komparative selskaper eller basert på selskapets historiske tall. For å analysere utviklingen i Color Lines historiske tall, benytter vi en trendanalyse. I tillegg, for å gi en grundigere vurdering, vil vi anvende en «common size» analyse for å sammenligne Color Line med den komparative bransjen. Disse analysene vil være med på å danne grunnlaget for prognostiseringen i kapittel 8.

5.5.1 Trendanalyse

Gjennom en trendanalyse kan vi observere et selskaps utvikling over tid, ved å sammenligne utvalgte regnskapsposter med et basisår (Penman, 2013). Basisåret settes til 2010, som er det første året i vår analyseperiode. Analysen er basert på Color Lines omstrukturerte resultatregnskap og balanse.

Trendanalyse av omstrukturert balanse

Tabell 10 nedenfor viser en trendanalyse av utvalgte balanseposter hos Color Line. Vi har valgt å inkludere enkeltposter som eksisterte hos selskapet i basisåret og på nåværende tidspunkt, ettersom det er disse postene det er mulig å analysere trenden til. Likevel har vi valgt å vise sum operasjonelle eiendeler og gjeld slik den fremkommer i den omstrukturerte balansen. Ettersom vi antar at det er den operasjonelle delen som skaper verdi for selskapet i fremtiden, har vi valgt å fokusere på disse postene.

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Gj.snitt 2011-2017
Operasjonelle eiendeler									
Goodwill og andre immatrielle eiendeler	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %
Tomter bygninger og annen fast eiendom	100 %	95 %	89 %	87 %	86 %	81 %	74 %	71 %	83 %
Inventar og utstyr	100 %	120 %	92 %	129 %	125 %	79 %	72 %	98 %	102 %
Skip	100 %	98 %	75 %	72 %	69 %	67 %	65 %	62 %	73 %
Varebeholdning	100 %	98 %	87 %	101 %	92 %	109 %	107 %	108 %	100 %
Kundefordringer og andre fordringer	100 %	77 %	111 %	191 %	175 %	174 %	177 %	163 %	153 %
Sum operasjonelle eiendeler	100 %	98 %	89 %	93 %	89 %	87 %	85 %	85 %	89 %
Operasjonell gjeld									
Utsatt skatt	100 %	101 %	104 %	92 %	78 %	75 %	85 %	82 %	88 %
Leverandørgjeld og annen kortsiktig gjeld	100 %	120 %	104 %	112 %	127 %	103 %	113 %	122 %	114 %
Sum operasjonell gjeld	100 %	109 %	104 %	104 %	114 %	98 %	98 %	100 %	104 %
Netto operasjonelle eiendeler (NOA)	100 %	95 %	86 %	91 %	83 %	85 %	82 %	81 %	86 %
Netto finansiell gjeld (NFO)	100 %	100 %	89 %	98 %	95 %	94 %	79 %	75 %	90 %
Alminnelig egenkapital (CSE=NOA-NFO)	100 %	86 %	77 %	78 %	63 %	68 %	87 %	91 %	79 %

Tabell 10: Trendanalyse av omstrukturert balanse

De totale operasjonelle eiendelene har hatt en negativ utvikling i forhold til basisåret, men likevel en stabil trend på rundt 90 prosent. Den negative utviklingen skyldes i stor grad reduksjonen i postene *tomter, bygninger og annen fast eiendom*, og *skip*. I henhold til Color Lines årsrapport henger dette i stor grad sammen med av- og nedskrivninger (Color Line, 2017a). I 2007 anskaffet Color Line de to Superspeed-skipene, noe balanseposten *skip* naturligvis ble påvirket av. Siden den gang har det blitt gjort årlige avskrivninger på både Superspeed-skipene og de andre skipene, noe som reduserer verdien i balanseposten. Posten *tomter, bygninger og annen fast eiendom* står det lite detaljert informasjon om, men det er også naturlig at fallet i denne balanseposten er knyttet til avskrivninger. Selv om trendanalysen viser at de operasjonelle eiendelene har hatt en stabil trend totalt sett, observerer vi at posten *inventar og utstyr*, har hatt store svingninger. I 2011, 2013 og 2017 er det en økning i balanseposten

inventar og utstyr, noe som kan knyttes til de regelmessige oppgraderingene av skipene. Den negative veksten i postene beskrevet ovenfor, blir til en viss grad nøytralisert av den positive trenden i fordringer, fra og med 2012. I følge årsrapportene skyldes dette hovedsakelig en økning i andre fordringer, på Color Lines tilknyttede selskap.

Den totale operasjonelle gjelden har vært relativt stabil i forhold til basisåret, med en gjennomsnittlig variasjon på fire prosentpoeng. Vi observerer likevel større variasjoner i de to utvalgte postene *utsatt skatt* og *leverandørgjeld og annen kortsiktig gjeld*. Gjennom analyseperioden har det vært en nedgang i *utsatt skatt*, mens det har vært en økning i *leverandørgjeld og annen kortsiktig gjeld*. Ettersom den totale operasjonelle gjelden har vist en stabil trend, samt at de operasjonelle eiendelene er blitt redusert i analyseperioden, har dette ført til en negativ utvikling i netto operasjonelle eiendeler (NOA). Gjennomsnittlig NOA i analyseperioden ligger på rundt 85 prosent av basisåret.

Netto finansielle gjeld (NFO) er redusert gjennom hele analyseperioden i forhold til basisåret. Dette skyldes i hovedsak en stor reduksjon i *gjeld til kredittinstitusjoner* gjennom analyseperioden. Reduksjonen i NFO er gjennomsnittlig på rundt 10 prosentpoeng av basisåret. Sammen med reduksjonen i NOA, vil dette totalt sett føre til en reduksjon i CSE på omtrent 20 prosentpoeng i forhold til basisåret.

Trendanalyse av omstrukturert resultatregnskap

Tabell 11 viser en trendanalyse av utvalgte resultatposter hos Color Line. I likhet med trendanalysen av balansen, har vi også her valgt å inkludere poster som har eksistert gjennom hele analyseperioden. I tillegg fokuserer vi på operasjonelle poster fra normal drift, ettersom disse forekommer hvert år og kan trendanalyseres.

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Gj.snitt 2011-2017
Salgsinntekter	100 %	102 %	100 %	101 %	102 %	102 %	109 %	110 %	104 %
Varekost	100 %	101 %	103 %	107 %	113 %	111 %	108 %	106 %	107 %
Lønnskostnader	100 %	104 %	107 %	106 %	107 %	104 %	104 %	108 %	106 %
Andre driftskostnader	100 %	108 %	101 %	108 %	105 %	99 %	106 %	108 %	105 %
Av-og nedskrivninger	100 %	115 %	109 %	106 %	115 %	115 %	106 %	112 %	111 %
Charterleie og leasingkostnader	100 %	96 %	96 %	166 %	165 %	169 %	175 %	174 %	149 %
Sum driftskostnader	100 %	104 %	104 %	109 %	111 %	109 %	108 %	109 %	108 %
Netto driftsresultat (normal drift)	100 %	83 %	70 %	58 %	37 %	71 %	132 %	136 %	84 %
Netto finansielle kostnader og inntekter	100 %	246 %	275 %	275 %	359 %	241 %	190 %	276 %	266 %
Fullstendig nettoresultat	100 %	13 %	27 %	18 %	-73 %	56 %	178 %	116 %	48 %

Tabell 11: Trendanalyse av omstrukturert resultatregnskap

Salgsinntektene til Color Line har hatt vist en positiv trend gjennom analyseperioden. Veksten har vært marginal, men likevel økende. I følge årsrapporten til Color Line for 2017 er antall reisende redusert med omtrent 40 000 fra året før, noe som betyr at økningen i salgsinntekter skyldes en økt inntjening per kunde (Color Line, 2018a).

Selskapets totale driftskostnader har vært stabile i analyseperioden etter basisåret, med en gjennomsnittsvariasjon på åtte prosent. Dersom vi analyserer de enkelte kostnadspostene vil variasjon være noe større. Det går frem av årsrapporten fra 2016 at resultatene de siste årene har vært svært preget av økte kostnader, spesielt nevnt er posten *charterleie og leasingkostnader* (Color Line, 2017a). Dette gjenspeiles i trendanalysen, som viser at denne posten har hatt en økning på omtrent 65 til 75 prosentpoeng fra 2013, i forhold til basisåret. *Lønnskostnader* har hatt en generell økning på omtrent seks prosentpoeng, sammenlignet med basisåret. I tillegg ser vi at posten *andre driftskostnader* har hatt en gjennomsnittlig reduksjon på fem prosentpoeng. Sistnevnte er den miste kostnadsposten til Color Line og vil dermed ikke ha stor påvirkning på den totale endringen. Det går ikke frem detaljerte beskrivelser av disse kostnadspostene i årsrapporten til selskapet, og vi vil derfor ikke kommentere endringene ytterligere. Posten *varekostnad* har hatt en generell økning gjennom analyseperioden, og var høyest i 2014. Dette skyldtes, i følge Color Lines årsrapport for 2014, høyere bunkerskostnader som et resultat av en svakere norsk valuta mot USD (Color Line, 2015).

På tross av relativt stabile inntekter og kostnader fra normal drift, har netto driftsresultat fra normal drift vært ustabil. Dette skyldes at veksten i inntekter og kostnader for hvert enkelt år ikke korrelerer. I årene fra 2012 til 2015 er veksten i inntektene lavere enn tilhørende kostnader, noe som har redusert driftsmarginen, mens det fra 2016 og 2017 har vært større vekst i inntektene enn kostnadene, som har resultert i en høyere driftsmargin.

Posten *netto finansielle kostnader og inntekter* er svært ustabil gjennom analyseperioden og dette har ført til store variasjoner i det fullstendige nettoresultatet. Tabell 11 viser en negativ trend for det fullstendige nettoresultatet i forhold til basisåret, i årene fra 2011 til 2015. Dette henger sammen med det høye positive resultatet selskapet hadde i basisåret. Vi ser likevel at det er et positivt fullstendige nettoresultat gjennom hele analyseperioden, bortsett fra i 2014. Dette året skiller seg fra de andre med et negativt fullstendig nettoresultat. I følge Color Lines årsrapport for 2014 skyldes dette i hovedsak endringer i nærmarkedet, samt høyere bunkerskostnader. Dersom vi ser på utviklingen i de to siste årene i analyseperioden i helhet,

kan vi konkludere med at Color Line har forbedret det fullstendige nettoresultatet, sammenlignet med basisåret.

5.5.2 «Common size» analyse

Ved å benytte en «common size» analyse kan vi sammenligne Color Lines regnskapstall med tallene for den komparative bransjen. Ettersom den komparative bransjen består av flere firma med ulik størrelse, anser vi det som mest hensiktsmessig å sammenligne ved hjelp av forholdstall. «Common size» analysen er en teknikk som eliminerer effekten av størrelsen på de ulike regnskapspostene, ettersom forholdstallene beregnes på grunnlag av hvert enkelt selskaps salgsinntekter, totale operasjonelle eiendeler og gjeld (Penman, 2013). På lik linje med trendanalysen, danner det omstrukturerte regnskapet grunnlaget for analysen. Vi har derfor foretatt en omstrukturering av de komparative selskaperes balanse og resultatregnskap. Disse er presentert i appendiks 3 til 11.

Vi har valgt å analysere de komparative selskapene over en periode på fire år, 2014 til 2017. Denne korte analyseperioden er valgt ettersom det komparative selskapet, Fjord Line, begynte med IFRS-rapportering i 2014 og dermed vil regnskapstallene være mest sammenlignbare fra dette året. I den videre fremstillingen har vi valgt å sammenligne Color Line med et bransjegjennomsnitt. Fullstendige «common size» tall for Color Line er vedlagt i appendiks 12 og 13.

«Common size» resultatregnskap

I tabell 12 presenteres «common size» tall for utvalgte resultatposter til Color Line, samt et gjennomsnitt for bransjen. Ettersom de ulike selskapene presenterer og definerer resultatpostene svært ulikt, har det vært vanskelig å finne enkeltposter som er sammenlignbare. Tabellen viser derfor de viktigste sum- og resultatpostene, i tillegg til to kostnadsposter som vi anser som sammenlignbare.

	2014		2015		2016		2017	
	Color Line	Bransje	Color Line	Bransje	Color Line	Bransje	Color Line	Bransje
Sum driftsinntekter	100,00 %	100,00 %	100,00 %	100,00 %	100,00 %	100,00 %	100,00 %	100,00 %
Lønnskostnader	-28,55 %	-25,16 %	-27,88 %	-23,58 %	-25,94 %	-22,75 %	-26,57 %	-21,43 %
Avskrivninger	-7,49 %	-12,52 %	-7,44 %	-13,03 %	-6,47 %	-13,82 %	-6,72 %	-12,72 %
Sum driftskostnader	-95,65 %	-101,79 %	-93,38 %	-96,27 %	-86,88 %	-91,94 %	-86,79 %	-91,63 %
Netto driftsresultat (normal drift)	3,18 %	-9,12 %	6,10 %	1,85 %	10,64 %	7,95 %	10,79 %	8,67 %
Netto driftsresultat	-0,62 %	-9,50 %	7,22 %	3,72 %	14,40 %	8,78 %	11,05 %	10,28 %
Netto finansielle kostnader og inntekter	-4,66 %	1,03 %	-3,13 %	-1,78 %	-2,31 %	-4,72 %	-3,31 %	-1,57 %
Fullstendig nettoresultat	-5,28 %	-8,47 %	4,09 %	1,93 %	12,10 %	4,06 %	7,74 %	8,71 %

Tabell 12: «Common size» resultatregnskap, komparativ bransje

I den strategiske analysen ble nærskipfartsbransjen beskrevet som en bransje preget av svært høye kostnader og lave marginer, noe som bekreftes av analysen ovenfor. Etersom vi antar at det er den normale operasjonelle driften som genererer verdi, er det interessant å sammenligne netto driftsresultat fra normal drift. Basert på tabell 12 kan vi se at Color Line ligger over bransjegjennomsnittet for alle år i analyseperioden. Dette danner et noe feilaktig bilde, ettersom Fjord Line reduserer bransjegjennomsnittet betraktelig, på grunn av negative resultater i perioden 2014 til 2016. Vi mener likevel det er viktig å inkludere selskapet i analysen, for å kunne foreta en fullstendig vurdering av Color Lines prestasjoner i forhold til de største konkurrentene. Bransjegjennomsnittet blir positivt påvirket av resultatene til både Stena Line og DFDS Seaways. Begge selskapene har generelt sett et høyere netto driftsresultat fra normal drift enn Color Line. En mulig forklaring er at selskapene har flere forretningsområder, som kan øke lønnsomheten.

Analysen viser at Color Lines totale driftskostnader er lavere enn bransjegjennomsnittet. Dette danner også et noe feilaktig bilde, ettersom Fjord Lines driftskostnader skiller seg betraktelig fra de andre selskapene. I både 2014 og 2015 hadde Fjord Line driftskostnader som oversteg driftsinntektene, mens driftskostnadene i senere de årene har vær tilnærmet lik driftsinntektene. Dette påvirker bransjegjennomsnittet betydelig. De to resterende komparative selskapene, DFDS Seaways og Stena Line, har en andel totale driftskostnader som er mer lik Color Lines. Begge selskapene har hatt lavere driftskostnader enn Color Line i starten av analyseperioden, men har oversteget Color Line i 2016 og 2017. Som nevnt innledningsvis har vi valgt å inkludere to kostnadsposter vi kommenterer ytterligere: *avskrivninger* og *lønnskostnader*.

Analysen viser at Color Line ligger under bransjegjennomsnittet for *posten avskrivninger*, gjennom hele analyseperioden. DFDS Seaways ligger relativt likt som Color Line, mens Fjord Line og Stena Line ligger mye høyere. Etersom *posten avskrivninger* har sammenheng med selskapenes eiendeler, er det lite selskapene kan gjøre for å endre denne på kort sikt. *Posten lønnskostnader* er på den andre siden mulig å redusere for selskapet. Som nevnt i den strategiske analysen mener Color Line de er lite konkurransedyktige ved å seile under norsk flagg, på grunn av de høye lønnskostnadene. Per i dag er Color Line det eneste rederiet som seiler under norsk flagg, og det er derfor interessant å sammenligne denne kostnadsposten med de komparative selskapene. Tabell 12 viser at Color Line har relativt like lønnskostnader som bransjegjennomsnittet. Realiteten er likevel at Fjord Line trekker opp dette snittet, og at Stena Line og DFDS Seaways har lønnskostnader omtrent 10 prosentpoeng under Color Line.

«Common size» balanse

I tabell 13 presenteres «common size» tall for balansen til Color Line, samt et gjennomsnitt for bransjen. Vi har valgt å vise balansepostene vi anser som sammenlignbare for selskapene. Prosentandelene som er presentert i analysen beskriver den relative sammensetningen av selskapenes netto operasjonelle eiendeler.

	2014		2015		2016		2017	
	Color Line	Bransje	Color Line	Bransje	Color Line	Bransje	Color Line	Bransje
Tomter bygninger og annen fast eiendom	7,84 %	1,53 %	7,52 %	1,33 %	7,06 %	1,46 %	6,81 %	2,05 %
Skip	53,63 %	66,40 %	53,09 %	66,34 %	52,28 %	65,46 %	50,66 %	62,63 %
Varebeholdning	1,93 %	0,62 %	2,33 %	0,62 %	2,35 %	0,68 %	2,38 %	0,67 %
Kundefordringer	1,62 %	6,15 %	1,30 %	5,83 %	1,35 %	5,62 %	1,52 %	5,82 %
Sum operasjonelle eiendeler	100,00 %	100,00 %	100,00 %	100,00 %	100,00 %	100,00 %	100,00 %	100,00 %
Netto utsatt skatteforpliktelse	41,13 %	8,15 %	45,54 %	10,01 %	51,76 %	10,15 %	49,31 %	7,70 %
Annen kortsiktig gjeld	32,31 %	35,85 %	29,10 %	28,45 %	29,21 %	28,20 %	29,22 %	27,35 %
Leverandørgjeld	12,53 %	26,76 %	13,23 %	30,68 %	17,12 %	32,72 %	20,16 %	36,56 %
Sum operasjonell gjeld	100,00 %	100,00 %	100,00 %	100,00 %	100,00 %	100,00 %	100,00 %	100,00 %

Tabell 13:» Common size» balanse, komparativ bransje

Tabellen viser at det er store variasjoner mellom Color Lines struktur i operasjonelle eiendeler, sammenlignet med bransjen. Dersom vi sammenligner posten *skip*, som er den desidert største eiendelsposten hos samtlige firma, ser vi at posten utgjør en mindre andel for Color Line, sammenlignet med bransjen. Dette bildet er noe misvisende, ettersom bransjegjennomsnittet i stor grad påvirkes av Fjord Lines høye andel på rundt 90 prosent. De to resterende selskapene, Stena Line og DFDS Seaways har en andel som er mer lik Color Lines. I tillegg kan posten *kundefordringer* gi et misvisende bilde ved å sammenligne Color Line med bransjegjennomsnittet. Tabellen viser at Color Line ligger relativt mye under bransjen, men dette skyldes i stor grad DFDS Seaways høye kundefordringer. Et mer korrekt bilde er at Color Line er lik bransjen, mens DFDS Seaways skiller seg ut.

Analysen viser at posten *tomter, bygninger og annen fast eiendom* er betydelig høyere for Color Line enn gjennomsnittet for bransjen. En mulig forklaring kan være at Color Line eier terminalbygg i Oslo, Larvik, Hirtshals og Strømstad, mens de andre selskapene i større grad benytter seg av leieavtaler med havnene. I tillegg viser analysen at posten *varebeholdning* er forholdsmessig større for Color Line enn bransjen. Ettersom vi ikke fant noen tall på denne posten i årsrapporten til Stena Line, er bransjegjennomsnittet beregnet på grunnlag av Fjord Line og DFDS Seaways tall. Begge selskap har lavere andel enn Color Line gjennom hele analyseperioden.

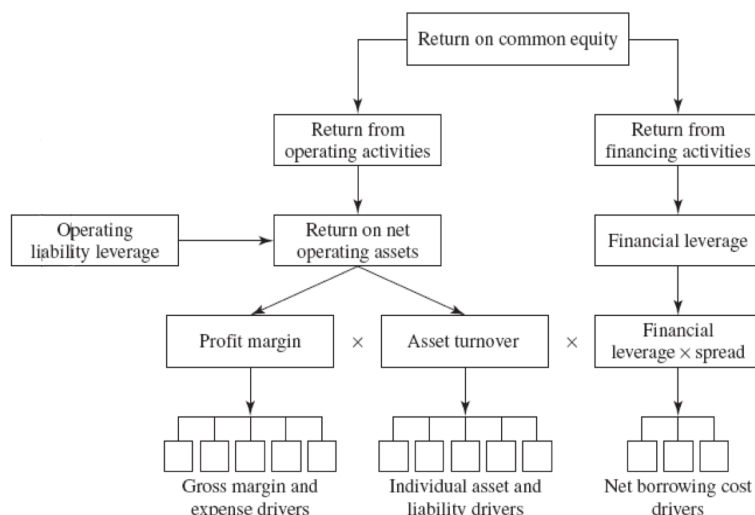
Dersom vi ser på variasjonen mellom Color Lines og bransjenes struktur i operasjonell gjeld, er denne noe mindre enn for eiendelene. Posten som skiller seg ut er *netto skatteforpliktelse*, men årsaker er vanskelig å kommentere, grunnet de ulike landenes skatteregler. Posten *annen kortsiktig gjeld* er relativt lik for Color Line, sammenlignet med bransjegjennomsnittet som er beregnet i tabellen. Dersom vi analyserer selskapene separat ser vi at ulikhetene er større. Stena Line og DFDS Seaways har en lavere andel *annen kortsiktig gjeld* enn Color Line, mens Fjord Line har en høyere. For posten *leverandørgjeld* viser analysen at Color Line har en mindre andel enn bransjen. Bransjetallet påvirkes i stor grad av DFDS Seaways og Fjord Lines høye andel, men nøytraliseres noe av Stena Lines lave andel, gjennom analyseperioden.

Totalt sett ser vi at det er ulikheter i strukturen på selskapenes eiendeler og gjeld. På tross av ulikhetene, anser vi ikke Color Line som et selskap som skiller seg veldig ut fra den komparative bransjen. Den ulike strukturen skyldes trolig de ulike forretningsområdene som både Stena Line og DFDS har, i tillegg til at Fjord Line er et nyere selskap, noe som naturligvis påvirker strukturen på balansepostene.

5.6 Lønnsomhetsanalyse

I følge Penman (2013) er superprofitt påvirket av avkastingen på alminnelig egenkapital (ROCE) og vekst i investeringer. Verdsettelsen innebærer derfor en prognostisering av disse to faktorene. For å kunne foreta denne prognostiseringen av fremtiden, er det nødvendig å forstå hva som har vært selskapets drivere av lønnsomhet og vekst. Analysen av driverne av ROCE er kalt en lønnsomhetsanalyse, og blir foretatt i dette delkapittelet. Analysen av selskapets vekst blir foretatt i delkapittel 5.7.

Gjennom en lønnsomhetsanalyse får vi kunnskap om Color Lines nåværende ROCE og dens verdidrivere. Dette gjøres gjennom en dekomponering av ROCE, i tre nivåer, som vist i figur 11. Det første steget innebærer en analyse av effekten på operasjonelle og finansielle aktiviteter. Deretter, i det andre steget, identifiseres effekten av profittmarginer (PM) og eiendelenes omløpshastighet (ATO). Til slutt, i det tredje steget, blir driverne av PM, ATO og netto finansielle lånekostnader (NBC) beregnet. I denne oppgaven vil kun foreta de to første stegene.



Figur 11: Dekomponering av ROCE, Penman (2013), s.366

5.6.1 Førstegrads dekomponering

Første steg i dekomponeringen består av å bryte ned ROCE i tre drivere: avkastning på netto operasjonelle eiendeler (RNOA), finansiell gjeldsgrad (FLEV) og operasjonell spredning (SPREAD) (Penman, 2013). Følgende sammenheng foreligger:

$$ROCE = RNOA + [FLEV \times SPREAD]$$

$$ROCE = RNOA + [FLEV \times (RNOA - NBC)]$$

(Penman, 2013, s.366)

Avkastning på netto operasjonelle eiendeler (RNOA)

I følge Penman (2013) beskriver RNOA selskapets evne til å generere avkastning gjennom de operasjonelle aktivitetene, og kan beregnes ved hjelp av følgende formel:

$$RNOA = \frac{\text{Netto driftsresultat}}{\text{Gjennomsnittlig NOA}}$$

(Penman, 2013, s.366)

Tabell 14 nedenfor viser RNOA for Color Line gjennom analyseperioden, 2010 til 2017.

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Gj.snitt
Netto driftsresultat	394 733	190 251	255 105	226 154	- 28 394	332 903	709 528	552 281	
IB NOA		6 470 820	6 126 726	5 540 660	5 877 778	5 371 009	5 469 799	5 311 203	
UB NOA	6 470 820	6 126 726	5 540 660	5 877 778	5 371 009	5 469 799	5 311 203	5 263 903	
Gjennomsnittlig NOA		6 298 773	5 833 693	5 709 219	5 624 394	5 420 404	5 390 501	5 287 553	
RNOA		3,02 %	4,37 %	3,96 %	-0,50 %	6,14 %	13,16 %	10,44 %	5,80 %

Tabell 14: Avkastning på netto operasjonelle eiendeler (RNOA)

En oversikt i Penman (2013) viser en RNOA-median på 9,1 prosent, for fraktsegmentet. Basert på tabellen ovenfor kan vi se at Color Line har oversteget denne RNOA-medianen i 2016 og 2017, noe som er veldig positivt. Som diskutert under punkt 5.3.1, kan datagrunnlaget til denne medianen være noe utdaterte, og vi vil derfor supplere med tall fra den komparative bransjen. Disse blir presentert i tabell 15 nedenfor.

	2015	2016	2017
RNOA Stena Line	7,00 %	4,58 %	2,06 %
RNOA Fjord Line	-4,91 %	0,74 %	5,58 %
RNOA DFDS Seaways	13,53 %	18,14 %	18,38 %
Gjennomsnittlig RNOA	5,21 %	7,82 %	8,67 %

Tabell 15: Avkastning på operasjonelle eiendeler (RNOA), komparativ bransje

Gjennomsnittlig RNOA for den komparative bransjen i analyseperioden varierer fra 5,21 til 8,67 prosent. Vi kan derfor si at Color Line har en akseptabel RNOA sammenlignet med bransjen. Tabell 14 viser en gjennomsnittlig økning i RNOA for Color Line gjennom analyseperioden. Dette er et resultat av en jevn nedgang i gjennomsnittlig NOA, samt en økning i netto driftsresultat de siste årene. Reduksjonen i RNOA i 2014 skyldes det negative netto driftsresultatet, som har sammenheng med de økte kostnadene som er beskrevet under trendanalysen av resultatregnskapet, i punkt 5.5.1.

Finansiell gjeldsgrad (FLEV) og operasjonell spredning (SPREAD)

De to komponentene FLEV og SPREAD forklarer selskapets utnyttelse av finansielle aktiviteter og kan beregnes ved hjelp av følgende formler (Penman, 2013):

$$FLEV = \frac{\text{Gjennomsnittlig NFO}}{\text{Gjennomsnittlig CSE}}$$

$$SPREAD = RNOA - NBC$$

(Penman, 2013, s.366)

Ved at et selskap benytter seg av FLEV, har de muligheten til å øke andelen av eiendeler ut over hva egenkapitalen kan finansiere, og dermed øke avkastningen på alminnelig egenkapital (Penman, 2013). En økt avkastning på alminnelig egenkapital forutsetter at avkastningen på eiendelene finansiert ved FLEV er høyere enn lånekostnaden. Denne differansen kalles for SPREAD. Det er likevel verdt å bemerke seg at en økt avkastning på egenkapitalen gjennom en økning i FLEV, også vil medføre et høyere avkastningskrav på egenkapitalen. I tabell 16 nedenfor presenteres beregningene for Color Line.

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Gj.snitt
Gjennomsnittlig NFO	4 069 462	3 853 499	3 821 828	3 935 949	3 850 530	3 528 523	3 149 386	
Gjennomsnittlig CSE	2 229 311	1 955 175	1 862 371	1 688 445	1 569 874	1 861 979	2 138 172	
FLEV	1,83	1,97	2,05	2,33	2,45	1,90	1,47	2,00
RNOA	3,02 %	4,37 %	3,96 %	-0,50 %	6,14 %	13,16 %	10,44 %	
NFE	147 602	164 518	164 525	214 865	144 282	113 597	165 512	
Gjennomsnittlig NFO	4 069 462	3 853 499	3 821 828	3 935 949	3 850 530	3 528 523	3 149 386	
NBC	3,63 %	4,27 %	4,30 %	5,46 %	3,75 %	3,22 %	5,26 %	
SPREAD	-0,61 %	0,10 %	-0,34 %	-5,96 %	2,39 %	9,94 %	5,19 %	1,53 %
FLEV x SPREAD	-1,11 %	0,20 %	-0,71 %	-13,90 %	5,87 %	18,84 %	7,64 %	2,41 %

Tabell 16: Finansiell gjeldsgrad (FLEV) og operasjonell spredning (SPREAD)

Ved å analysere beregningene i tabell 16 ovenfor kan vi se at Color Line har en positiv FLEV gjennom hele analyseperioden. I følge lønnsomhetsanalysen utarbeidet av Standard & Poor, er FLEV-medianen innenfor fraktbransjen på 0,793 (Penman, 2013). Gjennomsnittet vi har utarbeidet for den komparative bransjen ligger noe over denne medianen, og varierte fra 1,14 til 1,39 i analyseperioden som vist i tabell 17.

	2015	2016	2017
FLEV DFDS Seaways	0,35	0,34	0,38
FLEV Stena Line	1,06	0,96	0,85
FLEV Fjord Line	2,74	2,43	2,18
Gjennomsnittlig FLEV	1,39	1,24	1,14
SPREAD DFDS Seaways	8,99 %	6,74 %	11,43 %
SPREAD Stena Line	4,52 %	3,70 %	-2,89 %
SPREAD Fjord Line	-4,84 %	-4,90 %	6,54 %
Gjennomsnittlig SPREAD	2,89 %	1,84 %	5,03 %
FLEV*SPREAD DFDS Seaways	3,19 %	2,26 %	4,33 %
FLEV*SPREAD Stena Line	4,80 %	3,53 %	-2,45 %
FLEV*SPREAD Fjord Line	-13,28 %	-11,94 %	14,28 %
Gjennomsnittlig FLEV x SPREAD	-1,76 %	-2,05 %	5,39 %

Tabell 17: Finansiell gjeldsgrad (FLEV) og operasjonell spredning (SPREAD), komparativ bransje

Den høye finansielle gjeldsgraden i bransjen kan knyttes til det høye kapitalbehovet som er nødvendig for å finansiere skipsflåtene. Dersom vi analyserer de komparative selskapene separat, ser vi at det er store variasjoner i FLEV. Color Line har en høy finansiell gjeldsgrad sammenlignet med både Stena Line og DFDS Seaways, men likevel noe lavere enn Fjord Line.

Som nevnt innledningsvis er det en forutsetning at den operasjonelle spredningen er positiv, for at avkastningen på alminnelig egenkapital øker. For Color Line kan vi observere et skifte i spredningen i 2014, fra negativ til positiv. Dette skiftet har bidratt til en økt avkastning på alminnelig egenkapital, de siste årene i analyseperioden. Dette gjenspeiles i beregningen av ROCE, i tabell 4.

5.6.2 Andregrads dekomponering

Det andre steget i dekomponeringen innebærer å bryte ned RNOA i to drivere: profittmargin (PM) og eiendelenes omløpshastighet (ATO). Følgende formel viser sammenhengen:

$$RNOA = PM \times ATO$$

(Penman, 2013, s.373)

Ettersom vi tidligere har antatt at det er Color Lines kjernedrift som er verdiskapende for fremtiden, anser vi det som hensiktsmessig å analysere sammenhengen ovenfor basert på kjernetall. Tabell 18 nedenfor viser kjerne RNOA for Color Line i analyseperioden.

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Gj.snitt
Netto driftsresultat (normal drift)	395 725	329 074	277 444	227 834	146 437	281 100	524 311	539 145	
IB NOA		6 470 820	6 126 726	5 540 660	5 877 778	5 371 009	5 469 799	5 311 203	
UB NOA	6 470 820	6 126 726	5 540 660	5 877 778	5 371 009	5 469 799	5 311 203	5 263 903	
Gjennomsnittlig NOA		6 298 773	5 833 693	5 709 219	5 624 394	5 420 404	5 390 501	5 287 553	
Kjerne RNOA		5,22 %	4,76 %	3,99 %	2,60 %	5,19 %	9,73 %	10,20 %	5,95 %

Tabell 18: Avkastning på netto operasjonelle eiendeler (kjerne RNOA)

I den videre analysen dekomponeres kjerne RNOA i kjerne PM og ATO.

Kjerneprofittmargin (kjerne PM)

Et selskaps profittmargin er et lønnsomhetsmål som uttrykker profitt per omsetningskrone. Nedenfor presenteres formelen for kjerne PM og beregningene av dette nøkkeltallet for Color Line.

$$Kjerne PM = \frac{\text{Netto driftsresultat (normal drift)}}{\text{Driftsinntekter}}$$

(Penman, 2013, s.373)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Gj.snitt
Netto driftsresultat (normal drift)	395 725	329 074	277 444	227 834	146 437	281 100	524 311	539 145	
Driftsinntekter	4 508 912	4 585 546	4 511 888	4 567 877	4 606 943	4 609 184	4 926 044	4 997 361	
Kjerne PM	8,78 %	7,18 %	6,15 %	4,99 %	3,18 %	6,10 %	10,64 %	10,79 %	7,22 %

Tabell 19: Kjernerprofittmargin (kjerne PM)

Tabell 19 viser at Color Line har hatt en økning i kjernerprofittmarginen de siste årene i analyseperioden, noe som betyr at selskapet har forbedret lønnsomheten per omsetningskrone. I følge lønnsomhetsanalysen utarbeidet av Standard & Poor, er PM-medianen innenfor fraktsegmentet på 12,6 prosent (Penman, 2013). Color Line ligger under denne medianen for alle år i analyseperioden, men har de siste årene nærmet seg betraktelig. Sammenlignet med den komparative bransjen, kan vi si at Color Lines tall er gode. Color Line har en kjernerprofittmargin som er tilnærmet lik DFDS Seaways, som har den høyeste

kjerneprofittmarginen i den komparative bransjen, gjennom analyseperioden. Fjord Line skiller seg ut fra bransjen med en svært lav kjerneprofittmargin i begynnelsen av analyseperioden. De siste årene observerer vi en gradvis økning, mot profittmarginen til både Color Line og DFDS Seaways. På grunn av manglende tall for Stena Line, er nøkkeltallet kun beregnet for DFDS Seaways og Fjord Line.

	2014	2015	2016	2017
Kjerne PM DFDS Seaways	4,81 %	8,87 %	11,74 %	11,86 %
Kjerne PM Fjord Line	-45,04 %	-15,55 %	0,69 %	10,91 %
Gjennomsnittlig kjerne PM	-20,11 %	-3,34 %	6,21 %	11,38 %

Tabell 20: Kjerneprofittmargin (kjerne PM), komparativ bransje

Eiendelenes omløpshastighet (ATO)

Eiendelenes omløpshastighet er et effektivitetsmål som beskriver selskapets utnyttelse av operasjonelle eiendeler og gjeld (Penman, 2013). Nedenfor presenteres formelen for ATO og beregningene av dette nøkkeltallet for Color Line.

$$ATO = \frac{\text{Driftsinntekter}}{\text{Gjennomsnittlig NOA}}$$

(Penman, 2013, s. 373)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Gj.sntt
Driftsinntekter	4 508 912	4 585 546	4 511 888	4 567 877	4 606 943	4 609 184	4 926 044	4 997 361	
Gjennomsnittlig NOA		6 298 773	5 833 693	5 709 219	5 624 394	5 420 404	5 390 501	5 287 553	
ATO		0,73	0,77	0,80	0,82	0,85	0,91	0,95	0,83

Tabell 21: Eiendelenes omløpshastighet (ATO)

Dersom vi sammenligner tallene i tabell 21 med lønnsomhetsanalysen utarbeidet av Standard & Poor, hvor ATO-medianen innenfor fraktsegmentet er på 0,6, kan vi si at Color Line har gode tall (Penman, 2013). Vi observerer at eiendelenes omløpshastighet er økende gjennom hele analyseperioden, noe som betyr at selskapet stadig blir mer effektivt. Dersom vi sammenligner Color Line med den komparative bransjen, ser vi at selskapet ligger betydelig lavere enn DFDS Seaways, men likevel høyere enn Fjord Line, som har en lavere ATO enn fraktsegmentets ATO-median gjennom hele analyseperioden. På grunn av manglende tall for Stena Line, er nøkkeltallet kun beregnet for DFDS Seaways og Fjord Line

	2015	2016	2017
ATO DFDS Seaways	1,57	1,56	1,56
ATO Fjord Line	0,30	0,40	0,44
Gjennomsnittlig ATO	0,94	0,98	1,00

Tabell 22: Eiendelenes omløpshastighet (ATO), komparativ bransje

5.7 Vekstanalyse

Siste steg i Penmans foreslåtte fremgangsmåte for regnskapsanalysen, består av en vekstanalyse. Denne er nødvendig å gjennomføre for å kunne utarbeide en god prognostisering av fremtiden. Grunnlaget for vekstanalysen er Color Lines omstrukturerte resultatregnskap og balanse, presentert under punkt 5.4. I følge Penman (2013) er det ikke tilstrekkelig å fokusere på vekst i profitt alene, ettersom tallet kan være påvirket av investeringer og regnskapsprinsipper som ikke skaper merverdi for selskapet. Ved å analysere vekst i superprofitt, unngår vi dette problemet, ettersom metoden identifiserer merverdi ved profittvekst. Følgende sammenheng foreligger for superprofitten:

$$\text{Superprofitt}_t (RE_t) = (ROCE - r_E) \times CSE_{t-1}$$

(Penman, 2013, s.407)

I den videre analysen vil de to driverne av superprofitten, vekst i lønnsomhet og alminnelig egenkapital, dekomponeres og analyseres.

5.7.1 Vekst gjennom lønnsomhet

For å analysere den totale veksten i ROCE, er det nødvendig med en analyse av endringer i de tre driverne, RNOA, FLEV og SPREAD (Penman, 2013).

I følge Penman (2013) drives RNOA av selskapets operasjonelle aktiviteter fra normal drift, også omtalt som kjerneaktiviteter, og unormale poster. Vi foretar derfor en dekomponering ved hjelp av følgende formel:

$$RNOA = \frac{\text{Netto operasjonelt driftsresultat (normal drift)}}{\text{Gjennomsnittlig NOA}} + \frac{\text{Unormale poster}}{\text{Gjennomsnittlig NOA}}$$

(Penman, 2013, s.404)

For å kunne analysere veksten, må vi foreta en ytterligere dekomponering, vist i formelen nedenfor. Beregningen for Color Line er vist i tabell 23.

$$\Delta RNOA_t = (\Delta Kjerne PM_t \times ATO_{t-1}) + (\Delta ATO_t \times Kjerne PM_t) + \Delta \left(\frac{\text{Unormale poster}}{\text{Gj.snittlig NOA}} \right)$$

(Penman, 2013, s.408)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Netto driftsresultat (normal drift)	395 725	329 074	277 444	227 834	146 437	281 100	524 311	539 145
Sum driftsinntekter	4 508 912	4 585 546	4 511 888	4 567 877	4 606 943	4 609 184	4 926 044	4 997 361
Kjerne PM	8,78 %	7,18 %	6,15 %	4,99 %	3,18 %	6,10 %	10,64 %	10,79 %
ΔKjerne PM		-1,60 %	-1,03 %	-1,16 %	-1,81 %	2,92 %	4,54 %	0,14 %
Sum driftsinntekter	4 508 912	4 585 546	4 511 888	4 567 877	4 606 943	4 609 184	4 926 044	4 997 361
Gjennomsnittlig NOA		6 298 773	5 833 693	5 709 219	5 624 394	5 420 404	5 390 501	5 287 553
ATO		0,73	0,77	0,80	0,82	0,85	0,91	0,95
ΔATO			4,54 %	2,67 %	1,90 %	3,12 %	6,35 %	3,13 %
Unormale poster	- 992	- 138 822	- 22 339	- 1 680	- 174 832	51 803	185 217	13 136
Gjennomsnittlig NOA		6 298 773	5 833 693	5 709 219	5 624 394	5 420 404	5 390 501	5 287 553
Unormale poster/NOA		-2,20 %	-0,38 %	-0,03 %	-3,11 %	0,96 %	3,44 %	0,25 %
ΔUnormale poster/NOA			1,82 %	0,35 %	-3,08 %	4,06 %	2,48 %	-3,19 %
ΔRNOA fra Δkjerne PM			-0,75 %	-0,90 %	-1,45 %	2,39 %	3,86 %	0,13 %
ΔRNOA fra ΔATO			0,28 %	0,13 %	0,06 %	0,19 %	0,68 %	0,34 %
ΔKjerne RNOA			-0,47 %	-0,77 %	-1,39 %	2,58 %	4,54 %	0,47 %
ΔRNOA fra Δunormale poster			1,82 %	0,35 %	-3,08 %	4,06 %	2,48 %	-3,19 %
ΔRNOA			1,35 %	-0,41 %	-4,47 %	6,65 %	7,02 %	-2,72 %

Tabell 23: Endring i RNOA: endring kjerne PM, ATO og unormale poster, tall i 1000 NOK

Tabell 23 viser at endringen i profittmarginen fra normal drift er negativ i perioden 2011 til 2014, men deretter positiv i resten av analyseperioden. I tillegg observerer vi at endringen i eiendelens omløpshastighet er positiv gjennom hele analyseperioden. Veksten i de unormale postene varierer fra år til år.

Den totale endringen i RNOA i 2012 er på 1,35 prosent. Denne endringen skyldtes hovedsakelig endringen i unormale poster, ettersom *andre særskilte poster* var svært høy i 2011 (jf. tabell 9), som et resultat av brudd på konkurransereglene (Color Line, 2012). Videre ser vi at den totale endringen i RNOA i 2013 er marginal, noe som betyr at 2012 og 2013 har vært relativt like. I 2014 observerer vi en større nedgang i RNOA, på 4,47 prosent, noe som henger sammen med det lave resultatet, som diskutert tidligere i oppgaven. Dette kan observeres i den negative endringen i profittmarginen, samt økte unormale kostnader. I 2015 og 2016 har veksten i RNOA vært positiv. Denne veksten er hovedsakelig knyttet en økning i profittmarginen og unormale inntekter, noe som henger sammen med økt inntjening per kunde, i tillegg til en gevinst på bunkersikringen. Ettersom det ikke foreligger en like stor gevinst på bunkers i 2017, fører dette til en negativ vekst i RNOA.

Den strategiske analysen avdekket Color Lines muligheter og trusler i markedet. Basert på selskapets positive teknologiske utvikling, sterkt merkenavn, en forbedret nordisk økonomi, samt en økt grensehandel og økende popularitet i europeiske byer, kan vi forvente en vekst i profittmargin fra normal drift i fremtiden. Denne veksten vil likevel reduseres noe av den lave lønnsomheten i nærskipfartsbransjen, mange konkurrenter og redusert tilrettelegging fra myndighetene. I de kommende årene forventes det en økning i operasjonelle eiendeler knyttet

til byggingen av det nye plug-in hybridskipet. Dette vil medføre en økning i netto operasjonelle eiendeler og dermed en reduksjon i eiendelenes omløpshastighet. Ettersom vi antar at driftsinntektene fra normal drift vil øke i fremtiden, er det naturlig å anta at reduksjonen i eiendelenes omløpshastighet vil kunne nøytraliseres noe. Totalt sett antar vi derfor en økning i RNOA, i fremtiden.

Endringen i RNOA, som beskrevet ovenfor, forklarer bare en del av den totale endringen i ROCE. For å kunne danne et komplett bilde av den totale endringen, er det nødvendig å supplere med endringen i den finansielle gjeldsgraden. I tabell 24 presenteres den totale endringen i ROCE gjennom endringen i de tre driverne: RNOA, FLEV og SPREAD.

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
ΔRNOA		1,35 %	-0,41 %	-4,47 %	6,65 %	7,02 %	-2,72 %
FLEV	1,83	1,97	2,05	2,33	2,45	1,90	1,47
SPREAD	-0,61 %	0,10 %	-0,34 %	-5,96 %	2,39 %	9,94 %	5,19 %
FLEV x SPREAD	-1,11 %	0,20 %	-0,71 %	-13,90 %	5,87 %	18,84 %	7,64 %
ΔFLEV x SPREAD		1,31 %	-0,91 %	-13,20 %	19,78 %	12,97 %	-11,20 %
ΔROCE		2,66 %	-1,32 %	-17,66 %	26,42 %	19,99 %	-13,92 %

Tabell 24; Endring i ROCE: endring i RNOA, FLEV og SPREAD

Dersom vi analyserer den totale endringen i ROCE ser vi at det er store svingninger gjennom hele analyseperioden. Tabell 24 viser at det er endringen i FLEV x SPREAD som er mest utslagsgivende for den totale endringen i ROCE.

5.7.2 Vekst i alminnelig egenkapital

For å analysere den egengenererte veksten i alminnelig egenkapital, er det nødvendig å foreta en dekomponering i tre ulike drivere: vekst i salg, endring i netto operasjonelle eiendeler per omsetningskrone og endring i netto finansielle forpliktelser. Sammenhengen kan uttrykkes i følgende formel og beregnes for Color Line i tabell 25.

$$\Delta CSE = \Delta NOA - \Delta NFO$$

$$\Delta CSE = \left(\Delta \text{salg} \times \frac{1}{ATO} \right) + \left(\Delta \frac{1}{ATO} \times \text{salg} \right) - \Delta NFO$$

(Penman, 2013, s.411)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Driftsinntekter	4 508 912	4 585 546	4 511 888	4 567 877	4 606 943	4 609 184	4 926 044	4 997 361
ΔDriftsinntekter		76 634	- 73 658	55 989	39 066	2 241	316 860	71 317
ATO		0,73	0,77	0,80	0,82	0,85	0,91	0,95
1/ATO		1,37	1,29	1,25	1,22	1,18	1,09	1,06
Δ 1/ATO			-0,08	-0,04	-0,03	-0,04	-0,08	-0,04
Gjennomsnittlig NFO		4 069 462	3 853 499	3 821 828	3 935 949	3 850 530	3 528 523	3 149 386
ΔGjennomsnittlig NFO			- 215 964	- 31 671	114 121	- 85 419	- 322 008	- 379 137
ΔCSE fra Δnetto driftsinntekter			- 101 178	72 392	48 827	2 736	372 628	78 041
ΔCSE fra ΔATO			- 363 902	- 196 866	- 133 653	- 206 725	- 402 531	- 180 989
ΔCSE fra ΔNOA			- 465 080	- 124 474	- 84 825	- 203 990	- 29 903	- 102 948
ΔCSE fra ΔNFO			- 215 964	- 31 671	114 121	- 85 419	- 322 008	- 379 137
Effekt prinsippending			- 50 040	25 020	25 020			
ΔCSE			- 299 157	- 67 784	- 173 926	- 118 571	292 105	276 189
Utbetalt utbytte	- 170 412	- 381 016	- 250 452	- 37 331	- 128 893	- 53 613	- 146 730	- 283 583
ΔCSE før utbetalt utbytte			- 48 705	- 30 453	- 45 033	- 64 958	438 835	559 772

Tabell 25: Vekst i alminnelig egenkapital, tall i 1000 NOK

Tabell 25 viser den totale veksten i alminnelig egenkapital, som stammer fra endringene i de tre ulike driverne. Tallene er beregnet basert på gjennomsnittlige balansetall. Det går frem av tabellen at Color Line har hatt en negativ vekst i CSE de fire første årene i analyseperioden, deretter en positiv vekst i de to siste årene.

Vi observerer en økning i selskapets driftsinntekter gjennom hele analyseperioden, bortsett fra i 2012, noe som isolert sett fører til en økning i NOA. Denne økningen i NOA blir likevel redusert av at selskapet har hatt en positiv vekst i ATO. Ettersom veksten i ATO er større enn endringen i driftsinntekter, reduseres NOA i perioden.

Videre observerer vi en negativ endring i NFO gjennom hele analyseperioden, bortsett fra i 2014. Ettersom denne endringen er mindre enn endringen i NOA, vil selskapet få en negativ vekst i CSE. Denne negative veksten forsterkes av at Color Line årlig utbetaler et svært høyt utbytte til O.N Sunde. Dersom vi ser på den egengenererte veksten i CSE, før utbetalt utbytte, vil tallene være mer positive.

6. Risikoanalyse

Før vi utfører prognostiseringen av Color Lines fremtidsregnskap, er det nødvendig å foreta en risikoanalyse, ettersom det er en forutsetning at avviking av selskapet ikke foreligger. Gjennom en risikoanalyse kan vi avdekke selskapets evne til å håndtere gjeld, og dermed avdekke sannsynligheten for konkurs. I tillegg danner analysen grunnlaget for beregningen av selskapets avkastningskrav på gjeld, ved at selskapets kredittrating gir et risikopåslag. Analysen består av en likviditets- og soliditetsanalyse. Førstnevnte med et kortsiktig perspektiv, og sistnevnte med et langsiktig perspektiv.

6.1 Likviditetsanalyse

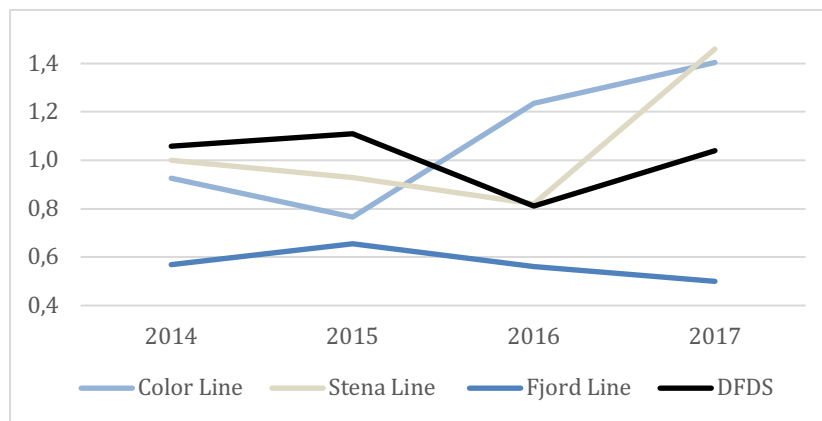
Ved hjelp av likviditetsanalysen kan vi avdekke om Color Line har tilstrekkelig med likvide midler til å innfri kortsiktige forpliktelsene overfor kreditorer (Langli, 2016; Tofteland, 2011). En høy likviditetsgrad betyr at selskapet har en lav finansiell risiko, og motsatt. Vi har valgt å basere analysen på de to nøkkeltallene likviditetsgrad 1 og likviditetsgrad 2.

6.1.1 Likviditetsgrad 1

Likviditetsgrad 1 viser forholdet mellom omløpsmidler og kortsiktig gjeld, og dermed selskapets evne til å betjene denne gjelden ved hjelp av omløpsmidlene (Langli 2016; Tofteland, 2011). Det har vært en generell tommelfingerregel at likviditetsgrad 1 skal være på minst 2, noe som betyr at størrelsen på omløpsmidlene vil være det dobbelte av størrelsen på den kortsiktige gjelden. I følge Langli (2016) er denne tommelfingerregelen noe utdatert, ettersom det finnes store variasjoner innenfor de enkelte bransjene. Det vil derfor være mer hensiktsmessig å sammenligne dette nøkkeltallet med komparative selskaper. Likviditetsgrad 1 kan beregnes ved hjelp av formelen vist nedenfor. Beregningene for Color Line og de komparative selskapene fremstilles i figur 12, for perioden 2014 til 2017.

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

(Langli, 2016, s.714)



Figur 12: Likviditetsgrad 1

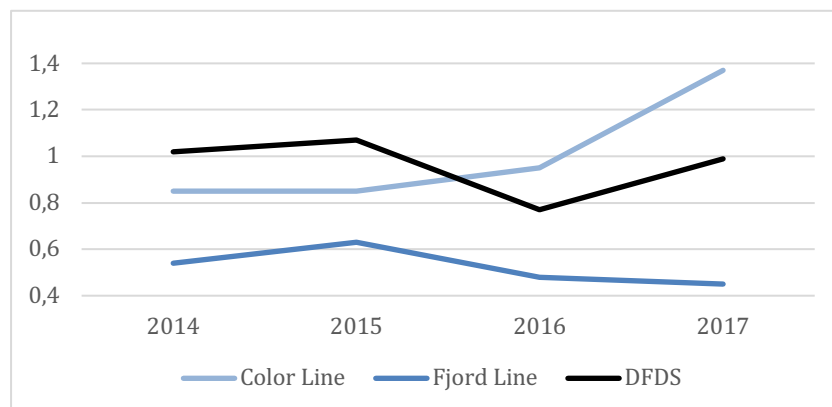
Figur 12 viser at Color Line har hatt en varierende likviditetsgrad gjennom perioden, fra 0,77 på det laveste til 1,40 på det høyeste. I perioden før 2014 var likviditetsgraden noe høyere, og varierte mellom 1,20 til 1,78. Det går klart frem av tabellen ovenfor at selskapet hadde en kraftig økning i likviditetsgraden fra 2015 til 2016, noe som skyldes en betydelig økning i de finansielle omløpsmidlene. Veksten fortsetter fra 2016 til 2017, som et resultat av en stor nedgang i den kortsiktige gjelden. Sammenlignet med de komparative selskapene, kan vi si at Color Line har en akseptabel likviditetsgrad 1. Fjord Line skiller seg tydelig fra de andre selskapene, med en lav og stabil likviditetsgrad gjennom hele analyseperioden. De to resterende selskapene, DFDS Seaways og Stena Line, har en mer variert likviditetsgrad 1 gjennom analyseperioden, men likevel mer lik Color Lines. Dette tyder på at tommelfingerregelen på 2, er vanskelig for å oppnå i bransjen for nærskipfart, noe som støtter opp om kritikken til Langli (2016).

6.1.2 Likviditetsgrad 2

Likviditetsgrad 2 skiller seg fra likviditetsgrad 1 ved at det bare er omløpsmidlene som anses som mest likvide, som hensyntas i beregningen (Langli, 2016; Tofteland, 2011). Ettersom Color Line har en lav varebeholdning, vil disse to nøkkeltallene bli relativt like. Vi velger likevel å inkludere likviditetsgrad 2, for å skape et helhetlig bilde. Tommelfingerregelen er at likviditetsgrad 2 bør være på minimum 1, men også her vil det være naturlig å sammenligne verdier innenfor hver enkelt bransje, på grunn av de store ulikhetene. Nøkkeltallet kan beregnes ved hjelp av formelen vist nedenfor, og beregnes for Color Line og de komparative selskapene i figur 13. På grunn av manglende informasjon om varebeholdningen til Stena Line, er dette selskapet ikke tatt med i beregningen.

$$\text{Likviditetsgrad 2} = \frac{\text{Omløpsmidler} - \text{Vareholdning}}{\text{Kortsiktig gjeld}}$$

(Langli, 2016, s.714)



Figur 13: Likviditetsgrad 2

Figur 13 viser at Color Line har hatt en jevn stigning i likviditetsgrad 2 gjennom analyseperioden, fra 0,85 til 1,37. Utviklingen til de komparative selskapene er i stor grad lik som for likviditetsgrad 1, vist i figur 12 ovenfor. Totalt sett kan vi si at Color Line er sterk likviditetsgrad 2, sammenlignet med de komparative selskapene, spesielt i siste del av analyseperioden.

6.2 Soliditetsanalyse

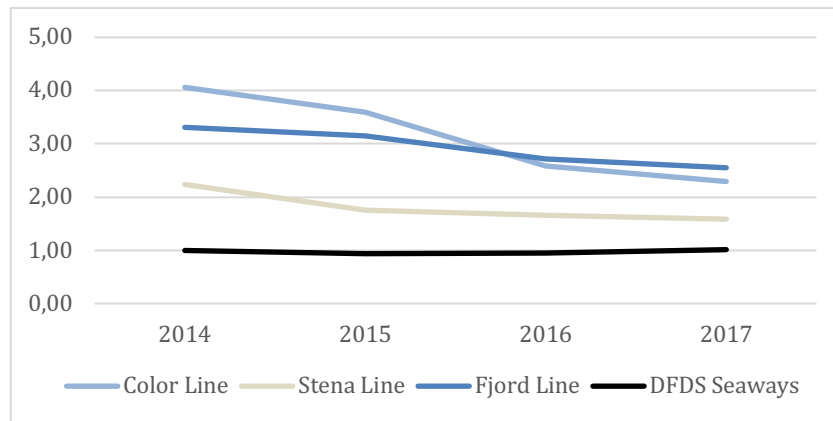
Gjennom en soliditetsanalyse kan vi avdekke om Color Line er egnet til å tåle økonomiske tap over en lengre tidsperiode (Langli, 2016; Tofteland, 2011). En høy soliditet betyr at selskapet har en lav finansiell risiko, og motsatt. Vi har valgt å basere analysen på de to nøkkeltallene gjeldsgrad og rentedekningsgrad.

6.2.1 Gjeldsgrad

Gjeldsgraden er et nøkkeltall som viser forholdet mellom kapital fra eksterne parter og eiernes kapital, altså hvor mange kroner gjeld selskapet har for hver krone som er investert av eierne (Tofteland, 2011). Desto lavere gjeldsgraden er, desto bedre er selskapets soliditet. I følge Langli (2016) påvirkes gjeldsgraden av bransjen selskapet opererer i, og vi anser det derfor som hensiktsmessig å sammenligne Color Line med de komparative selskapene. Formelen for gjeldsgrad, samt en oversikt gjeldsgraden til Color Line og den komparative bransjen, presenteres nedenfor.

$$Gjeldsgrad = \frac{Total\ gjeld}{Total\ egenkapital}$$

(Langli, 2016, s.709)



Figur 14: Gjeldsgrad

Figur 14 viser at gjeldsgraden til Color Line har hatt en kraftig reduksjon i analyseperioden, fra 4,06 til 2,29. Dette er et resultat av en økning i egenkapitalen, samt en reduksjon i gjeld, gjennom hele perioden. I første del av analyseperioden har Color Line en høyere gjeldsgrad enn samtlige komparative selskap. I siste del, reduseres gjeldsgraden betraktelig, og Color Line nærmer seg gjeldsgraden i den komparative bransjen. Totalt sett kan vi likevel si at Color Line har en relativt høy gjeldsgrad, og dermed en høyere risiko, sammenlignet med den komparative bransjen. Det er derfor nærliggende å vurdere Color Lines soliditet som relativt svak.

6.2.2 Rentedeckningsgrad

Ved å beregne et selskaps rentedeckningsgrad kan vi avdekke selskapets evne til å innfri sine renteforpliktelser ved hjelp av den ordinære driften (Tofteland, 2011). Desto større rentedeckningsgraden er, desto høyere sannsynlighet er det for at selskapet innfrir sine renteutgifter overfor kreditorene. Formelen for rentedeckningsgraden, samt en beregning av nøkkeltallet for Color Line, presenteres nedenfor.

$$\text{Rentedeckningsgrad} = \frac{\text{Brutto driftsresultat (normal drift)}}{\text{Netto rentekostnad}}$$

(Langli, 2016, s.709)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Brutto driftsresultat (normal drift)	547 207	458 581	384 425	265 718	200 410	305 241	646 512	660 033
Netto rentekostnad (NFE)	60 872	178 265	186 857	168 207	329 113	113 335	64 421	161 154
Rentedekningsgrad	8,99	2,57	2,06	1,58	0,61	2,69	10,04	4,10

Tabell 26: Rentedeckningsgrad

Basert på tabell 26 kan vi se at Color Line har hatt en varierende rentedeckningsgrad gjennom hele perioden. I følge Tofteland (2011) er det et faresignal dersom rentedeckningsgraden er

under 1, ettersom selskapet ikke er i stand til å betjene sine rentekostnader gjennom den normale driften. Generelt sett ser vi at dette ikke er tilfellet for Color Line, da de ligger over denne grensen. Likevel observerer vi at et avvik i 2014, da selskapet har en rentedekningsgrad på 0,61. Dette skyldes, som nevnt tidligere i regnskapsanalysen, det lave resultatet dette året. Den negative rentedekningsgraden i 2016 skyldes Color Lines renteinntekter dette året. Totalt sett kan vi si at Color Line har svak rentedekningsgrad, men likevel akseptabel, ettersom den overstiger 1.

Dersom vi ser gjeldsgraden og rentedekningsgraden under ett, vurderer vi Color Lines soliditet til å være relativt svak. I følge Langli (2016) betyr denne vurderingen nødvendigvis ikke at selskapet har dårlige framtidsutsikter, ettersom det er lønnsomheten som er den mest avgjørende faktoren for videre drift. Vi har tidligere antatt, under lønnsomhetsanalysen i punkt 5.6, at Color Lines fremtidige lønnsomhet vil øke, noe som gir oss grunn til å anta at Color Line vil fortsette driften til tross for en svak soliditet.

7. Avkastningskrav

Som beskrevet i kapittel 3, er det nødvendig å beregne et avkastningskrav for å kunne estimere egenkapitalens nåverdi. Ettersom Color Line benytter både egenkapital og gjeld som finansieringskilder, beregnes det et avkastningskrav på total kapitalen. Avkastningskravet på total kapitalen er en vektet gjennomsnittlig kapitalkostnad for selskapets egenkapital og gjeld, og kan berignes ved formelen nedenfor. Videre i kapitlet vil vi beregne de ulike komponentene i avkastningskravet på total kapitalen.

$$r_F = \frac{V_0^E}{V_0^{NOA}} r_E + \frac{V_0^D}{V_0^{NOA}} r_D$$

(Penman, 2013, s. 447)

r_F = avkastningskrav på total kapitalen

r_E = avkastningskrav på egenkapitalen

r_D = avkastningskrav på gjeld

V_0^E = verdien av egenkapitalen

V_0^{NOA} = verdien av netto operasjonelle eiendeler

V_0^D = verdien av gjeld

Ved beregningen av dette avkastningskravet oppstår det et sirkulert problem: For å estimere selskapets verdi trenger vi avkastningskravet på total kapitalen, og for å beregne avkastningskravet på total kapitalen trenger vi selskapets verdi (Damodaran, 2012). I følge Damodaran (2012) kan dette problemet løses for unoterte selskap ved å følge en sirkulær fremgangsmåte, hvor selskapets bokførte verdier er utgangspunktet for estimeringen av total kapitalens avkastningskrav og videre en egenkapitalverdi. Deretter benyttes den estimerte egenkapitalverdien i beregningen av et nytt avkastningskrav på total kapitalen, og på denne måten beregnes en ny egenkapitalverdi. Denne prosedyren gjentas frem til verdiene blir stabile.

7.1 Avkastningskrav på egenkapital (r_E)

Egenkapitalens avkastningskrav er den laveste avkastningen investorene krever på sine investeringer (Titman og Martin, 2014). For å beregne avkastningskravet er det ulike modeller som kan benyttes, men ifølge Koller et al. (2010) er det kapitalverdimodellen (CAPM) som er best egnet for beregningen av avkastningskravet for total kapitalen.

Avkastningskravet til egenkapitalen kan beregnes ved følgende formel:

$$r_E = K_{rf} + \beta_e(K_m - K_{rf})$$

(Penman, 2013, s. 96)

r_E = Avkastningskrav på egenkapital

K_{rf} = Risikofri rente

β_e = Den selskapsspesifikke betaverdien

$K_m - K_{rf}$ = Markedets risikopremie

I det følgende vil vi kommentere og beregne de enkelte elementene som inngår i kapitalverdimodellen.

7.1.1 Risikofri rente (K_{rf})

Den risikofrie renten uttrykker avkastningen en investor kan forvente på en risikofri investering (Damodaran, 2012). I følge undersøkelsen «Risikopremien i det norske markedet» utført av PwC, i samarbeid med Norske Finansanalytikerens Forening, er det stor uenighet blant respondentene om hva som skal benyttes for fastsettelse av den risikofrie renten (PwC, 2017). De to mest benyttede verdiene for fastsettelsen er 10-årige statsobligasjoner og normalisert risikofri rente, med en prosentandel på henholdsvis 35 og 27 prosent av respondentene. Ettersom den største andelen benyttet 10-årige statsobligasjoner som risikofri rente, velger vi å benytte oss av denne i vår videre analyse. Som nevnt tidligere i oppgaven, opererer Color Line i det norske markedet, og vi vil derfor bruke den risikofrie renten for 10-årige norske statsobligasjoner, som var på 1,65 prosent per 29.12.17 (Norges Bank, 2018a).

7.1.2 Markedsrisikopremie ($K_m - K_{rf}$)

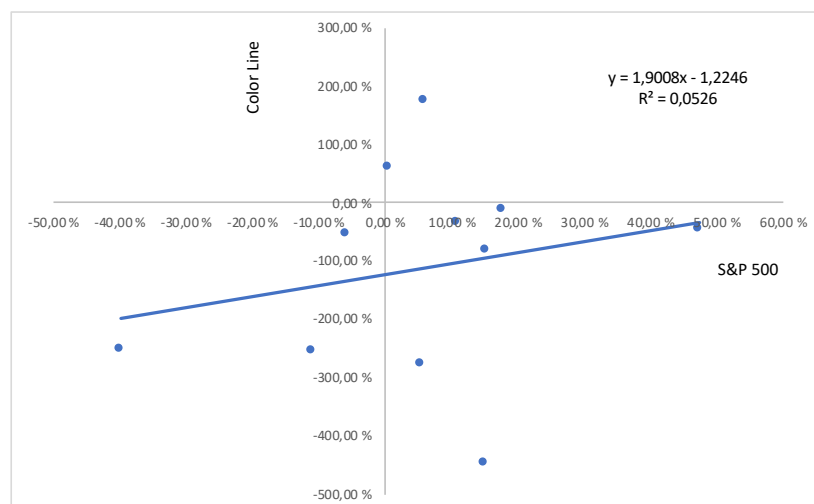
I følge Titman og Martin (2014) kan markedsrisikopremien defineres som differansen mellom den forventede avkastningen på markedsporteføljen og den risikofrie renten. Vi har valgt å benytte undersøkelsen fra PwC, jf. punkt 7.1.1, for fastsettelse av markedsrisikopremien. Undersøkelsen viser at markedsrisikopremien i det norske markedet har vært uendret siden 2011, og ligger på 5 prosent (PwC, 2017). Denne verdien bekreftes i Damodarans oversikt over markedsrisikopremie for ulike land (Damodaran, 2018b).

7.1.3 Betaverdi (β_e)

Betaverdien, β_e , er en selskapsspesifikk risikofaktor som viser selskapets sensitivitet mot markedet (Damodaran, 2012). Verdien beregnes på grunnlag av tre ulike variabler: type bransje, andel operasjonell gjeld og andel finansiell gjeld. Generelt sett kan vi si at et nødvendighetsgode vil ha en lavere betaverdi enn et luksusgode, og at en lav gjeldsgrad vil gi en lavere betaverdi enn en høy gjeldsgrad. Basert på den strategiske analysen og regnskapsanalysen, vet vi at Color Line er et selskap som til en viss grad tilbyr luksusgoder, i tillegg til at de har en høy gjeldsgrad, noe som peker i retning av en betaverdi større enn 1. I følge Damodaran (2012) er den mest benyttede metoden for beregning av denne betaverdien å foreta en regresjonsanalyse basert på avkastningen på selskapets historiske aksjekurser og avkastningen i markedet. Ettersom Color Line er et unotert selskap, er denne informasjonen ikke tilgjengelig, og vi må derfor benytte oss av alternative metoder. Damodaran (2012) foreslår blant annet to metoder, som vi ønsker å benytte i det følgende: regnskapsmessig betaverdi og «bottom-up» betaverdi.

Regnskapsmessig betaverdi

Den første metoden, regnskapsmessig betaverdi, tar utgangspunkt i informasjon knyttet til selskapets regnskapsmessige resultater. Ved hjelp av en regresjonsanalyse kan vi sammenligne endringer i Color Lines resultater med endringer i resultater i markedet. I utgangspunktet hadde det vært mest hensiktsmessig å sammenligne Color Line med Oslo Børs, ettersom de opererer i det norske markedet, men på grunn av lite informasjon knyttet til resultatene til selskapene på indeksen, har dette vært vanskelig. Vi har derfor valgt å benytte egenkapitalindeksen S&P 500, hvor Damodaran (2018a) har utarbeidet en oversikt over resultatene til samtlige selskap i egenkapitalindeksen. Resultatene er fremstilt i figur 15 nedenfor. Grunnlaget for beregningen er vedlagt appendiks 14.



Figur 15: Betaverdi, regnskapsmessig metode

Stigningstallet til regresjonslinjen, i figur 15, gir oss en betaverdi på 1,9008. Likevel ser vi at analysen har en lav forklaringsgrad på 0,0526, noe som gjør at vi velger å supplere med flere beregninger.

«Bottom-up» betaverdi

Den andre metoden, «bottom-up» betaverdi, tar utgangspunkt i en industribeta som justeres for selskapets gjeldsgrad. I følge Damodaran (2012) foreligger følgende sammenheng for egenkapitalens betaverdi:

$$\beta_e = \beta_u \left(1 + (1 - t) \times \frac{D}{E} \right)$$

(Damodaran, 2012, s.196)

β_e = Selskapets egenkapitalbeta

β_u = Ubelånt industribeta

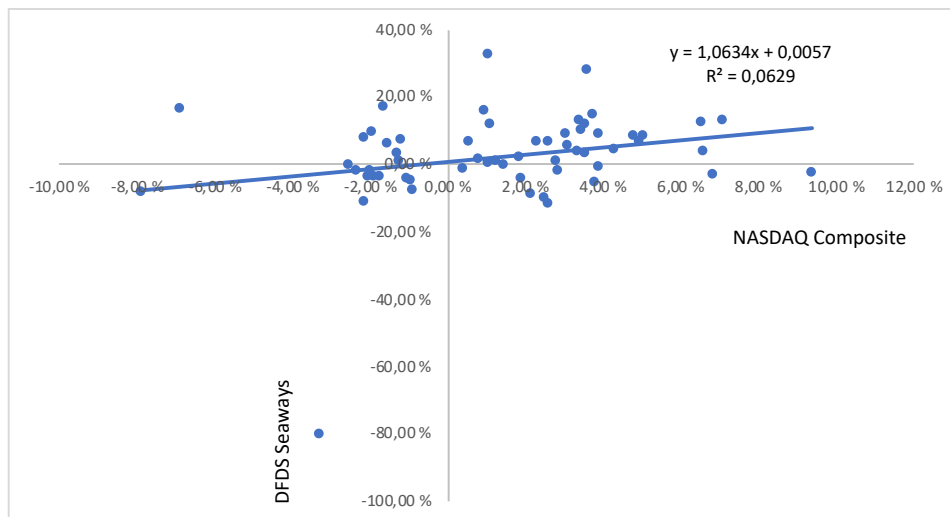
t = Selskapsskatt

D/E = Selskapets gjeldsgrad

Damodaran (2018a) har innhentet data for en rekke ulike industrier i verden. Den mest nærliggende for Color Line anser vi som transportindustrien i Europa. Her presenteres det en ubelånt industribeta på 0,86. I beregningen av den selskapsspesifikke betaverdien for Color Line, skal det i utgangspunktet benyttes markedsverdier for gjeldsgraden, men på grunn av manglende informasjon velger vi å benytte balanseførte verdier (Boye & Koekebakker, 2011). Dette gir oss følgende betaverdi for Color Line:

$$\beta_e = 0,86 \left(1 + (1 - 0,24) \times \frac{3\,074\,148\,000}{2\,189\,765\,000} \right) = 1,778$$

Ettersom denne betaverdien er beregnet på grunnlag av transportsegmentet i Europa, som er et bredere segment enn hva Color Line operer i, ønsker vi å supplere med en regresjonsanalyse av betaverdien for DFDS Seaways, som opererer i samme bransje som Color Line. Ettersom DFDS Seaways er notert på børsen NASDAQ, er det mulig å sammenligne avkastningen på aksjekursene med avkastningen på børsen, for å estimere betaverdien (Boye & Koekebakker, ukjent dato). Vi har valgt å sammenligne aksjekursene med NASDAQ Composite, som er en aksjeindeks for alle aksjer og tilsvarende verdipapirer som er listet på NASDAQ. Resultatene er fremstilt i figur 16 nedenfor, og grunnlaget for beregningene er vedlagt i appendiks 15.



Figur 16: Betaverdi DFDS Seaways

Figur 16 viser at DFDS Seaways har en egenkapitalbeta på 1,0634. For å kunne benytte denne betaverdien for Color Line er det nødvendig å justere for DFDS Seaways gjeldsgrad, slik at vi får den ubelånte betaverdien. Følgende sammenheng foreligger:

$$\beta_u = \frac{\beta_e}{\left(1 + (1 - t) \times \frac{D}{E}\right)}$$

På grunn av lite informasjon om markedsv verdien på gjeld, antar vi at denne tilsvarer den balanseførte verdien. Markedsverdien på egenkapitalen for DFDS Seaways beregnes på grunnlag av aksjeprisen per 29.12.17 som var på 331,3 multiplisert med selskapets utestående aksjer som var på henholdsvis 57 000 000, i samme periode.

$$\beta_u = \frac{1,0634}{\left(1 + (1 - 22\%) \times \frac{2\,552\,100\,000}{331,3 \times 57\,000\,000}\right)} = 0,962$$

Dette gir oss en ubelånt betaverdi på 0,962, som vi benytter i beregningen av en betaverdi for Color Line. Etersom vi ikke har markedsv verdien på Color Lines egenkapital, har vi valgt å benytte bokførte verdier. Dette gir oss følgende betaverdi for Color Line:

$$\beta_e = 0,962 \left(1 + (1 - 0,24) \times \frac{3\,074\,148\,000}{2\,189\,765\,000}\right) = 1,988$$

Oppsummering av betaverdi

De tre ulike fremgangsmåtene som er gjennomført, gir oss betaverdiene som er presentert i tabell 27 nedenfor. Ettersom verdiene er relativt like, har vi valgt å inkludere samtlige i et gjennomsnitt. Likevel ser vi at regresjonsanalysenes forklaringsgrad er relativt lav, noe som gjør det er vanskelig å vurdere betaverdiene som helt korrekte. I følge mikroøkonomisk teori, vil betaverdiene gå mot 1 på lang sikt, ettersom man antar at selskapenes avkastning vil nærme seg markedets (Echterling & Eierle, 2014). På grunnlag av dette foretar vi en Bloombergjustering av den gjennomsnittlige beregnede betaverdien, slik at den beregnede betaverdien står for 2/3, mens markedets avkastning på 1, står for 1/3.

Metode	Betaverdi Color Line
Regnskapsmessig	1,901
"Bottom-up" (Damodaran)	1,778
"Bottom-up" (DFDS Seaways)	1,988
Gjennomsnitt	1,889
Bloomberg justering	1,593

Tabell 27: Oppsummering av betaverdier

7.1.4 Oppsummering av CAPM (r_E)

Resultatene fra de ulike elementene i kapitalverdimodellen gir oss følgende avkastningskrav på egenkapitalen:

$$r_E = 0,0165 + 1,593(0,05) = 9,62 \%$$

7.2 Avkastningskrav på gjeld (r_D)

Selskapets avkastningskrav på gjeld uttrykker hvilken avkastning fremmedkapitaleiere forventer dersom kapitalen har en alternativ plassering, med samme risiko (Rydning & Haider, 2017). I følge Koller et al. (2005) og Damodaran (2012) finnes det flere måter å beregne et selskaps avkastningskrav på gjeld, men ettersom Color Line har obligasjoner på Oslo Børs, anser vi det som mest hensiktsmessig å benytte oss av renten på disse obligasjonene for å beregne avkastningskravet. Ettersom vi benytter oss av renten på de børsnoterte obligasjonene, vil det ikke være nødvendig å beregne Color Lines kreditt-rating, og dermed et påslag for misligholdsrisiko, som nevnt i kapittel 6.

Obligasjonen som ble notert 18.08.16 på Oslo Børs, har en flytende rente bestående av tre måneders NIBOR, pluss 4,75 prosentpoeng per år (Oslo Børs, 2018a). For å kunne beregne et fremtidsrettet avkastningskrav, tar vi utgangspunkt i renten på 10-årige statsobligasjoner, ettersom NIBOR i stor grad har fulgt utviklingen til statsobligasjoner, historisk sett (THEMA Consulting Group, 2017). Likevel er det nødvendig med et risikopåslag, ettersom NIBOR i tillegg påvirkes av en rekke kortsiktige faktorer i finansmarkedene. Historisk sett har dette ført til at NIBOR i gjennomsnitt har oversteget renten på statsobligasjoner. Risikopåslaget på 10-årige statsobligasjoner settes til 0,6 prosentpoeng (Kommunalbanken Norge, 2017). Color Lines avkastningskrav på gjeld etter skatt blir derfor:

$$r_D = (0,0165 + 0,006 + 0,0475) \times (1 - 0,23) = 5,32 \%$$

7.3 Avkastningskrav på total kapital (r_F)

Vi har nå beregnet de ulike komponentene i avkastningskravet på total kapitalen, noe som gir oss følgende resultater:

$$r_F = \frac{2\,189\,765\,000}{5\,263\,903\,000} \times 0,0962 + \frac{3\,074\,148\,000}{5\,263\,903\,000} \times 0,0532 = 7,11 \%$$

I den videre verdsettelsen av Color Line vil vi benytte avkastningskravet på total kapitalen på 7,11 %. Som nevnt innledningsvis i dette kapitlet, inneholder denne beregningen et sirkulært problem. Vi har derfor gjennomført den sirkulære fremgangsmåten til Damodaran (2012) som vil bli fremstilt under punkt 9.3.

8. Prognostisering av fremtiden

I dette kapitlet vil vi foreta en prognostisering av selskapets fremtidige resultater. Denne prognostiseringen gjør det mulig å gjennomføre den fundamentale verdsettelsen av Color Line. Grunnlaget for prognostiseringen er både den strategiske analysen som ble gjennomført i kapittel 4 samt regnskapsanalysen i kapittel 5. I følge Penman (2013) utføres prognostiseringen med utgangspunkt i det utarbeidede kjernedriftsresultatet og de netto operasjonelle eiendelene, ettersom det er disse elementene som er kilden for fremtidig verdiskapning.

8.1 Valg av prognostiseringsperiode

Det mest avgjørende for valg av selskapets prognostiseringsperiode er på hvilket tidspunkt det kan forventes at Color Line når «steady state». I følge Penman (2013) innebærer «steady state» at selskapets vekstrate er konstant i all fremtid, at andelen av operasjonell profitt som reinvesteres hvert år er konstant, samt at avkastningen på investert kapital er konstant. I tillegg innebærer tilstanden at veksten i selskapet er mindre eller lik veksten i verdensøkonomien (Koller et al., 2010). Penman (2013) anbefaler en prognostiseringsperiode på 5 til 10 år, avhengig av utviklingen i selskapet.

Gjennom den strategiske analysen avdekket vi Color Lines strategiske posisjon i markedet, og konkluderte med at selskapet er modent og konkurransedyktig. Videre avdekket vi, gjennom regnskapsanalysen, relativt stabile trender i både resultatregnskap og balanse. Det er ingen forhold som tyder på drastiske endringer i markedet, som kan påvirke Color Lines fremtidige inntjening. Basert på dette anser vi det som rimelig med en kort prognostiseringsperiode på 5 år.

8.2 Estimering av driftsresultat fra normal drift

Det første steget i prognostiseringen innebærer å estimere driftsresultatet fra normal drift, henholdsvis normale driftsinntekter og kostnader. I dette delkapitlet vil vi først ta for oss de enkelte inntekts- og kostnadspostene, før vi til slutt fremstiller en oversikt over det estimerte driftsresultatet fra normal drift.

8.2.1 Driftsinntekter

I henhold til Color Lines omstrukturerte resultatregnskap, foreligger det to inntektsposter som anses som en del av den normale driften: *salgsinntekter* og *resultat investering i tilknyttet selskap og datterselskap*.

Salgsinntekter

Det fremgår av Color Lines noter i årsrapportene at selskapets salgsinntekter består av tre ulike poster: passasjerinntekter, fraktinntekter og annet. De historiske salgsinntektene fra normal drift, fordelt på de tre ulike inntektspostene, presenteres i tabell 28 nedenfor.

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Passasjerinntekter	3 908 924	3 911 466	3 819 664	3 897 691	3 964 175	3 988 609	4 287 989	4 317 526
Fraktinntekter	413 992	433 052	439 961	418 967	386 017	345 966	346 093	379 361
Annet	185 996	241 029	251 978	234 981	244 011	251 975	261 849	270 632
Salgsinntekter	4 508 912	4 585 546	4 511 603	4 551 639	4 594 203	4 586 550	4 895 931	4 967 519

Tabell 28: Historiske salgsinntekter fra normal drift, tall i 1000 NOK

Passasjerinntekter

Color Lines passasjerinntekter er knyttet til billettinntekter, samt salg av varer og tjenester om bord. Dersom vi analyserer de historiske tallene, presentert i tabell 28, kan vi se at passasjerinntektene har stått for 85 til 88 prosent av selskapets totale salgsinntekter, og utgjør derfor selskapets hovedinntektskilde. Passasjerinntektene avhenger av to variabler: antall passasjerer og inntjeningen per passasjer. Tabellen nedenfor viser utviklingen i de to variablene.

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Passasjerinntekter	3 908 924	3 911 466	3 819 664	3 897 691	3 964 175	3 988 609	4 287 989	4 317 526
Antall passasjerer	4 129 119	4 085 938	4 120 110	4 018 082	3 957 407	3 860 663	3 850 947	3 805 023
Inntjening per passasjer	0,95	0,96	0,93	0,97	1,00	1,03	1,11	1,13

Tabell 29: Historiske passasjerinntekter, tall i 1000 NOK

Basert på tabell 29 kan vi se at passasjerinntektene har steget gradvis gjennom hele perioden, med unntak av 2012. Denne økningen skyldes at selskapet har hatt en økt inntjening per kunde. I følge Color Lines årsrapporter skyldes en andel av endringene i passasjertall fra år til år, varierte antall seilinger per år, spesielt knyttet til antall kanselleringer. Ettersom det ikke går frem detaljerte beskrivelser av denne effekten i årsrapportene, er det vanskelig å hensynta dette i våre beregninger. Generelt sett kan vi likevel si at nedgangen i passasjertall de siste årene i stor grad skyldes reduksjon i antall seilinger. I den strategiske analysen avdekket vi Color Lines muligheter for økte passasjertall i fremtiden, gjennom en generell befolkningsvekst og en større andel reisende pensjonister. I tillegg er det muligheter gjennom den økte sukkeravgiften, nytt miljøvennlig skip, og en forventet økning i etterspørsel etter reiser i Europa. Vi antar at Color Line står sterkt i kampen om disse kundene, i forhold til sine konkurrenter, på grunn av sitt sterke omdømme og merkenavn. Likevel vet vi at trusselen fra substitutter er svært høy, noe som nøytraliserer vekstmulighetene. Basert på dette antar vi at passasjertallene vil kunne øke noe i fremtiden, men stabilisere seg på fire millioner, slik at de nærmer seg de historiske tallene som forelå i begynnelsen av analyseperioden.

Inntjeningen per kunde har økt gradvis gjennom hele perioden, med en gjennomsnittlig vekst på 2,7 prosent. Som nevnt i den strategiske analysen, bruker personer som reiser på dagstur mer penger nå enn før, noe som mest sannsynlig vil forsterkes som et resultat av den økte sukkeravgiften. Basert på utviklingen i de historiske tallene, samt det antatte mersalget på grunn av sukkeravgiften, antar vi en økning på rundt 2,7 prosent i fremtiden. Prognostiseringen er fremstilt i tabell 30.

	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e
Antall passasjerer	3 843 073	3 881 504	3 920 319	3 959 522	3 999 117
Inntjening per passasjer	1,17	1,20	1,23	1,26	1,30
Passasjerinntekter	4 478 440	4 645 352	4 818 484	4 998 069	5 184 347

Tabell 30: Prognostiserte passasjerinntekter, tall i 1000 NOK

Fraktinntekter

Basert på tabell 28 kan vi observere at veksten i fraktinntektene har vært både positiv og negativ gjennom analyseperioden, men likevel positiv de siste årene. Vi antar at denne variasjonen er knyttet til den store trusselen fra substitutter, spesielt fra LCL-segmentet. Som nevnt under PESTEL-analysen i punkt 4.1.1, antar Norges Rederiforbund en vekst i godstransporten på 35 til 45 prosent frem mot 2040, men at denne økningen først og fremst vil tilfalle landtransporten dersom det ikke satses på sjøtransporten. Fra den strategiske analysen vet vi at de europeiske myndighetene har økt fokus på miljøvennlighet, noe som støtter opp om bruk av sjøtransport, på grunn av muligheten til å frakte store volumer. Likevel finnes det ingen konkrete tiltak fra myndighetene, som gjør det mer lønnsomt å velge sjøtransporten fremfor landtransporten, per i dag. Dette gjør at det er vanskelig å prognostisere fremtiden, men det mest nærliggende er å anta at vil forekomme fremtidige incentiver fra myndighetene. På grunnlag av dette antar vi at fraktinntekter vil øke noe i fremtiden, mot en vekst på 2 prosent i slutten av planleggingsperioden.

Annet

På grunn av lite informasjon i årsrapportene om inntektsposten *annet*, antar vi at denne vil øke med 3,5 prosent, basert på den stabile økningen i de historiske tallene, fra 2014 til 2017.

Resultat investering i tilknyttet selskap og datterselskap

Posten *resultat investering i tilknyttet selskap og datterselskap* utgjør en marginal andel av Color Lines totale driftsinntekter, og vil derfor ikke ha stor innvirkning på den fremtidige inntjeningen. Som nevnt under omstruktureringen av resultatregnskapet, er denne inntektsposten knyttet til eierandelen i ONS Ship Finance AS, som eier Superspeed 1 og

Superspeed 2. Vi antar at denne eierandelen vil foreligge i fremtiden. De historiske tallene har vært noe ustabile, men har stabilisert seg de siste årene i analyseperioden. På grunnlag av dette anser vi det som rimelig med en marginal økning på 0,5 prosent.

8.2.2 Driftskostnader

Color Lines driftskostnader består av postene: *varekost, lønnskostnader, charterleie og leasingkostnader, andre driftskostnader og av- og nedskrivninger*. For å estimere de ulike kostnadspostene vil vi benytte oss av «common size» for de historiske tallene, jf. punkt 5.5.2.

Varekost

Color Lines varekost er knyttet til forbruk av innkjøpte varer for videresalg, forbruksvarer, forbruk av bunkers, billettprovisjoner og havnekostnader (Color Line, årsrapport 2017, s.50). Gjennom den historiske analyseperioden har kostnadsposten gjennomsnittlig utgjort 35,4 prosent av driftsinntektene, og dermed vært selskapets største kostnadspost. På grunn av manglende informasjon om størrelsen på de ulike komponentene som inngår i varekosten, er det utfordringer knyttet til estimeringen. Det er likevel rimelig å anta at de fleste komponentene vil variere i samsvar med driftsinntektene, noe som gjør det naturlig å estimere denne kostnaden på grunnlag av den historiske utviklingen i «common size».

Basert på tidligere diskusjon under trendanalysen i punkt 5.5.1, vet vi at endringer i bunkerskostnader, kan påvirke resultatet i stor grad. Det er derfor rimelig å anta at komponenten forbruk av bunkers utgjør en stor andel av varekosten. Etersom komponenten er knyttet til utviklingen i oljeprisen, anser vi det som hensiktsmessig å prognostisere denne basert på den forventede fremtidige oljeprisen. Fra PESTEL-analysen utført i punkt 4.1.1, vet vi at det forventes en jevn økning i oljeprisen frem mot 2020. Basert på den historiske utviklingen i kostnadsposten, samt økningen i forventet oljepris, antar vi at varekosten vil øke de tre første årene i analyseperioden, før den stabiliser seg på 37 prosent av driftsinntektene.

Lønnskostnader

Basert på de historiske tallene kan vi se at denne kostnadsposten har variert fra 26 til 29 prosent av selskapets driftsinntekter, gjennom analyseperioden. På grunnlag av den store sannsynligheten for at Color Line enten vil seile under NIS eller flytte virksomheten til Danmark (jf. PESTEL-analysen punkt 4.1.1) det kommende året, antar vi at lønnskostnaden vil

reduseres i fremtiden. De gjennomsnittlige lønnskostnadene for de to komparative selskapene DFDS Seaways og Stena Line, er på i underkant av 20 prosent av driftsinntektene, men på grunn av usikkerhet knyttet til de to ulike scenarioene for Color Line, velger vi å redusere posten med 2 prosentpoeng årlig frem til den stabiliseres på 20 prosent av driftsinntektene.

Charterleie og leasingkostnader

Vi estimerer charterleie og leasingkostnader i planleggingsperioden til å være 4,4 prosent av driftsinntektene på grunnlag av historiske tall.

Andre driftskostnader

Color Line opplyser i sine noter at denne kostnadsposten består av tekniske driftskostnader, andre driftskostnader land og annet, og andre driftskostnader om bord. På grunn av en stabil utvikling i de historiske tallene, velger vi å sette andre driftskostnader til 17 prosent av driftsinntektene.

Av- og nedskrivning

Kostandsposten består av avskrivninger på skip, investeringer innleid skip, inventar og utstyr, tomter, bygg og annen fast eiendom, og anlegg under utførelse. Color Lines varige driftsmidler bokføres til kostpris, fratrukket akkumulerte lineære avskrivninger. Tabell 31 viser den historiske utviklingen i avskrivninger, knyttet til de ulike balansepostene.

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Gj.snitt
Skip	239 423	278 267	234 769	220 444	228 283	225 311	204 771	201 556	229 103
Δ Skip		16,22 %	-15,63 %	-6,10 %	3,56 %	-1,30 %	-9,12 %	-1,57 %	-1,99 %
Investeringer innleid skip	1 839	2 109	2 711	3 744	2 059	10 299	9 851	22 997	6 951
Δ Investeringer innleid skip		14,68 %	28,54 %	38,10 %	-45,01 %	400,19 %	-4,35 %	133,45 %	80,80 %
Inventar og utstyr	15 794	11 661	11 406	14 389	30 421	19 520	15 363	15 542	16 762
Δ Inventar og utstyr		-26,17 %	-2,19 %	26,15 %	111,42 %	-35,83 %	-21,30 %	1,17 %	7,61 %
Tomter, bygg o.a. fast eiendom	42 281	41 305	41 144	41 444	44 824	44 769	43 927	43 640	42 917
Δ Tomter, bygg o.a. fast eiendom		-2,31 %	-0,39 %	0,73 %	8,16 %	-0,12 %	-1,88 %	-0,65 %	0,50 %
Anlegg under utførelse	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Goodwill og andre immatrielle eiendeler	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Programvare og lisenser	-	9 827	35 790	38 326	39 469	43 175	44 857	52 163	32 951
Δ Programvare og lisenser			264,20 %	7,09 %	2,98 %	9,39 %	3,90 %	16,29 %	50,64 %
Total	299 337	343 169	325 820	318 348	345 057	343 078	318 769	335 899	328 685

Tabell 31: Endring i historisk avskrivningskostnad, tall i 1000 NOK

Basert på tabellen observerer vi at avskrivninger på skip utgjør den største andelen av de totale avskrivningene. Det er derfor viktig å hensynta endringen i denne balanseposten. Fra den strategiske analysen vet vi at det nye skipet, Color Hybrid, skal ferdigstilles i 2019. Det nye skipet vil erstatte det nåværende skipet på distansen, M/S Bohus, og det vil derfor ikke ha store påvirkninger på den årlige avskrivningskostnaden. Likevel antar vi en liten økning, ettersom det er naturlig å anta at det nye skipet vil ha en høyere kostpris enn M/S Bohus. Ettersom det

ikke fremgår detaljerte opplysninger om avskrivningene for de ulike skipene, tar vi utgangspunkt i den gjennomsnittlige avskrivningskostnaden per skip, som i 2017 var på 33,6 MNOK. Vi antar at det nye skipet vil ligge noe over dette, på 50 millioner. Den årlige avskrivningskostnaden fra 2019, for balanseposten *skip*, blir derfor 218 millioner per år.

For de resterende balansepostene antar vi at det ikke forekommer betydelige investeringer og vi velger derfor å øke årlige avskrivninger med den gjennomsnittlige veksten for perioden, slik det fremgår av tabell 31. Investeringer for innleid skip vil derimot settes lik den gjennomsnittlige avskrivningsstørrelsen for analyseperioden, ettersom det historisk sett har vært svært store svingninger i denne kostnadsposten. Tabell 32 viser de prognostiserte avskrivningene for de ulike avskrivbare balansepostene.

	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e
Skip	- 201 556	- 218 000	- 218 000	- 218 000	- 218 000
Investeringer innleid skip	- 6 951	- 6 951	- 6 951	- 6 951	- 6 951
Inventar og utstyr	- 16 725	- 17 997	- 19 367	- 20 841	- 22 427
Tomter, bygg o.a. fast eiendom	- 43 858	- 44 077	- 44 298	- 44 519	- 44 742
Anlegg under utførelse	-	-	-	-	-
Goodwill og andre immatrielle eiendeler	-	-	-	-	-
Programvare og lisenser	- 56 300	- 60 764	- 65 583	- 70 783	- 76 396
Total	- 325 390	- 347 790	- 354 199	- 361 095	- 368 517

Tabell 32: Prognostisering av avskrivninger, tall i 1000 NOK

8.2.3 Oppsummering driftsresultat fra normal drift

Estimeringen av de ulike inntekts- og kostnadspostene fremkommer av tabell 33 nedenfor. Her beregnes netto driftsresultat fra normal drift. I beregningen er det benyttet en marginalsatt på 23 prosent, ettersom denne er fastsatt av Regjeringen for 2018 (Regjeringen 2017b).

	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e
Passasjerinntekter	4 478 440	4 645 352	4 818 484	4 998 069	5 184 347
Fraktinntekter	383 155	388 136	394 346	401 838	409 875
Annet	280 104	289 908	300 055	310 556	321 426
Salgsinntekter	5 141 699	5 323 395	5 512 884	5 710 464	5 915 648
Resultat investering i tilknyttet selskap og datterselskap	29 991	30 141	30 292	30 443	30 596
Driftsinntekter (normal drift)	5 171 690	5 353 536	5 543 176	5 740 907	5 946 243
Varekost	- 1 737 688	- 1 852 324	- 1 973 371	- 2 101 172	- 2 235 788
Lønnskostnader	- 1 270 684	- 1 208 293	- 1 140 231	- 1 148 181	- 1 189 249
Charterleie og leasingkostnader	- 227 554	- 235 556	- 243 900	- 252 600	- 261 635
Andre driftskostnader	- 879 187	- 910 101	- 942 340	- 975 954	- 1 010 861
Av-og nedskrivning	- 325 390	- 347 790	- 354 199	- 361 095	- 368 517
Sum driftskostnader (normal drift)	- 4 440 503	- 4 554 064	- 4 654 040	- 4 839 002	- 5 066 049
Brutto driftsresultat (normal drift)	731 187	799 473	889 136	901 905	880 195
Skatt	- 168 173	- 183 879	- 204 501	- 207 438	- 202 445
Netto driftsresultat (normal drift)	563 014	615 594	684 634	694 467	677 750
Marginalsatt	0,23	0,23	0,23	0,23	0,23

Tabell 33: Prognostisert netto driftsresultat (normal drift), tall i 1000 NOK

I vekstanalysen i punkt 5.7.1, antok vi en økning i den fremtidige kjerneprofittmarginen. Basert på det prognostiserte netto driftsresultatet har vi beregnet en fremtidig kjerneprofittmargin, fremstilt i tabell 34. Tabellen viser at Color Lines estimerte profittmargin har hatt den samme stabile utviklingen som den historiske profittmarginen, jf. punkt 5.6.2 og 5.7.1, og nærmer seg profittmargin-medianen for fraktsegmentet på 12,6 prosent.

	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e
Netto driftsresultat (normal drift)	563 014	615 594	684 634	694 467	677 750
Sum driftsinntekter	5 171 690	5 353 536	5 543 176	5 740 907	5 946 243
Kjerne PM	10,89 %	11,50 %	12,35 %	12,10 %	11,40 %
ΔKjerne PM	0,10 %	0,61 %	0,85 %	-0,25 %	-0,70 %

Tabell 34: Prognostisert kjerne PM, tall i 1000 NOK

8.3 Estimering av netto operasjonelle eiendeler

Det andre steget i prognostiseringen innebærer å estimere netto operasjonelle eiendeler. I dette delkapittelet vil vi først ta for oss de enkelte eiendels- og gjeldspostene, før vi til slutt fremstiller en fullstendig oversikt over netto operasjonelle eiendeler.

8.3.1 Operasjonelle eiendeler

Color Lines historiske utvikling i operasjonelle eiendeler presenteres i tabell 35, nedenfor. Dette tallmaterialet, sammen med kunnskapen om selskap og bransje fra den strategiske analysen, vil danne grunnlaget for de fremtidige prognostiseringene.

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Gj.snitt
Operasjonelle eiendeler									
Programvare og lisenser	-	466 679	509 077	500 910	479 684	465 840	441 010	407 008	
ΔProgramvare og lisenser		-	9,09 %	-1,60 %	-4,24 %	-2,89 %	-5,33 %	-7,71 %	-2,11 %
Goodwill og andre immatrielle eiendeler	671 301	671 301	671 301	671 301	671 301	671 301	671 301	671 301	
ΔGoodwill og andre immatrielle eiendeler		-	-	-	-	-	-	-	0 %
Anlegg under oppførelse	378 112	-	-	-	-	-	-	193 863	
ΔAnlegg under oppførelse		-	-	-	-	-	-	-	
Tomter, bygninger og annen fast eiendom	653 538	623 265	583 949	571 539	559 887	526 140	482 287	463 734	
ΔTomter, bygninger og annen fast eiendom		-4,63 %	-6,31 %	-2,13 %	-2,04 %	-6,03 %	-8,33 %	-3,85 %	-4,76 %
Inventar og utstyr	49 363	59 002	45 619	63 666	61 590	39 154	35 655	48 157	
ΔInventar og utstyr		19,53 %	-22,68 %	39,56 %	-3,26 %	-36,43 %	-8,94 %	35,06 %	3,26 %
Skip	5 526 463	5 398 121	4 165 353	3 987 446	3 830 603	3 715 658	3 572 355	3 452 020	
ΔSkip		-2,32 %	-22,84 %	-4,27 %	-3,93 %	-3,00 %	-3,86 %	-3,37 %	-6,23 %
Investeringer i tilknyttet selskap	-	-	390 285	406 523	359 047	381 681	411 794	441 636	
ΔInvesteringer i tilknyttet selskap		-	-	4,16 %	-11,68 %	6,30 %	7,89 %	7,25 %	2,78 %
Varebeholdning	150 121	147 339	130 829	150 928	137 856	163 366	160 795	162 229	
ΔVarebeholdning		-1,85 %	-11,21 %	15,36 %	-8,66 %	18,50 %	-1,57 %	0,89 %	1,64 %
Kundefordringer og andre fordringer	596 464	460 967	664 299	1 136 916	1 042 260	1 036 041	1 058 548	973 883	
ΔKundefordringer og andre fordringer		-22,72 %	44,11 %	71,15 %	-8,33 %	-0,60 %	2,17 %	-8,00 %	11,11 %

Tabell 35: Historisk utvikling i operasjonelle eiendeler, tall i 1000 NOK

Programvare og lisenser

Posten *programvare og lisenser* består hovedsakelig av det nye bookingsystemet som ble satt i drift i 2011, og har hatt en jevn nedgang de siste årene i analyseperioden. Dette skyldes i hovedsak lineære avskrivninger. I følge Color Lines nedskrivningstest, vil det ikke foreligge

behov for nedskrivning på selskapets immaterielle eiendeler (Color Line, 2018a). Basert på dette velger vi en årlig reduksjon på 4 prosent i planleggingsperioden, tilsvarende den gjennomsnittlige reduksjonen i balanseposten den siste delen av analyseperioden. Denne prognostiserte reduksjonen i utgående balanse, sammen med den prognostiserte avskrivningskostanden fra punkt 8.2.2, gir følgende sammenheng:

	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e
IB Programvare og lisenser	407 008	390 728	375 099	360 095	345 691
Avskrivninger	- 56 300	- 60 764	- 65 583	- 70 783	- 76 396
Nyinvesteringer	40 019	45 135	50 579	56 380	62 569
UB Programvare og lisenser	390 728	375 099	360 095	345 691	331 863

Tabell 36: Prognostisering av programvare og lisenser, tall i 1000 NOK

Goodwill og andre immaterielle eiendeler

Basert på historisk utvikling, settes denne posten til 671 301 000 NOK i planleggingsperioden.

Anlegg under oppførelse

I følge Color Lines årsrapport er denne posten per 2017 knyttet til det nye plug-in hybridskipet. Først når skipet ferdigstilles i 2019, vil anleggsmidlet klassifiseres som skip og avskrives. Denne posten vil derfor være stabil frem til 2019, og deretter falle bort.

Tomter, bygninger og annen fast eiendom

Basert på en relativ stabil nedgang i balanseposten gjennom analyseperioden, antar vi en årlig nedgang på 4,8 prosent i planleggingsperioden. Denne prognostiserte reduksjonen i utgående balanse, sammen med den prognostiserte avskrivningskostanden fra punkt 8.2.2, gir følgende sammenheng:

	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e
IB Tomter, bygg o.a. fast eiendom	463 734	441 475	420 284	400 110	380 905
Avskrivninger	- 43 858	- 44 077	- 44 298	- 44 519	- 44 742
Nyinvesteringer	21 599	22 887	24 124	25 314	26 459
UB Tomter, bygg o.a. fast eiendom	441 475	420 284	400 110	380 905	362 622

Tabell 37: Prognostisering av tomter, bygg o.a. fast eiendom, tall i 1000 NOK

Inventar og utstyr

Gjennom analyseperioden har det vært store svingninger i inventar og utstyr. Fra trendanalysen i punkt 5.5.1 vet vi at det er regelmessige oppgraderinger på de ulike skipene. Ettersom det ikke er en tydelig trend på størrelse og hyppighet på disse oppgraderingene, anser vi det som mest hensiktsmessig å sette veksten i planleggingsperioden lik den gjennomsnittlige veksten i analyseperioden, på 3,3 prosent. På denne måten vil vi ta høyde for de store svingningene i

posten. Denne prognostiserte reduksjonen i utgående balanse, sammen med den prognostiserte avskrivningskostanden fra punkt 8.2.2, gir følgende sammenheng:

	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e
IB Inventar og utstyr	48 157	49 746	51 388	53 084	54 835
Avskrivninger	- 16 725	- 17 997	- 19 367	- 20 841	- 22 427
Nyinvesteringer	18 314	19 639	21 063	22 593	24 237
UB Inventar og utstyr	49 746	51 388	53 084	54 835	56 645

Tabell 38: Prognostisering av inventar og utstyr, tall i 1000 NOK

Skip

Basert på tabell 35 kan vi observere at endringen i balanseposten har vært relativt stabil de fem siste årene i analyseperioden. 2012 skiller seg fra denne utviklingen ettersom Color Line solgte Superspeed 1 til det tilknyttede selskapet ONS Ship Finance AS (Color Line, 2013). Vi vil derfor anta at den årlige gjennomsnittlige endringen i balanseposten gjennom analyseperioden, på 142 667 000 NOK, vil fortsette i fremtiden. I 2019 antar vi en økning i denne årlige endringen på 20 MNOK, på grunn av ferdigstillingen av Color Hybrid, jf. avskrivningskostnadene i punkt 8.2.2. Vi antar en kostpris på det nye skipet på 1 193 863 000, i henhold til Color Lines årsrapport. Videre antar vi en utrangeringsverdi på M/S Bohus på 70 MNOK, basert på tidligere salgsverdi på Color Lines skip Silvia Ana og Christian IV, på henholdsvis 86 og 100 MNOK, i tillegg til kapasitet og byggeår (Pedersen, 2014; Røyseland 2008). Beregningene fremstilles i tabell 39.

	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e
IB skip	3 452 020	3 309 353	4 270 550	4 107 883	3 945 217
Endring	- 142 667	- 162 667	- 162 667	- 162 667	- 162 667
Avgang M/S Bohus		- 70 000			
Tilgang Color Hybrid		1 193 863			
UB skip	3 309 353	4 270 550	4 107 883	3 945 217	3 782 550

Tabell 39: Prognostisering av skip, tall i 1000 NOK

Investering i tilknyttet selskap

Basert på den stabile gjennomsnittlige økningen de tre siste årene i analyseperioden, antar vi en årlig økning på 7,15 prosent i planleggingsperioden. Denne prognostiserte reduksjonen i utgående balanse, sammen med den prognostiserte avskrivningskostanden fra punkt 8.2.2, gir følgende sammenheng:

	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e
IB Investeringer i tilknyttet selskap	441 636	473 213	507 048	543 302	582 148
Avskrivninger	- 6 951	- 6 951	- 6 951	- 6 951	- 6 951
Nyinvesteringer	38 528	40 786	43 205	45 797	48 575
UB Investeringer i tilknyttet selskap	473 213	507 048	543 302	582 148	623 771

Tabell 40: Prognostisering av investering i tilknyttet selskap, tall i 1000 NOK

Varebeholdning

Gjennom analyseperioden har det vært store svingninger i varebeholdningen, og dermed ingen trend i utviklingen. Basert på dette anser vi det som mest hensiktsmessig å sette veksten i planleggingsperioden lik den gjennomsnittlige veksten i analyseperioden, på 1,64 prosent. På denne måten vil vi ta høyde for de store svingningene i posten.

Kundefordringer og andre fordringer

Denne posten består i stor grad av fordring på tilknyttede selskap, i tillegg til kundefordringer. Basert på trendanalysen i punkt 5.5.1 vet vi at det ikke foreligger en tydelig trend i kundefordringene og andre fordringer. I tillegg har vi utført en korrelasjonstest, mellom endringen salgsinntekter og endringen kundefordringer, som viste seg å være under 50 prosent. Vi anser det derfor ikke som hensiktsmessig å beregne kundefordringene som en andel av salgsinntekten. På grunnlag av de store svingninger i balanseposten, spesielt i første del av analyseperioden, velger vi å basere prognostiseringen av posten *kundefordringer og andre fordringer* på den gjennomsnittlige nedgangen på 3,7 prosent, fra perioden 2014 til 2017.

8.3.2 Operasjonell gjeld

Color Lines historiske utvikling i operasjonell gjeld presenteres i tabell 41 nedenfor. Dette tallmaterialet, sammen med kunnskapen om selskap og bransje fra den strategiske analysen, vil danne grunnlaget for de fremtidige prognostiseringene.

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Gj.snitt
Operasjonell gjeld									
Forpliktelser	-	15 298	3 925	34 755	70 301	38 079	29 142	16 844	
ΔForpliktelser		-	-74,34 %	785,48 %	102,28 %	-45,83 %	-23,47 %	-42,20 %	116,98 %
Utsatt skatt	928 492	934 216	966 972	852 750	728 516	696 460	788 057	764 328	
ΔUtsatt skatt		0,62 %	3,51 %	-11,81 %	-14,57 %	-4,40 %	13,15 %	-3,01 %	-2,36 %
Leverandørgjeld og annen kortsiktig gjeld	626 050	750 434	649 155	701 603	794 177	647 375	705 343	765 464	
ΔLeverandørgjeld og annen kortsiktig gjeld		19,87 %	-13,50 %	8,08 %	13,19 %	-18,48 %	8,95 %	8,52 %	3,81 %
Andre finansielle forpliktelser	-	-	-	22 343	178 225	147 468	-	3 292	
ΔAndre finansielle forpliktelser		-	-	-	697,68 %	-17,26 %	-	-	340,21 %

Tabell 41: Historisk utvikling i operasjonell gjeld, tall i 1000 NOK

Forpliktelser

Basert på tabell 41 observerer vi at posten *forpliktelser* har vært svært varierende gjennom analyseperioden. Vi har derfor valgt å sette posten lik den gjennomsnittlige størrelsen på 29 763 000, i planleggingsperioden.

Utsatt skatt

Basert på den historiske utviklingen i utsatt skatt, har vi valgt en nedgang på 2,36 prosent hvert år, tilsvarende den gjennomsnittlige nedgangen i analyseperioden.

Leverandørgjeld og annen kortsiktig gjeld

Basert på den historiske utviklingen i *leverandørgjeld og annen kortsiktig gjeld*, har vi valgt en økning på 3,81 prosent hvert år, tilsvarende den gjennomsnittlige økning i analyseperioden.

Andre finansielle forpliktelser

Den operasjonelle gjeldsposten *andre finansielle poster* forekommer bare sporadisk gjennom analyseperioden, og varierer svært mye i størrelsen. Posten består av bunkersderivater og markedsverdi på valutaforretninger, noe det er vanskelig å prognostisere for fremtiden. I henhold til Penman (2013) vil det være mest korrekt å estimere denne balanseposten som 0 i fremtiden.

8.3.3 Oppsummering operasjonelle balanseposter

Prognostiseringen av de ulike operasjonelle balansepostene fremkommer av tabell 42 nedenfor.

	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e
Operasjonelle eiendeler					
Programvare og lisenser	390 728	375 099	360 095	345 691	331 863
Goodwill og andre immatrielle eiendeler	671 301	671 301	671 301	671 301	671 301
Anlegg under oppføring	193 863	-	-	-	-
Tomter, bygninger og annen fast eiendom	441 475	420 284	400 110	380 905	362 622
Inventar og utstyr	49 746	51 388	53 084	54 835	56 645
Skip	3 309 353	4 270 550	4 107 883	3 945 217	3 782 550
Investeringer i tilknyttet selskap	473 213	507 048	543 302	582 148	623 771
Varebeholdning	164 890	167 594	170 342	173 136	175 975
Kundefordringer og andre fordringer	937 849	903 149	869 732	837 552	806 563
Sum operasjonelle eiendeler	6 632 418	7 366 412	7 175 849	6 990 785	6 811 290
Operasjonell gjeld					
Forpliktelser	29 763	29 763	29 763	29 763	29 763
Utsatt skatt	746 290	728 677	711 481	694 690	678 295
Leverandørgjeld og annen kortsiktig gjeld	649 903	674 664	700 368	727 053	754 753
Andre finansielle forpliktelser					
Sum operasjonell gjeld	1 425 956	1 433 105	1 441 613	1 451 506	1 462 812
Netto operasjonelle eiendeler (NOA)	5 206 462	5 933 307	5 734 237	5 539 279	5 348 479

Tabell 42: Prognostisert NOA, tall i 1000 NOK

I vekstanalysen i punkt 5.7.1, antok vi en reduksjon i fremtidig omløpshastighet som et resultat av balanseføringen av Color Hybrid i 2019, men at denne reduksjonen vil kunne nøytraliseres noe av de økte prognostiserte driftsinntektene fra normal drift. I tabell 43 har vi derfor beregnet den fremtidige omløpshastigheten for å undersøke om utviklingen virker rimelig i forhold til de historiske tallene, jf. punkt 5.6.2 og 5.7.1. Tabellen viser at Color Lines estimerte omløpshastighet, basert på gjennomsnittlig NOA, følger den historiske utviklingen. Veksten

avtar imidlertid noe i 2019, noe som er naturlig ettersom det nye hybridskipet balanseføres dette året.

	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e
Sum driftsinntekter	5 171 690	5 353 536	5 543 176	5 740 907	5 946 243
IB NOA	5 263 903	5 206 462	5 933 307	5 734 237	5 539 279
UB NOA	5 206 462	5 933 307	5 734 237	5 539 279	5 348 479
Gjennomsnittlig NOA	5 235 183	5 569 884	5 833 772	5 636 758	5 443 879
ATO (gj.snittlig NOA)	0,99	0,96	0,95	1,02	1,09
ATO (IB NOA)	0,98	1,03	0,93	1,00	1,07

Tabell 43: Prognostisert ATO, tall i 1000 NOK

Ved beregningen av den fremtidige superprofitten, benyttes inngående verdier for NOA (Penman, 2013). For å sikre at det blir samsvar i beregningen av superprofitt og RNOA, har vi inkludert ATO basert på inngående balanse i tabell 43. Det er sistnevnte som benyttes i den videre beregningen av RNOA.

8.4 Estimering av fremtidig RNOA

Basert på den prognostiserte profittmarginen og omløpshastigheten til eiendelene, er RNOA beregnet i tabell 44. Denne benyttes i den kommende beregningen av Color Lines egenkapitalverdi, i superprofitt-fra-drift-modellen.

	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e
Kjerne PM	10,89 %	11,50 %	12,35 %	12,10 %	11,40 %
ATO (IB NOA)	0,98	1,03	0,93	1,00	1,07
Kjerne RNOA	10,70 %	11,82 %	11,54 %	12,11 %	12,24 %
ΔKjerne RNOA	0,54 %	1,13 %	-0,28 %	0,57 %	0,12 %

Tabell 44: Prognostisert RNOA

9. Fundamental verdsettelse

I dette kapitlet vil vi foreta selve verdsettelsen av Color Line, som er det fjerde steget i Penmans rammeverk for den fundamentale verdsettelsen, jf. figur 2. Vi vil i det følgende beregne Color Lines egenkapitalverdi ved bruk av de to modellene superprofitt fra drift og fri kontantstrøm, som diskutert under valg av metode i kapittel 3.

9.1 Superprofitt fra drift

Denne verdsettelsesmodellen tar utgangspunkt i bokført verdi av egenkapitalen, tillagt en nåverdi av superprofitt fra drift (Penman, 2013). På denne måten avdekkes merverdi utover den bokførte egenkapitalverdien. Modellen forutsetter at NFO tilsvarer markedsverdien, ettersom det ikke forventes en merkostnad utover gjeldskostnaden. I følge Penman (2013) kan superprofitt fra drift beregnes ved følgende formel:

$$ReOI_t = [RNOA_t - (\rho_F - 1)] \times NOA_{t-1}$$

(Penman, 2013, s.442)

RNOA = avkastning på netto operasjonelle eiendeler

$(\rho_F - 1)$ = avkastningskrav på totalkapitalen

NOA = netto operasjonelle eiendeler

t = tidspunkt

Selskapets verdi bergenes ved hjelp av følgende formel:

$$V_0^{NOA} = NOA_0 + \frac{ReOI_1}{\rho_F} + \frac{ReOI_2}{\rho_F^2} + \frac{ReOI_3}{\rho_F^3} + \dots + \frac{ReOI_T}{\rho_F^T} + \frac{CV_T}{\rho_F^T}$$

(Penman, 2013, s.439)

CV_T = terminalverdi

Ettersom vi ønsker verdien av selskapets egenkapital, må NFO trekkes fra selskapsverdien. Følgende sammenheng foreligger: $V_0^E = V_0^{NOA} - V_0^{NFO}$ (Penman, 2013, s.440). Videre i kapitlet vil vi foreta en beregning av de ulike komponentene som inngår i superprofitt-fra-drift-modellen.

9.1.1 Terminalverdi

Ettersom selskaper forventer å opprettholde driften i all fremtid, beregnes det en terminalverdi som representerer superprofitt fra drift i årene etter planleggingsperioden (Kaldestad & Møller, 2011). I følge Penman (2013) finnes det tre ulike scenarioer for beregningen av terminalverdien:

Scenario 1: $CV_T = 0$

Scenario 2: $CV_T = \frac{ReOI_{T+1}}{\rho_F - 1}$

Scenario 3: $CV_T = \frac{ReOI_{T+1}}{\rho_F - g}$

(Penman, 2013, s.440)

I scenario 1 forventes det at superprofitt fra drift vil være null etter planleggingsperioden, ettersom avkastningen på netto operasjonelle eiendeler vil være lik kapitalkostnaden. Scenario 2 antar at det vil foreligge en konstant superprofitt, mens det i det siste scenarioet forventes en superprofitt med en evigvarende vekst. Basert på de tidligere analysene av Color Line i denne oppgaven, antar vi at det vil foreligge en superprofitt fra drift i perioden etter planleggingsperioden, ettersom vi antar at Color Lines fremtidige prosjekter vil ha en positiv netto nåverdi. Fra det strategiske analysen vet vi at konkurransen i markedet er stor, både på grunn av homogene aktører og flere substitutter, noe som gjør det naturlig å anta en vekst i superprofitt som tilsvarer inntektsveksten i markedet. Det er noe uenighet blant ekspertene om hva den eksakte veksten vil være, men alle antar en vekst mellom 2 og 3 prosent. Den største andelen antar likevel en vekst omkring 2,5 prosent (Norges Bank, 2017). På bakgrunn av dette antar vi en vekst i superprofitt etter planleggingsperioden på 2,5 prosent.

9.1.2 Beregning av egenkapitalverdi

Basert på det prognostiserte fremtidsregnskapet og det beregnede avkastningskravet, har vi beregnet en verdi på Color Lines egenkapital. Beregningene er fremstilt i tabell 45.

	2017	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e
Driftsinntekter (normal drift)	4 997 361	5 171 690	5 353 536	5 543 176	5 740 907	5 946 243
Driftskostnader (normal drift)	- 4 337 328	- 4 440 503	- 4 554 064	- 4 654 040	- 4 839 002	- 5 066 049
Brutto driftsresultat (normal drift)	660 033	731 187	799 473	889 136	901 905	880 195
Skatt	- 120 888	- 168 173	- 183 879	- 204 501	- 207 438	- 202 445
Netto driftsresultat (normal drift)	539 145	563 014	615 594	684 634	694 467	677 750
NOA	5 263 903	5 206 462	5 933 307	5 734 237	5 539 279	5 348 479
RNOA		10,70 %	11,82 %	11,54 %	12,11 %	12,24 %
ReOI		188 750	245 414	262 776	286 762	283 907
Avkastningskrav (pF)		1,0711	1,1473	1,2288	1,3162	1,4098
Nåverdi av ReOI		176 221	213 914	213 844	217 872	201 385
Total nåverdi av ReOI	1 023 236					
Terminalverdi (CV)						6 312 468
Nåverdi av terminalverdi	4 477 639					
NOA	5 263 903					
Selskapsverdi	10 764 778					
NFO	3 074 148					
Egenkapitalverdi	7 690 630					
Pris per aksje	107,11					

Tabell 45: Estimert egenkapitalverdi, Superprofitt-fra-drift-modellen, tall i 1000 NOK

9.2 Fri kontantstrøm

Som nevnt i kapittel 3, skal superprofitt-fra-drift-modellen og fri-kontantstrøm-modellen gi samme egenkapitalverdi ved konsistent bruk. Vi vil i det følgende derfor beregne Color Lines egenkapitalverdi ved bruk av frie kontantstrømmer. I følge Penman (2013, s. 238) kan de årlige frie kontantstrømmene defineres som:

$$FCF = OI - \Delta NOA$$

Videre kan selskapets egenkapitalverdi beregnes ved hjelp av formelen nedenfor, og fremstilles for Color Line i tabell 46.

$$V_0^E = \frac{FCF}{\rho_F} + \frac{FCF_2}{\rho_F^2} + \frac{FCF_3}{\rho_F^3} + \dots + \frac{FCF_T}{\rho_F^T} + \frac{CV_T}{\rho_F^T} - NFO$$

(Penman, 2013, s.115)

	2017	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e
Netto driftsresultat (normal drift)		563 014	615 594	684 634	694 467	677 750
IB NOA		5 263 903	5 206 462	5 933 307	5 734 237	5 539 279
UB NOA		5 206 462	5 933 307	5 734 237	5 539 279	5 348 479
Δ NOA		- 57 441	726 845	- 199 070	- 194 957	- 190 801
Fri kontantstrøm		505 573	1 342 439	485 564	499 509	486 949
Avkastningskrav (pF)		1,0711	1,1473	1,2288	1,3162	1,4098
Nåverdi av fri kontantstrøm		472 013	1 170 131	395 145	379 510	345 409
Total nåverdi av frikontantstrøm		3 092 750				
Terminalverdi (CV)						10 826 963
Nåverdi av terminalverdi		7 679 917				
Selskapsverdi		10 772 668				
NFO		3 074 148				
Egenkapitalverdi		7 698 520				
Pris per aksje		107,22				

Tabell 46: Estimert egenkapitalverdi, Fri kontantstrøm modellen, tall i 1000 NOK

Basert på tabell 46 kan vi observere at den beregnede pris per aksje, blir tilnærmet lik som ved bruk av superprofitt-fra-drift-modellen. Forskjellen mellom de to metodene anses som ubetydelig, og kan skyldes avrundinger.

9.3 Sirkulær metode

Som diskutert under kapittel 7, ved fastsettelse av avkastningskravet på totalkapitalen, er egenkapitalverdien som er beregnet i tabell 45 og 46 preget av et sirkulært problem. På grunnlag av dette har vi utført den sirkulære metoden, fremstilt i tabell 47. Ettersom vi har bevist at de to modellene gir samme verdi på egenkapitalen, velger vi å gjennomføre den sirkulære metoden ved bruk av superprofitt-fra-drift-modellen.

		Runde 1	Runde 2	Runde 3	Runde 4	Runde 5	Runde 6
Selskapsspesifikk betaverdi (bloomberg justert)	1,63	1,28	1,29	1,29	1,29	1,29	1,29
Avkastningskrav egenkapital	9,80 %	8,07 %	8,10 %	8,10 %	8,10 %	8,10 %	8,10 %
Avkastningskrav gjeld	4,48 %	4,48 %	4,48 %	4,48 %	4,48 %	5,32 %	5,32 %
Avkastningskrav totalkapital	7,11 %	7,28 %	7,28 %	7,28 %	7,28 %	7,28 %	7,28 %
Total nåverdi av ReOI	1 023 236	979 228	980 823	980 765	980 768	980 767	980 767
Nåverdi av terminalverdi	4 477 639	4 135 579	4 147 553	4 147 117	4 147 133	4 147 132	4 147 132
Selskapsverdi	10 764 778	10 378 710	10 392 280	10 391 785	10 391 803	10 391 802	10 391 802
NFO	3 074 148	3 074 148	3 074 148	3 074 148	3 074 148	3 074 148	3 074 148
Egenkapitalverdi	7 690 630	7 304 562	7 318 132	7 317 637	7 317 655	7 317 654	7 317 654
Pris per aksje	107,11	101,73	101,92	101,92	101,92	101,92	101,92

Tabell 47: Sirkulær metode, tall i 1000 NOK

Basert på tabellen kan vi observere at de ulike verdiene stabiliserer seg fra den sjette runden. I følge Damodaran (2012) er det verdien på dette tidspunktet som er det beste estimatet for selskapets egenkapitalverdi. Vi anser derfor verdien på 7 317 654 000 NOK som Color Lines egenkapitalverdi per 31.12.17. Ettersom Color Line har 71 800 000 utestående aksjer, blir pris per aksje 101,92 NOK.

10. Sensitivitetsanalyse

Den fundamentale verdsettelsesmodellen resulterte i en estimert egenkapitalverdi på 101,92 NOK per aksje. Likevel vet vi at det er usikkerhet knyttet til prognostiseringen av selskapets verdi, på grunn av de mange antagelser om fremtiden. I følge Penman (2013) er det derfor hensiktsmessig å gjennomføre en sensitivitetsanalyse. Gjennom en sensitivitetsanalyse kan man teste hvordan selskapets aksjeverdi påvirkes av endringer i de mest kritiske faktorene i beregningen. På denne måten skapes et bedre grunnlag for å gi en rimelighetsvurdering av den estimerte aksjeverdien.

Vi anser avkastningskravet på totalkapitalen, vekstfaktoren og passasjerinntekter som de mest kritiske faktorene i verdivurderingen av Color Line. I den videre analysen vil vi derfor analysere hvordan endringene i disse faktorene vil påvirke Color Lines aksjepris. Det er verdt å merke seg at de resterende faktorene, som vi ikke anser som de mest kritiske, vil holdes konstante. I henhold til Penman (2013) kan analysen gjennomføres og fremstilles i flere dimensjoner. Vi har valgt å utføre en todimensjonal analyse av Color Lines avkastningskrav på totalkapitalen og vekstfaktor, etterfulgt av todimensjonal analyse av selskapets passasjerinntekter.

10.1 Avkastningskrav på totalkapitalen og vekstfaktor

Ved fastsettelsen av avkastningskravet på totalkapitalen i kapittel 7, ble det foretatt en rekke forutsetninger om de ulike variablene som inngår i beregningen, noe som medfører usikkerhet. Det er derfor interessant å se hvor sensitivt verdiestimatet på Color Lines aksjepris er for endringer i dette avkastningskravet. I den kommende analysen legges det inn et endringsintervall på 0,1 prosentpoeng. Vårt estimerte avkastningskrav på 7,28 prosent er markert med uthevet skrift i tabellen.

I tillegg til avkastningskravet, er det interessant å se hvordan verdiestimatet endres ved endret vekstfaktor. Også denne faktoren er det knyttet usikkerhet til, ettersom den er basert på antagelser om fremtiden. Som nevnt tidligere i oppgaven, er ekspertene noe uenige om den eksakte størrelsen på denne veksten, men alle antar en vekst mellom 2 og 3 prosent. Sensitivitetsanalysen nedenfor vil derfor ta utgangspunkt i dette intervallet, med en økning på 0,1 prosentpoeng. Vår valgte vekst på 2,5 prosent er markert med uthevet skrift i tabellen.

		Avkastningskrav										
		6,78 %	6,88 %	6,98 %	7,08 %	7,18 %	7,28 %	7,38 %	7,48 %	7,58 %	7,68 %	7,78 %
Vekstfaktor	2,00 %	110,63	107,49	104,48	101,58	98,80	96,12	93,54	91,06	88,66	86,35	84,12
	2,10 %	112,07	108,85	105,75	102,78	99,92	97,18	94,53	91,99	89,54	87,18	84,89
	2,20 %	113,58	110,26	107,08	104,02	101,09	98,27	95,56	92,96	90,45	88,03	85,70
	2,30 %	115,16	111,74	108,46	105,32	102,31	99,41	96,64	93,96	91,39	88,92	86,53
	2,40 %	116,81	113,28	109,90	106,67	103,57	100,60	97,75	95,01	92,37	89,84	87,39
	2,50 %	118,54	114,89	111,41	108,08	104,89	101,92	98,91	96,09	93,39	90,79	88,29
	2,60 %	120,35	116,58	112,99	109,56	106,27	103,13	100,12	97,23	94,45	91,79	89,22
	2,70 %	122,25	118,35	114,64	111,10	107,71	104,48	101,38	98,40	95,55	92,82	90,19
	2,80 %	124,24	120,21	116,37	112,71	109,22	105,88	102,69	99,63	96,70	93,89	91,20
	2,90 %	126,34	122,16	118,19	114,40	110,80	107,35	104,06	100,92	97,90	95,02	92,25
	3,00 %	128,54	124,21	120,09	116,18	112,45	108,89	105,50	102,26	99,15	96,18	93,34

Tabell 48: Sensitivitetsanalyse, avkastningskrav og vekstfaktor

Basert på tabell 48 kan vi observere at verdiintervallet for aksjeprisen ligger mellom 84,12 og 128,54 NOK. Videre kan vi se at aksjeprisen øker ved et redusert avkastningskrav, dersom vekstraten holdes konstant. Motsatt, dersom avkastningskravet holdes konstant, vil aksjeprisen reduseres ved lavere vekstrate.

En økning i avkastningskravet fra 7,28 til 7,38 prosent, fører til en negativ endring i aksjeprisen på 2,95 prosent, dersom vekstraten holdes konstant på 2,5 prosent. Motsatt, ved en reduksjon i avkastningskravet fra 7,28 til 7,18 prosent, vil aksjeprisen øke med 2,91 prosent. Dersom avkastningskravet holdes konstant på 7,28 prosent, og veksten økes fra 2,5 til 2,6 prosent, vil aksjeprisen øke med 1,19 prosent. Motsatt, dersom veksten reduseres fra 2,5 til 2,4 prosent, vil aksjeprisen reduseres med 1,3 prosent. Vi kan derfor konkludere med at aksjeverdien er sensitiv for endringer i begge faktorer, men likevel i noe større grad for avkastningskravet.

10.2 Passasjerinntekter

Ettersom passasjerinntektene er den desidert største inntektskilden for Color Line, er det naturlig å tenke at endringer i disse inntektene kan påvirke verdierestimatet. Det er derfor interessant å gjennomføre en sensitivitetsanalyse, for å fastslå graden av sensitivitet. Ettersom passasjerinntektene er sammensatt av de to komponentene *inntjening per kunde* og *antall passasjerer*, velger vi å fremstille analysen todimensjonal, slik at effekten av endringer i begge komponentene fremkommer.

I prognostiseringen av passasjerinntektene i delkapittel 8.2.1, estimerte vi en konstant årlig vekst i både inntjening per kunde og antall passasjerer. Vi har derfor valgt å utføre analysen basert på endringer i den årlige veksten i disse komponentene. I den kommende analysen legges det inn et endringsintervall på 0,2 prosentpoeng, som vi anser fornuftig i forhold til regnskapsanalysen og prognostiseringen av fremtidsregnskapet. Vår estimerte årlige vekst i

antall passasjerer på 1 prosent, samt den estimerte fremtidige veksten i inntjening per kunde på 2,7 prosent, er markert med uthevet skrift i tabellen. Basert på de historiske tallene, samt antagelser om økt inntjening per kunde og økte passasjertall i fremtiden, har vi valgt å analysere endringer i de to komponentene med et intervall på henholdsvis 1,5 til 3,5 prosent og 0 til 2 prosent. Basert på den endrede veksten i passasjerinntektene, er det beregnet en ny RNOA. I denne beregningen har vi forutsatt at NOA holdes konstant.

		Vekst i antall passasjerer										
		0,00 %	0,20 %	0,40 %	0,60 %	0,80 %	1,00 %	1,20 %	1,40 %	1,60 %	1,80 %	2,00 %
Vekst i inntjening per kunde	1,50 %	87,18	88,47	89,78	91,09	92,41	93,75	95,09	96,44	97,81	99,18	100,56
	1,70 %	88,45	89,76	91,07	92,40	93,74	95,08	96,44	97,80	99,18	100,57	101,97
	1,90 %	89,74	91,05	92,38	93,72	95,07	96,43	97,80	99,18	100,57	101,97	103,38
	2,10 %	91,03	92,36	93,70	95,05	96,41	97,79	99,17	100,56	101,96	103,38	104,80
	2,30 %	92,33	93,68	95,03	96,39	97,77	99,15	100,55	101,95	103,37	104,80	106,23
	2,50 %	93,65	95,00	96,37	97,74	99,13	100,53	101,94	103,36	104,79	106,23	107,68
	2,70 %	94,97	96,34	97,72	99,11	100,51	101,92	103,34	104,77	106,21	107,67	109,13
	2,90 %	96,30	97,68	99,07	100,48	101,89	103,32	104,75	106,20	107,65	109,12	110,60
	3,10 %	97,64	99,04	100,44	101,86	103,29	104,72	106,17	107,63	109,10	110,58	112,08
	3,30 %	99,00	100,40	101,82	103,25	104,69	106,14	107,60	109,08	110,56	112,06	113,56
	3,50 %	100,36	101,78	103,21	104,65	106,11	107,57	109,05	110,53	112,03	113,54	115,06

Tabell 49: Sensitivitetsanalyse, vekst i antall passasjerer og vekst i inntjening per kunde

Basert på tabell 49 kan vi observere at verdiintervallet for aksjeprisen ligger mellom 87,18 og 115,06 NOK. Videre kan vi observere at aksjeprisen øker ved økt vekst i både antall passasjerer og inntjening per kunde.

En økning i vekst i antall passasjerer fra 1 til 1,2 prosent, fører til en positiv endring i aksjeprisen på 1,39 prosent, dersom inntjening per kunde holdes konstant på 2,7 prosent. Motsatt, ved en reduksjon i vekst i antall passasjerer fra 1 til 0,8 prosent, vil aksjeprisen reduseres med 1,38 prosent. Dersom veksten i antall passasjerer holdes konstant på 1 prosent, og inntjening per kunde økes fra 2,7 til 2,9 prosent, vil aksjeprisen øke med 1,37 prosent. Motsatt, dersom inntjening per kunde reduseres fra 2,7 til 2,5 prosent, vil aksjeprisen reduseres med 1,36 prosent. Vi kan derfor konkludere med at aksjeverdien er sensitiv for endringer i begge faktorer. Det er verdt å merke seg at graden av sensitivitet er relativt lik for de to komponentene.

10.3 Oppsummering sensitivitetsanalyse

I sensitivitetsanalysen observerer vi at Color Lines aksjepris er sensitiv for endringer i de mest kritiske komponentene: avkastningskravet på total kapitalen, vekstfaktoren og passasjerinntektene. Det er derfor rimelig å anta aksjeprisen vil kunne avvike noe fra vårt verdiestimat på 101,92. Ettersom vi anser vårt verdiintervall for de mest kritiske faktorene som realistisk, anser vi aksjeprisens verdiintervall på 84,12 til 128,54 NOK, som fornuftig.

11. Komparativ verdsettelse

I dette kapitlet vil vi foreta en komparativ verdsettelse, for å supplere den fundamentale verdsettelsen. Denne komparative verdsettelsen vil bestå av de fem multiplene som ble presentert under punkt 3.1.2: *price-to-book value* (P/B), *price-to-sales* (P/S), *price-to-earnings* (P/E), *enterprise value to earnings before interests and taxes* (EV/EBIT), *enterprise value to earnings before interests, taxes, depreciation and amortization* (EV/EBITDA). Multiplene beregnes på grunnlag av selskapenes markedsverdier, resultater, bokført egenkapital og gjeld, og salgsinntekt (Kaldestad & Møller, 2011; Penman, 2013).

Som nevnt i kapittel 3, er det bare DFDS Seaways som er notert på børs, av Color Lines komparative selskaper. Vi må derfor se på markedsverdiene til selskap utenfor vår valgte komparative bransje. Ettersom det ikke finnes børsnoterte selskap som opererer på samme ruter som Color Line, har vi valgt selskap som tilbyr både passasjer- og godstransport på andre distanser: Fjord1, som operer på Vestlandet, og Viking Line, som operer mellom Sverige, Finland og Estland (Fjord1, 2018b; Viking Line, 2018b). Vi vil i det følgende beregne og presentere de tre ulike multiplene, før vi avslutningsvis konkluderer med en verdi på Color Lines egenkapital, basert på den komparative verdsettelsen. Regnskapstall er hentet fra de ulike selskapenes årsrapporter, samt aksjeverdier fra Oslo Børs og NASDAQ. Ettersom de sammenlignbare selskapene opererer med ulik valuta, henholdsvis NOK, DKK og EUR, vil det kunne være noe ulik risiko knyttet til den risikofrie renten i avkastningskravet. Vi anser likevel denne risikoen som relativt lav, ettersom verdensøkonomien i dag er preget av et lavt rentenivå (Heyerdahl, 2017). I tillegg kan det tenkes at det vil det kunne være noe ulike vekstforskjeller, noe som vil kunne påvirke nivået på multiplene.

11.1 P/B

Price-to-book value viser forholdet mellom aksjepris og bokført egenkapitalverdi per aksje (BPS), til de sammenlignbare selskapene (Titman & Martin, 2014; Kaldestad & Møller, 2011). I følge Kaldestad og Møller (2011) er fordelene med dette forholdstallet at det kan gi en indikasjon på selskapets evne til verdiskapning. En P/B som overstiger 1 indikerer en forventning fra markedet om merverdi utover bokført verdi. Det er også her verdt å merke seg at nivået på multiplene kan påvirkes av ulik regnskapsføring, som for eksempel avskrivningsprofil og aktivering av investeringer i immaterielle eiendeler. På denne måten kan bokført verdi være undervurdert, som et resultat av konservativ regnskapsføring. I tabell 50

presenteres forholdstallene til de sammenlignbare selskapene, samt en beregnet aksjeverdi for Color Line.

	Color Line	DFDS Seaways	Viking Line	Fjord1	Gj.snitt
Valuta	NOK	DKK	EUR	NOK	
Bokført egenkapital	2 189 765 000	6 613 700 000	224 100 000	2 067 734 000	
Antall utestående aksjer	71 800 000	57 000 000	10 800 000	100 000 000	
BPS	30,50	116,03	20,75	20,68	
Pris per aksje		331,30	16,25	43,80	
P/B		2,86	0,78	2,12	1,92
Pris per aksje Color Line	58,52				

Tabell 50: P/B

11.2 P/S

Multipellen price-to-sales uttrykker forholdet mellom aksjepris og salgsinntekt per aksje (SPS), til de sammenlignbare selskapene (Damodaran, 2012). I følge Damodaran (2012) er fordelene med dette forholdstallet er at det ikke påvirkes av ulik regnskapsføring, i like stor grad som de to forholdstallene P/B og P/E, ettersom salgsinntekter ofte blir behandlet relativt likt på tvers av markeder. Likevel kan nivået påvirkes av selskapenes ulikheter i gjeldsgrad. Tabell 51 presenterer forholdstallet til de sammenlignbare selskapene, samt en beregnet aksjeverdi for Color Line.

	Color Line	DFDS Seaways	Viking Line	Fjord1	Gj.snitt
Valuta	NOK	DKK	EUR	NOK	
Salgsinntekter	4 967 519 000	14 327 800 000	524 400 000	2 794 136 000	
Antall utestående aksjer	71 800 000	57 000 000	10 800 000	100 000 000	
SPS	69,19	251,36	48,56	27,94	
Pris per aksje		331,30	16,25	43,80	
P/S		1,32	0,33	1,57	1,07
Pris per aksje Color Line	74,26				

Tabell 51: P/S

11.3 P/E

Price-to-earnings tar utgangspunkt i forholdet mellom aksjepris og fortjeneste per aksje (EPS), til de sammenlignbare selskapene (Titman & Martin, 2014; Kaldestad & Møller, 2011). I følge Kaldestad og Møller (2011) er multipellen svært populær i praksis, ettersom mange har en forståelse av nivået. Likevel er det verdt å merke seg at nivået på multipellen påvirkes av selskapenes kapitalstruktur og regnskapsføring. I tabellen 52 presenteres de sammenlignbare selskapenes P/E, gjennomsnittet av de tre, og deretter en estimert aksjepris for Color Line.

	Color Line	DFDS Seaways	Viking Line	Fjord1	Gj.snitt
Valuta	NOK	DKK	EUR	NOK	
Årsresultat	372 038 000	1 618 000 000	5 300 000	602 633 000	
Antall utestående aksjer	71 800 000	57 000 000	10 800 000	100 000 000	
EPS	5,18	28,39	0,49	6,03	
Pris per aksje		331,30	16,25	43,80	
P/E		11,67	33,11	7,27	17,35
Pris per aksje Color Line	89,90				

Tabell 52: P/E

11.4 EV/EBIT

Ettersom P/E påvirkes av selskapets finansieringsgrad, anbefaler Kaldestad og Møller (2011) å benytte EV/EBITDA og EV/EBIT multipler, for å unngå denne ulempen. Vi vil i det følgende derfor beregne disse to multiplene.

EV/EBIT tar utgangspunkt i forholdet mellom selskapets markedsverdi og driftsresultat før renter og skatt (Titman & Martin, 2014; Kaldestad & Møller, 2011). Fordelen med multippelen er at den sammenligner selskapenes underliggende drift, i tillegg til at den hensyntar investeringsbehovet ved å inkludere avskrivninger. Likevel kan multippelen ignorere forskjellen i risiko og regnskapspraksis, for eksempel med hensyn til avskrivninger av goodwill (Kaldestad & Møller, 2011). I tabell 53 presenteres de sammenlignbare selskapenes EV/EBIT, gjennomsnittet av de tre, og deretter en estimert aksjepris for Color Line. Fullstendige beregninger av selskapenes NFO er vedlagt i appendiks 16 og 17.

	Color Line	DFDS Seaways	Viking Line	Fjord1	Gj.snitt
Valuta	NOK	DKK	EUR	NOK	
NFO	3 074 148 000	2 522 100 000	54 600 000	1 382 437 000	
Antall utestående aksjer	71 800 000	57 000 000	10 800 000	100 000 000	
Pris per aksje		331,30	16	43,80	
EV		21 406 200 000	230 100 000	5 762 437 000	
EBIT	660 033 000	1 759 900 000	10 000 000	732 602 000	
EV/EBIT		12,16	23,01	7,87	14,35
EV Color Line	9 469 057 308				
Pris per aksje Color Line	89,07				

Tabell 53: EV/EBIT

11.5 EV/EBITDA

EV/EBITDA er en av de mest anvendte multiplene ved kjøp og salg av virksomheter. EV/EBIT uttrykker forholdet mellom selskapets markedsverdi og driftsresultat før renter, skatt og av-og nedskrivninger (Titman & Martin, 2014; Kaldestad & Møller, 2011). På samme måte som EV/EBIT er det mulig å sammenligne selskapenes underliggende drift. Fordelene med EV/EBITDA sammenlignet med EV/EBIT er at ulikheter i avskrivningsprofiler ekskluderes. Ulempen med modellen er at det kan oppstå ulikheter i nivået på multippelen, ettersom investeringsbehovet ignoreres. I tabell 54 presenteres de sammenlignbare selskapenes EV/EBITDA, gjennomsnittet av de tre, og deretter en estimert aksjepris for Color Line.

	Color Line	DFDS Seaways	Viking Line	Fjord1	Gj.snitt
Valuta	NOK	DKK	EUR	NOK	
NFO	3 074 148 000	2 522 100 000	54 600 000	1 382 437 000	
Antall utestående aksjer	71 800 000	57 000 000	10 800 000	100 000 000	
Pris per aksje		331,30	16	43,80	
EV		21 406 200 000	230 100 000	5 762 437 000	
EBITDA	995 931 000	2 702 400 000	35 200 000	985 254 000	
EV/EBITDA		7,92	6,54	5,85	6,77
EV Color Line	6 741 388 768				
Pris per aksje Color Line	51,08				

Tabell 54: EV/EBITDA

11.6 Oppsummering komparativ verdsettelse

De fem ulike multiplene som er beregnet, gir en noe ulik indikasjon på aksjeverdien til Color Line. Felles for de fem er at de gir en lavere aksjeverdi enn verdien som ble estimert i den fundamentale verdsettelsen. Ettersom forskjellene på aksjeverdien fra de ulike multiplene ikke er svært ulike, har vi valgt å beregne et gjennomsnitt, fremstilt i tabell 55.

Color Line aksjepris	
P/E	89,90
P/B	58,52
P/S	74,26
EV/EBIT	89,07
EV/EBITDA	51,08
Gjennomsnitt	72,57

Tabell 55: Gjennomsnitt multipler

Den komparative verdsettelsen gir en aksjeverdi på 72,57 NOK, og er dermed en rimelighetsbekreftelse på vårt verdiestimat, på 101,92 NOK, i den fundamentale verdsettelsen. Ettersom selskapene ikke kan anses som perfekt sammenlignbare, vil ikke verdien beregnet i denne analysen tillegges stor vekt.

12. Konklusjon

Formålet med denne utredningen var å estimere aksjeprisen til Color Line per 31.12.17. Basert på den fundamentale verdsettelsen har vi estimert en egenkapitalverdi på 7 317 654 000 NOK og en aksjepris på 101,92 NOK. Den bokførte verdien på egenkapitalen var 2 189 765 000 NOK per 31.12.17, noe som tilsier at vårt verdiestimat gir en P/B på 3,34. Vi anser nivået på denne multippelen som rimelig, basert på antagelsene om at Color Line disponerer en rekke verdifulle ressurser, samt at det eksisterer vekstmuligheter i markedet. Det er viktig å presisere at den fundamentale verdsettelsen inneholder momenter som i stor grad er basert på skjønsmessige vurderinger, og at konklusjonen følgelig ikke kan anses som en fasit.

Sensitivitetsanalysen viser at den estimerte aksjeprisen er sensitiv for endringer i avkastningskravet på totalkapitalen, vekstraten og passasjerinntektene. Basert på verdiintervallet i denne analysen, på 84,12 til 128,54 NOK, anser vi det som rimelig at aksjeprisen vil kunne variere med omtrent 20 prosent fra det fundamentale verdiestimatet. Den komparative verdsettelsen støtter også opp om at aksjeverdien vil kunne avvike noe fra våre estimeringer i den fundamentale verdsettelsen.

Utredningen gir oss et endelig verdiestimat på Color Lines aksjepris på 101,92 NOK, tilsvarende en P/B på 3,34 per 31.12.17. Likevel anser vi det som rimelig at aksjeprisen vil kunne variere med omtrent 20 prosent.

Bibliografi

Bøker

- Boye, K., & Koekebakker, S. (2011). *Finansielle emner (14. utgave)*. Oslo: Cappelens Forlag AS.
- Damodaran, A. (2012). *Investment Valuation: Tool and Techniques for Determining the Value of Any Asset*. New Jersey: John Wiley & Sons .
- Gisle Vincent Eye, G. O. (2017). *Sikkerhet og Transport*. Bergen: Fagbokforlaget.
- Grünig, R., & Kühn, R. (2015). *The Strategy Planning Process - Analyses, Options, Projects*. Springer.
- Kaldestad, Y., & Møller, B. (2011). *Verdivurdering - teoretiske modeller og praktiske teknikker for å vernetsette selskaper*. Oslo: revisorforeningen.no.
- Koller, T., Murrin, J., Wessels, D., Goedhart, M., & Copeland, T. (2010). *Valuation : measuring and managing the value of companies (5. utgave.)*. Hoboken, New Jersey: McKinsey & Company.
- Langli, J. C. (2016). *Årsregnskapet 10. utgave*. Oslo: Gyldendal .
- Penman, S. H. (2013). *Financial Statement Analysis And Security Valuation (5. Utgave)*. New York: McGraw-Hill Education.
- Titman, S., & Martin, J. (2014). *Valuation: The Art and Science of Corporate Investment Decisions*. Essex, England: Pearson Education Limited.
- Tofteland, A. (2011). *Finansregnskap - vurdering og analyse 3. utgave*. Bergen: Fagbokforlaget.

Fagartikler

- Boye, K., & Koekebakker, S. (Ukjent dato). *Kapitalverdimodellen - tips til praktisk implementering*. Hentet fra <http://docplayer.me/17348268-Kapitalverdimodellen-tips-til-praktisk-implementering.html>
- Echterling, F., & Eierle, B. (2014, Oktober 14). Mean reversion adjusted betas used in business valuation practice: a research note. *Journal of Business Economics*, ss. 759-792.
- Gjesdal, F. (2007). Omgruppering av regnskapet for eierkontroll og verdsettelse . *Praktisk økonomi & finans*, ss. 3-17. Hentet Mai 2018 fra <https://www.magma.no/valg-av-verdsettelsesmodell>

Kinserdal, F. (2017). Verdsettelse - ulike metoder gir samme verdi . *Fagartikler Magma* Nr. 3 , ss. 54-66.

Porter, M. E. (2008, Januar). The five competitive forces that shape strategy. *Harvard Business Review*, ss. s. 25-41.

Rapporter

Endre Kildal Iversen, T. H. (2015). *Verdiskapingsanalyse av reiselivsnæringen i Norge – utvikling og fremtidspotensial*. Menon.

Handelshøyskolen BI. (2018). *Norsk Kundebarometer*. Hentet Februar 5, 2018 fra <https://www.bi.no/forskning/norsk-kundebarometer/tidligere-resultater/>

Innovasjon Norge. (2017). *Nøkkeltall for norsk turisme*. Oslo: Innovasjon Norge.

Maritimt Forum. (2017). *Analyse av næringen i en krevende tid*. Hentet Januar 10, 2018 fra Maritim verdiskapning: <https://www.menon.no/wp-content/uploads/2017-Maritim-verdiskapingsbok.pdf>

Norges Rederiforbund. (2014). *Styrket konkurransekraft for norsk nærskipfart - Broen til Europa*. Oslo: Norges Rederiforbund.

Norsk havneforening. (2012). *Strategi for nærskipfarten i Norge*. Hentet Januar 10, 2018 fra Regjeringen: https://www.regjeringen.no/contentassets/6df54cc2f2d7495fa2792942fbfbc665/logistikk_og_transportnaringen.pdf

SSB. (2016, Juni 21). *Befolkningsframskrivinger, 2016-2100*. Hentet Januar 26, 2018 fra <https://www.ssb.no/befolkning/statistikker/folkfram/aar/2016-06-21>

SSB. (2017a, Desember 12). *Reiseundersøkelsen*. Hentet Januar 19, 2018 fra Tabell 4: <https://www.ssb.no/reise>

SSB. (2017b, November 30). *Økonomiske analyser 4/2017*. Hentet Januar 26, 2018 fra https://www.ssb.no/nasjonalregnskap-og-konjunkturer/oa/_attachment/331294?_ts=160258a9ba8

THEMA Consulting Group. (2017). *Kapitaliseringsrenten i formuesverdiberegningen*. Oslo: THEMA Rapport, v/Energi Norge. Hentet fra <https://www.energinorge.no/contentassets/8e8ec57f47f34b7cb8d221a81b785ace/thema-rapport-kapitaliseringsrenten-i-formuesverdiberegningen.pdf>

Offentlige rapporter og pressemeldinger

Color Line. (2011, April 27). *Årsrapport 2010*. Hentet Mai 2018 fra <http://viewer.zmags.com/publication/11ef08e2#/11ef08e2/1>

- Color Line. (2012, April 26). *Årsrapport 2011*. Hentet Mai 2018 fra <http://viewer.zmags.com/publication/166ae16c#/166ae16c/1>
- Color Line. (2013, April 25). *Årsrapport 2012*. Hentet Mai 2018 fra <http://viewer.zmags.com/publication/2f97b168#/2f97b168/1>
- Color Line. (2014, April 28). *Årsrapport 2013*. Hentet Mai 2018 fra <http://viewer.zmags.com/publication/7a8db368#/7a8db368/1>
- Color Line. (2015, April 29). *Årsrapport 2014*. Hentet Mai 2018 fra https://www.colorline.no/polopoly_fs/7.66523.1520344661!/CG_A%CC%8Arsrapport_2014_norsk_sidevis_low.pdf
- Color Line. (2016, April 21). *Årsrapport 2015*. Hentet Mai 2018 fra https://www.colorline.no/polopoly_fs/7.66523.1520344661!/Color%20Group%20AS%20a%CC%8Arsrapport%202015.pdf
- Color Line. (2017a, Mars 30). *Årsrapport 2016*. Hentet Mai 2018 fra https://www.colorline.no/polopoly_fs/7.66523.1520344661!/Color%20Group%20AS%20A%CC%8Arsrapport%202016.pdf
- Color Line. (2017b, Februar 17). *Intensjonsavtale blir kontrakt: Ulstein Verft skal bygge Color Lines nye hybridskip*. Hentet Januar 18, 2018 fra Pressemelding: https://www.colorline.no/polopoly_fs/7.88640.1487343177!/PM%20bygging%20nytt%20skip%20HOM%20170217-3.pdf
- Color Line. (2018a, Mars 6). *Årsrapport 2017*. Hentet Mars 2018 fra https://www.colorline.no/polopoly_fs/7.96195.1520326185!/Årsrapport%202017%20Color%20Line%20norsk.pdf
- DFDS Seaways. (2015, Februar 25). *Årsrapport 2014*. Hentet Mai 2018 fra https://assets.ctfassets.net/mivicpf5zews/7BsZ8Tr7wIY8iwIlgsoAWsK/62b6eca22208404d954a2648c48b1fad/2014_DFDS-Annual-Report_UK.pdf
- DFDS Seaways. (2016, Februar 26). *Årsrapport 2015*. Hentet Mai 2018 fra https://assets.ctfassets.net/mivicpf5zews/2dFo2S8XruCkAo42QOaYgW/ef52099166a9ddfcf86d05f68cbc40bf/2015_UK_DFDS_Annual_Report.pdf
- DFDS Seaways. (2017, Februar 23). *Årsrapport 2016*. Hentet Mai 2018 fra https://assets.ctfassets.net/mivicpf5zews/6ppUH0XwbYmAUiAMqwQi4K/91324c46871f421a586d501bb5de3ff2/2016_DFDS_Annual_Report_Final_UK.pdf
- DFDS Seaways. (2018, Februar 23). *Årsrapport 2017*. Hentet Mai 2018 fra https://assets.ctfassets.net/mivicpf5zews/15rsHrnNJQGqOUEy2oSsY/5e56ddd1a1b90136c96d5bd49351ad0be/DFDS_Annual_Report_2017_Final.pdf
- Fjord Line. (2015, Mai 29). *Årsrapport 2014*. Hentet Mai 2018 fra <https://dgyz5gkjides.cloudfront.net/wp-content/uploads/2017/02/12212031/signert-arsregnskap-fjord-line-norsk-versjon-1.pdf>

- Fjord Line. (2016, Mai 26). *Årsrapport 2015*. Hentet Mai 2018 fra https://dgyz5gkjicides.cloudfront.net/wp-content/uploads/2017/02/09222718/arsrapport_fjord_line_2015.pdf
- Fjord Line. (2017, April 27). *Årsrapport 2016*. Hentet Mai 2018 fra https://dgyz5gkjicides.cloudfront.net/wp-content/uploads/2017/02/09215803/fjord_-line_arsrapport_2016-1.pdf
- Fjord Line. (2018, Mai 29). *Årsrapport 2017*. Hentet Mai 2018 fra https://dgyz5gkjicides.cloudfront.net/wp-content/uploads/2017/02/29091030/Årsrapport_forenklet_01.pdf
- Fjord1. (2018a, April 16). *Fjord1 årsrapport 2017*. Hentet Mai 2018 fra <https://www.fjord1.no/content/download/4941/94458>
- Stena Line. (2015, April 17). *Årsrapport 2014*. Hentet Mai 2018 fra http://reports.stena.com/ar2014/en/StenaAB_financialreport_2014.pdf
- Stena Line. (2016, April 27). *Årsrapport 2015*. Hentet Mai 2018 fra http://reports.stena.com/ar2015/en/StenaAB_financialreport_2015.pdf
- Stena Line. (2017, April 28). *Årsrapport 2016*. Hentet Mai 2018 fra <https://www.stena.com/uploads/2016/11/2d79e53c-2443-4794-8d89-144922403855.pdf>
- Stena Line. (2018a, April 25). *Årsrapport 2017*. Hentet Mai 2018 fra <https://www.stena.com/uploads/2018/04/248ac726-2647-4c15-88ba-80e3b6c7e001.pdf>
- Viking Line. (2018a, Februar 14). *Viking Line Annual Report 2017*. Hentet Mai 2018 fra https://www.vikingline.com/globalassets/documents/market_specific/corporate/investors/annual-reports/arsberattelse-2017.pdf

Internettkilder

- Bing, I. (2017, Januar 11). *Disse landene er på lønnstoppen i Europa*. Hentet Januar 27, 2018 fra E24: <https://e24.no/jobb/loenn/disse-landene-er-paa-loennstoppen-i-europa/23895301>
- Chaffey, D. (2018, Januar 14). *Mobile Marketing Statistics compilation*. Hentet Januar 27, 2018 fra <http://www.smartinsights.com/mobile-marketing/mobile-marketing-analytics/mobile-marketing-statistics/>
- Christensen, J. (2017, November 17). *Oljeprisen stiger videre på uro*. Hentet Januar 26, 2018 fra Dagens Næringsliv: <https://www.dn.no/nyheter/2017/11/07/0750/Olje/oljeprisen-stiger-videre-pa-uro>

- Circle K. (2018). *Bensinpris*. Hentet Januar 18, 2018 fra https://www.circlek.no/no_NO/pg1334083776953/private/milesDrivstoff/hva_bestemmerprisen.html
- Color Line . (2018b). *Color Lines historie*. Hentet Januar 11, 2018 fra <https://www.colorline.no/om-oss/om-color-line/color-lines-historie>
- Color Line. (2018c). *Om oss*. Hentet Januar 11, 2018 fra Color Line: <https://www.colorline.no/om-oss/om-color-line>
- Damodaran, A. (2018a, April 15). Hentet April 2018 fra Useful Data Sets: http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datacurrent.html
- Damodaran, A. (2018b, Januar). *Country Default Spreads and Risk Premiums*. Hentet April 2018 fra http://people.stern.nyu.edu/adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html
- Direct Ferries. (2018). *Direct Ferries*. Hentet Januar 10, 2018 fra https://www.directferries.no/?gclid=Cj0KCQiAv_HSBRCkARIsAGaSsrD79nG33yfDqqj52RcT8a3aAMqICo8kJgNO0cTzhLJI6K8fclF-txAaAvziEALw_wcB
- Fjord Line. (2018). *Om Fjord Line*. Hentet Februar 13, 2018 fra <https://www.fjordline.com/om-fjord-line/>
- Fjord1. (2018b, Mai 11). *Ferjer*. Hentet Mai 2018 fra Forretningsområder: <https://www.fjord1.no/Om-Fjord1/Forretningsomraader/Ferjer>
- Flaaten, G. (2017, Juni 9). *Vrakpantordningen floppet. Nå vil regjeringen halvere potten*. Hentet Januar 10, 2018 fra <https://sysla.no/maritim/vrakpantordningen-floppet-na-vil-regjeringen-halvere-potten/>
- FRED. (2018, April 16). *NASDAQ Composite Index*. Hentet April 2018 fra https://l.facebook.com/l.php?u=https%3A%2F%2Ffred.stlouisfed.org%2Fseries%2FNASDAQCOM&h=ATOar6CZKS74BGrNAZLqMlzNjMVBtQNzWwNTJP-0XzZ6BclpZCV6HuMS5OZ4cRkCUQDF7NsTtyc91GIGMhD4ieRSwbX5GdvxkmTMq5vluMrbEPVwdIrJYXpVyPihvyCXuuePj3_N
- Haraldsen, C. H. (2008, Juni 3). *Finanskrisen gir høyere rente*. Hentet Mars 2018 fra e24: <https://e24.no/makro-og-politikk/finanskrisen-gir-hoeyere-rente/2462343>
- Heyerdahl, S. (2017, Juni 20). *Økonomer tror renta vil holde seg ekstremt lav i nær evig tid*. Hentet Mai 2018 fra <https://www.nrk.no/norge/okonomer-tror-renta-vil-holde-seg-ekstremt-lav-i-naer-evig-tid-1.13565253>
- Jakobsen, M. (2015, Juni 17). *Økt grensehandel for sør- og vestlendinger*. Hentet Januar 25, 2018 fra NRK: <https://www.nrk.no/sorlandet/okt-grensehandel-for-sor--og-vestlendinger-1.12412205>

- Kommunalbanken Norge. (2017, Oktober 10). *Budsjettrenter 2018-2021*. Hentet April 2018 fra <http://www.kommunalbanken.no/no/nyheter-presse/nyheter-og-pressemeldinger/2017/budsjettrenter-2018-2021>
- KrF. (2016). *Politisk håndbok 2016-2017 s.143*. Hentet Januar 22, 2018 fra <https://www.krf.no/globalassets/vedlegg/politiske-dokumenter/politisk-handbok/politisk-handbok-2016-2017.pdf>
- Kystrederiene. (2017, November 1). *Felles brev om CO2-avgift til stortingspolitikere*. Hentet Januar 29, 2018 fra <http://www.kystrederiene.no/2017/11/01/kystrederiene-med-pa-felles-brev-om-co2-avgift/>
- Maritimt Forum. (2015). *Rederier - en viktig del av Norsk næringsliv*. Hentet Januar 10, 2018 fra 708090: <http://www.708090.no/bransjer/rederier/>
- NASDAQ. (2018, April 16). *Historical prices - shares*. Hentet April 2018 fra <http://www.nasdaqomxnordic.com/shares/historicalprices>
- Nasdaq. (2018, Mai 11). *VIK1V, VIKING LINE ABP, (F100009005250)*. Hentet Mai 2018 fra Shares: <http://www.nasdaqomxnordic.com/shares/microsite?Instrument=HEX24389>
- Nordnet. (2018, Mars). *Kursdata for DFDS A/S (DFDS)*. Hentet mars 2018 fra <https://www.nordnet.no/mux/web/marknaden/aktiehemsidan/index.html?identifier=3308&marketid=14>
- Norges Bank. (2017, November 23). *Forventningsundersøkelse for Norges Bank 4. kvartal 2017*. Hentet fra https://static.norges-bank.no/contentassets/c7f562b6b81744d49baf02cbe9c5c739/forventningsundersokelse_q4_2017.pdf?v=11%2F22%2F2017095745&ft=.pdf
- Norges Bank. (2018a, April 15). *Statsobligasjoner daglige noteringer*. Hentet April 2018 fra <https://www.norges-bank.no/Statistikk/Rentestatistikk/Statsobligasjoner-Rente-Daglige-noteringer/>
- Norges Bank. (2018b, Januar 26). *Styringsrenten*. Hentet Januar 26, 2018 fra <http://www.norges-bank.no/pengepolitikk/Styringsrenten/>
- Norges Bank. (2018c, Januar 26). *Valutakurser*. Hentet Januar 26, 2018 fra <http://www.norges-bank.no/Statistikk/Valutakurser/>
- Norsk sjømannsforbund. (2014, Septemer 8). *Til medlemmer i Color Line: Informasjon om NIS-utvalgets rapport*. Hentet Januar 25, 2018 fra <https://www.sjomannsforbundet.no/nsf/til-medlemmer-i-color-line-informasjon-om-nis-utvalgets-rapport>
- NRK. (2017, November 23). *Svenske butikker jubler over avgiftshopp på snop og brus i Norge*. Hentet Januar 25, 2018 fra <https://www.nrk.no/norge/svenske-butikker-jubler-over-avgiftshopp-pa-snop-og-brus-i-norge-1.13792837>

- NTB. (2015, Mars 30). *Nordmenn tenker ikke på valutakursen*. Hentet Januar 26, 2018 fra Aftenposten: <https://www.aftenposten.no/reise/Nordmenn-tenker-ikke-pa-valutakursen-7978b.html>
- NTB. (2017, September 27). *Hva betyr den økte oljeprisen for statsbudsjettet?* Hentet Januar 26, 2018 fra Hegnar: <http://www.hegnar.no/Nyheter/Politikk/2017/09/Hva-betyr-den-oekte-oljeprisen-for-statsbudsjettet>
- Oslo Børs. (2018a, April 15). *Color Group AS 16/20 FRN*. Hentet April 2018 fra Kursoversikt: <https://www.oslobors.no/markedsaktivitet/#/details/COLG13.OSE/data>
- Oslo Børs. (2018b, Mai 11). *Fjord1*. Hentet Mai 2018 fra Kursoversikt: <https://www.oslobors.no/markedsaktivitet/#/details/FJORD.OSE/overview>
- Pedersen, E. (2014, Mars 25). *"Silvia Ana L" fikk kjapt et stygt kallenavn på folkemunne*. Hentet April 2018 fra Dagbladet: <https://www.dagbladet.no/tema/silvia-ana-l-fikk-kjapt-et-stygt-kallenavn-pa-folkemunne/61513938>
- PwC. (2017, Desember). *Risikopremien i det norske markedet*. Hentet Mai 2018 fra <https://www.vg.no/reise/i/yvlybe/srlandsferge-solgt-for-100-millioner>
- Røyseland, H. (2008, Mai 22). *Sørlandsferge solgt for 100 millioner*. Hentet April 2018 fra <https://www.pwc.no/no/publikasjoner/pwc-markedsrisikopremie-2017.pdf>
- Regjeringen. (2017a, Oktober 12). *Avgiftssatser 2018*. Hentet Januar 25, 2018 fra <https://www.regjeringen.no/no/tema/okonomi-og-budsjett/skatter-og-avgifter/avgiftssatser-2018/id2575160/>
- Regjeringen. (2017b, Oktober 12). *Skattesatser 2018*. Hentet April 2018 fra <https://www.regjeringen.no/no/tema/okonomi-og-budsjett/skatter-og-avgifter/skattesatser-2018/id2575161/>
- Rosa, M. D. (2017, Januar 28). – *Jeg har huslån og to barn*. Hentet Januar 25, 2018 fra <https://www.dagsavisen.no/innenriks/jeg-har-huslan-og-to-barn-1.918396>
- Rydning, H., & Haider, S. (2017, Juli 11). *Avkastningskrav i lavrentetider*. Hentet April 2018 fra <https://www.bdobloggen.no/2017/07/11/avkastningskrav-i-lavrentetider/>
- Skatteetaten. (2018). *Alminnelig inntekt*. Hentet 26 Februar 2018 fra <http://www.skatteetaten.no/no/Tabeller-og-satser/Alminnelig-inntekt/?ssy=2009#formulaDiv>
- Sjøfartsdirektoratet. (2018). *Hva skiller NIS og NOR-registrene?*. Hentet 25 Mai 2018 fra <https://www.sdir.no/sjofart/registrere-naringsfartoy-i-nisnorbygg/hva-skiller-nis-og-nor-registrene/>

Stena Line. (2018b). *Om Stena Line*. Hentet Februar 13, 2018 fra <https://www.stenaline.no/om-stena-line>

Sterud, K., & Caroline, T. (2017, Oktober 18). *NRK på topp i undersøkelse om omdømme*. Hentet Februar 1, 2018 fra <https://www.nrk.no/kultur/nrk-pa-topp-i-undersokelse-om-omdomme-1.13737813>

Stranden, A. L. (2017, November 13). *Slik påvirker terror og Trump våre reisevaner*. Hentet Februar 13, 2018 fra <https://forskning.no/reise-forbruk/2017/11/slik-pavirker-terror-og-trump-vare-reisevaner>

VG. (2011, Januar 30). *Color Lines havneavtale i Kristiansand granskes*. Hentet Januar 18, 2018 fra <https://www.vg.no/forbruker/reise/reiselivsnyheter/color-lines-havneavtale-i-kristiansand-granskes/a/10013657/>

Viking Line. (2018b, Mai 11). *Services*. Hentet Mai 2018 fra Viking Line: <https://www.vikingline.com/en/the-group/viking-line/services/>

Østlands-Posten. (2011, Desember 26). *Nye kanselleringer fra Color Line*. Hentet Januar 29, 2018 fra <https://www.op.no/nyheter/nye-kanselleringer-fra-color-line/s/1-85-5859710>

Appendiks

Eiendeler	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Anleggsmidler										
Immatrielle eiendeler										
Programvare og lisenser	-	-	-	466 679	509 077	500 910	479 684	465 840	441 010	407 008
Goodwill og andre immatrielle eiendeler	671 301	671 301	671 301	671 301	671 301	671 301	671 301	671 301	671 301	671 301
Sum immatrielle eiendeler	671 301	671 301	671 301	1 137 980	1 180 378	1 172 211	1 150 985	1 137 141	1 112 311	1 078 309
Varie driftsmidler										
Anlegg under oppførelse	130 531	273 454	378 112	-	-	-	-	-	-	193 863
Tomter bygninger og annen fast eiendom	769 181	698 509	653 538	623 265	583 949	571 539	559 887	526 140	482 287	463 734
Inventar, utstyr	79 612	59 125	49 363	59 002	45 619	63 666	61 590	39 154	35 655	48 157
Skip	5 960 981	5 733 712	5 526 463	5 398 121	4 165 353	3 987 446	3 830 603	3 715 658	3 572 355	3 452 020
Sum varige driftsmidler	6 940 305	6 764 800	6 607 476	6 080 388	4 794 921	4 622 651	4 452 080	4 280 952	4 090 297	4 157 774
Finansielle anleggsmidler										
Investeringer i tilknyttet selskap	-	-	-	-	390 285	406 523	359 047	381 681	411 794	441 636
Langsiktige fordringer og investeringer	387 758	476 868	427 134	394 982	405 359	139 328	93 004	96 327	26 542	26 634
Sum finansielle anleggsmidler	387 758	476 868	427 134	394 982	795 644	545 851	452 051	478 008	438 336	468 270
Sum anleggsmidler	7 999 364	7 912 969	7 705 911	7 613 350	6 770 943	6 340 713	6 055 116	5 896 101	5 640 944	5 704 353
Omløpsmidler										
Varebeholdning	177 432	155 393	150 121	147 339	130 829	150 928	137 856	163 366	160 795	162 229
Kundefordringer og andre fordringer	791 440	523 104	596 464	460 967	664 299	1 136 916	1 042 260	1 036 041	1 058 548	973 883
Andre finansielle eiendeler	-	18 519	22 891	12 970	6 534	657	-	4 436	80 974	77 913
Markedsbaserte aksjer	-	95 239	35 257	-	60 420	57 172	36 598	75 078	38 915	14 985
Bankinnskudd, kontanter	238 812	101 150	1 138 648	1 052 389	697 101	604 117	330 801	346 549	497 927	274 601
Sum omløpsmidler	1 207 684	893 405	1 943 381	1 673 665	1 559 183	1 949 790	1 547 515	1 625 470	1 837 159	1 503 611
Sum eiendeler	9 207 048	8 806 374	9 649 292	9 287 015	8 330 126	8 290 503	7 602 631	7 521 571	7 478 103	7 207 964
Egenkapital og gjeld	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Innskutt egenkapital										
Aksjekapital	143 600	143 600	143 600	143 600	143 600	143 600	143 600	143 600	143 600	143 600
Overkurs	1 478 436	1 478 436	1 478 436	1 478 436	1 478 436	1 478 436	1 478 436	1 478 436	1 478 436	1 478 436
Sum innskutt egenkapital	1 622 036	1 622 036	1 622 036	1 622 036	1 622 036	1 622 036	1 622 036	1 622 036	1 622 036	1 622 036
Andre reserver	-	-	-	-	-	7 858	- 15 928	- 94 380	68 195	74 139
Annen egenkapital	140 045	612 018	776 459	438 091	278 226	244 626	- 103 738	109 722	396 348	493 580
Sum egenkapital	1 762 081	2 234 054	2 398 495	2 060 127	1 900 262	1 874 520	1 502 370	1 637 378	2 086 579	2 189 755
Gjeld										
Forpliktelser	-	-	-	15 298	3 925	34 755	70 301	38 079	29 142	16 844
Utsatt skatt	520 750	777 663	928 492	934 216	966 972	852 750	728 516	696 460	788 057	764 328
Sum forpliktelser	520 750	777 663	928 492	949 514	970 897	887 505	798 817	734 539	817 199	781 172
Langsiktig gjeld										
Gjeld til kredittinstitusjoner	4 123 517	3 757 516	3 360 544	2 765 215	2 149 686	1 977 392	1 748 130	933 376	1 206 021	1 288 221
Obligasjonslån	1 134 500	994 500	1 851 233	2 101 959	2 321 575	2 245 062	1 854 173	2 073 898	1 874 575	1 874 906
Annen langsiktig gjeld	28 762	15 482	18 478	17 132	33 551	20 574	26 739	19 537	6 186	3 154
Sum langsiktig gjeld	5 286 779	4 767 498	5 230 255	4 884 306	4 504 812	4 243 028	3 629 042	3 026 811	3 086 782	3 166 281
Kortsiktig gjeld										
Leverandørgjeld og annen kortsiktig gjeld	770 428	582 332	626 050	750 434	649 155	701 603	794 177	647 375	705 343	765 464
Kortsiktig andel av langsiktig gjeld	637 000	443 000	466 000	642 634	305 000	561 504	700 000	1 328 000	782 200	302 000
Andre finansielle forpliktelser	230 010	1 827	-	-	-	22 343	178 225	147 468	-	3 292
Sum kortsiktig gjeld	1 637 438	1 027 159	1 092 050	1 393 068	954 155	1 285 450	1 672 402	2 122 843	1 487 543	1 070 756
Sum gjeld	7 444 967	6 572 320	7 250 797	7 226 888	6 429 864	6 415 983	6 100 261	5 884 193	5 391 524	5 018 209
Sum egenkapital og gjeld	9 207 048	8 806 374	9 649 292	9 287 015	8 330 126	8 290 503	7 602 631	7 521 571	7 478 103	7 207 964

Appendiks 1: Opprinnelig balanse Color Line, tall i 1000 NOK

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Salgsinntekter	4 425 195	4 599 127	4 508 912	4 585 546	4 511 603	4 551 639	4 594 203	4 586 550	4 895 931	4 967 519
Andre driftsinntekter	143 159	582	-	-	-	-	-	-	-	-
Sum driftsinntekter	4 568 354	4 599 709	4 508 912	4 585 546	4 511 603	4 551 639	4 594 203	4 586 550	4 895 931	4 967 519
Varekost	- 1 547 133	- 1 524 970	- 1 539 917	- 1 549 536	- 1 587 147	- 1 647 119	- 1 736 327	- 1 705 361	- 1 657 284	- 1 629 261
Lønnskostnader	- 1 141 374	- 1 212 789	- 1 230 750	- 1 285 836	- 1 322 097	- 1 304 203	- 1 315 095	- 1 285 013	- 1 277 775	- 1 327 814
Andre driftskostnader	- 861 513	- 799 913	- 769 133	- 830 148	- 774 424	- 828 541	- 807 809	- 762 935	- 811 450	- 830 943
Sum driftskostnader	- 3 550 020	- 3 537 672	- 3 539 800	- 3 665 520	- 3 683 668	- 3 779 863	- 3 859 231	- 3 753 309	- 3 746 509	- 3 788 018
Driftsresultat før avskrivninger, andre særskilte poster og charterleie, leasingkostnader	1 018 334	1 062 037	969 112	920 026	827 935	771 776	734 972	833 241	1 149 422	1 179 501
Av-og nedskrivninger	- 304 948	- 302 294	- 299 337	- 343 169	- 325 820	- 318 347	- 345 056	- 343 074	- 318 769	- 335 898
Andre særskilte poster	-	-	-	- 150 222	-	-	- 38 660	- 5 254	-	-
Charterleie, leasingkostnader	- 97 557	- 132 621	- 122 568	- 118 276	- 117 975	- 203 949	- 202 246	- 207 560	- 214 254	- 213 412
Driftsresultat (EBIT)	615 829	627 122	547 207	308 359	384 140	249 480	149 010	277 353	616 399	630 191
Finansinntekter	73 084	714 404	262 712	78 522	72 452	81 194	54 774	131 648	127 228	66 319
Finanskostnader	- 825 239	- 458 231	- 343 991	- 308 447	- 335 256	- 303 718	- 340 000	- 277 086	- 227 988	- 256 354
Netto finansinntekter/-kostnader	- 752 155	256 173	- 81 279	- 229 925	- 262 804	- 222 524	- 285 226	- 145 438	- 100 760	- 190 035
Resultat før skatt	- 136 326	883 295	465 928	78 434	121 336	26 956	- 136 216	131 915	515 639	440 156
Skattekostnader	36 942	- 241 517	- 128 724	- 23 066	- 33 316	28 969	36 917	22 657	- 89 483	- 68 118
Avviklet virksomhet	- 84 812	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Årsresultat	- 184 196	641 778	337 204	55 368	88 020	55 925	- 99 299	154 572	426 156	372 038

Appendiks 2: Opprinnelig resultatregnskap Color Line, tall i 1000 NOK

	2014	2015	2016	2017
Operasjonelle eiendeler				
Goodwill	394	394	-	-
Webprosjekt, konseptutvikling	11 388	10 858	-	-
Utsatt skattefordel	50 263	65 919	66 885	143 125
Andre immatrielle eiendeler	-	-	13 216	18 900
Skip	2 985 004	3 034 243	2 774 307	3 089 256
Bygg, anlegg og lignende	78 279	59 457	57 752	130 952
Andre varige driftsmidler	25 264	26 387	26 387	23 395
Investering i tilknyttet selskap	-	-	12 120	12 245
Andre kortsiktige fordringer	37 660	24 061	14 068	31 371
Kundefordringer	40 120	33 859	34 128	39 788
Varebeholdning	8 844	7 929	27 659	26 016
Sum operasjonelle eiendeler	3 237 216	3 263 107	3 026 522	3 515 048
Operasjonell gjeld				
Uopptjent inntekt	38 333	18 200	-	-
Tilbakebetaling tidligere forskudd	-	-	6 295	-
Pensjonsforpliktelse (netto)	4 354	5 351	2 949	3 048
Leverandørgjeld	36 192	71 212	81 103	115 819
Uopptjent inntekt	-	10 133	-	-
Tilbakebetaling tidligere forskudd	-	-	12 589	6 296
Betalbar skatt	-	17 757	3 380	412
Skyldige offentlige avgifter	4 542	5 868	6 060	8 119
Annen kortsiktig gjeld	149 542	151 718	141 983	147 337
Sum operasjonell gjeld	232 963	280 239	254 359	281 031
Netto operasjonelle eiendeler (NOA)	3 004 253	2 982 868	2 772 163	3 234 017
Finansielle eiendeler				
Finansielle fordringer	2 582	2 901	-	-
Derivater	-	-	5 961	7 516
Øvrige investeringer	50	13 594	80	80
Bankinnskudd, kontanter og lignende	98 063	148 918	121 921	150 212
Derivater	-	-	4 960	10 400
Sum finansielle eiendeler	100 695	165 413	132 922	168 208
Finansiell gjeld				
Leasinggjeld	10 830	11 183	7 152	1 577
Obligasjonslån	289 401	292 843	174 786	-
Langsiktig gjeld til kredittinstitusjoner	1 895 714	1 947 086	1 757 521	2 123 612
Kortsiktig del av langsiktig gjeld til kredittinstitusjoner	133 685	70 254	113 150	238 947
Kortsiktig del av leasinggjeld	685	829	2 750	964
Sum finansiell gjeld	2 330 315	2 322 195	2 055 359	2 365 100
Netto finansiell gjeld NFO	2 229 620	2 156 782	1 922 437	2 196 892
Alminnelig egenkapital (CSE=NOA-NFO)	774 633	826 085	849 727	1 037 125

Appendiks 3: Omstrukturert balanse Fjord Line, tall i 1000 NOK

	2014	2015	2016	2017
Salgsinntekter	737 571	898 966	1 150 815	1 328 524
Sum driftsinntekter	737 571	898 966	1 150 815	1 328 524
Varekostnader	- 57 860	- 63 896	- 178 365	- 276 066
Lønnskostnader	- 283 678	- 313 056	- 343 388	- 352 005
Avskrivninger	- 122 184	- 149 288	- 165 249	- 184 679
Andre driftskostnader	- 455 412	- 476 092	- 446 152	- 423 544
Sum driftskostnader	- 919 134	- 1 002 332	- 1 133 154	- 1 236 294
Brutto driftsresultat (normal drift)	- 181 563	- 103 366	17 661	92 230
Rapportert skatt	- 123 331	- 2 050	- 1 600	73 718
Skatteeffekt finansposter	- 23 031	- 31 740	- 12 574	- 28 206
Skatteeffekt andre unormale poster	- 4 258	- 2 635	4 457	7 150
Sum skatt på normalt driftsresultat	- 150 620	- 36 425	- 9 717	52 661
Netto driftsresultat (normal drift)	- 332 183	- 139 791	7 944	144 891
Andre unormale poster (før-skatt-poster)				
Særskilte markeds- og juridiske kostnader	- 19 570	- 13 703	-	-
Andre driftsinntekter	3 798	3 945	18 594	30 503
Inntekt investering i tilknyttet selskap	-	-	- 767	- 713
Skatt på unormale poster	4 258	2 635	- 4 457	- 7 150
Netto driftsresultat	- 343 697	- 146 914	21 314	167 532
Finansinntekter/-kostnader				
Renteinntekter	2 574	1 944	1 141	1 370
Rentekostnader	- 86 294	- 93 800	- 74 770	- 85 666
Andre finansinntekter	148 606	107 128	114 023	138 519
Andre finanskostnader	- 150 186	- 132 827	- 90 689	- 171 749
Brutto finansielle kostnader og inntekter	- 85 300	- 117 555	- 50 295	- 117 526
Skatteeffekt på finansposter	23 031	31 740	12 574	28 206
Andre finansielle poster (etter skatt-poster)				
Omregningsdifferenser valuta	117 128	87 194	- 77 392	109 186
Netto finansielle kostnader og inntekter	54 859	1 379	- 115 113	19 866
Fullstendig nettoresultat	- 288 838	- 145 535	- 93 799	187 398
Marginalskatt	0,27	0,27	0,25	0,24

Appendiks 4: Omstrukturert resultatregnskap Fjord Line, tall i 1000 NOK

	2014	2015	2016	2017
Inngående balanse alminnelig EK	825 278	774 633	826 085	849 727
Transaksjoner med felles aksjonærer				
Emisjon	236 716	196 000	119 070	-
Sum transaksjoner med aksjonærer	236 716	196 000	119 070	-
Utgang datterselskap	-	-	2 044	-
Andre poster	1 476	986	415	-
Fullstendig nettoresultat				
Nettoresultat rapportert	- 405 966	- 232 729	- 16 407	78 213
Dirty-surplus	117 128	87 194	- 77 392	109 186
Sum fullstendig nettoresultat	- 288 838	- 145 535	- 93 799	187 399
Utgående balanse alminnelig EK	774 632	826 084	849 727	1 037 126
Alminnelig EK (CSE)	774 632	826 084	849 727	1 037 126

	2014	2015	2016	2017
Fullstendig nettoresultat	- 288 838	- 145 535	- 93 799	187 399
Inngående balanse CSE	825 278	774 633	826 085	849 727
Utgående balanse CSE	774 632	826 084	849 727	1 037 126
Gjennomsnittlig CSE	799 955	800 359	837 906	943 427
Avkastning på CSE (ROCE)	-36,11 %	-18,18 %	-11,19 %	19,86 %

	2014	2015	2016	2017
Fullstendig nettoresultat	- 288 838	- 145 535	- 93 799	187 399
Netto transaksjoner med aksjonærer	236 716	196 000	119 070	-
Sum endring i CSE	- 52 122	50 465	25 271	187 399
Inngående balanse CSE	825 278	774 633	826 085	849 727
Vekst i CSE	-6,32 %	6,51 %	3,06 %	22,05 %

Appendiks 5: Omstrukturert EK Fjord Line, tall i 1000 NOK

	2014	2015	2016	2017
Operasjonelle eiendeler				
Goodwill	394	394	-	-
Webprosjekt, konseptutvikling	11 388	10 858	-	-
Utsatt skattefordel	50 263	65 919	66 885	143 125
Andre immatrielle eiendeler	-	-	13 216	18 900
Skip	2 985 004	3 034 243	2 774 307	3 089 256
Bygg, anlegg og lignende	78 279	59 457	57 752	130 952
Andre varige driftsmidler	25 264	26 387	26 387	23 395
Investering i tilknyttet selskap	-	-	12 120	12 245
Andre kortsiktige fordringer	37 660	24 061	14 068	31 371
Kundefordringer	40 120	33 859	34 128	39 788
Varebeholdning	8 844	7 929	27 659	26 016
Sum operasjonelle eiendeler	3 237 216	3 263 107	3 026 522	3 515 048
Operasjonell gjeld				
Uopptjent inntekt	38 333	18 200	-	-
Tilbakebetaling tidligere forskudd	-	-	6 295	-
Pensjonsforpliktelse (netto)	4 354	5 351	2 949	3 048
Leverandørgjeld	36 192	71 212	81 103	115 819
Uopptjent inntekt	-	10 133	-	-
Tilbakebetaling tidligere forskudd	-	-	12 589	6 296
Betalbar skatt	-	17 757	3 380	412
Skyldige offentlige avgifter	4 542	5 868	6 060	8 119
Annen kortsiktig gjeld	149 542	151 718	141 983	147 337
Sum operasjonell gjeld	232 963	280 239	254 359	281 031
Netto operasjonelle eiendeler (NOA)	3 004 253	2 982 868	2 772 163	3 234 017
Finansielle eiendeler				
Finansielle fordringer	2 582	2 901	-	-
Derivater	-	-	5 961	7 516
Øvrige investeringer	50	13 594	80	80
Bankinnskudd, kontanter og lignende	98 063	148 918	121 921	150 212
Derivater	-	-	4 960	10 400
Sum finansielle eiendeler	100 695	165 413	132 922	168 208
Finansiell gjeld				
Leasinggjeld	10 830	11 183	7 152	1 577
Obligasjonslån	289 401	292 843	174 786	-
Langsiktig gjeld til kredittinstitusjoner	1 895 714	1 947 086	1 757 521	2 123 612
Kortsiktig del av langsiktig gjeld til kredittinstitusjoner	133 685	70 254	113 150	238 947
Kortsiktig del av leasinggjeld	685	829	2 750	964
Sum finansiell gjeld	2 330 315	2 322 195	2 055 359	2 365 100
Netto finansiell gjeld NFO	2 229 620	2 156 782	1 922 437	2 196 892
Alminnelig egenkapital (CSE=NOA-NFO)	774 633	826 085	849 727	1 037 125

Appendiks 6: Omstrukturert balanse Stena Line, tall i MSEK

	2013	2014	2015	2016	2017
Fergedrift	11 164	12 196	12 491	12 592	12 737
Boring	7 146	8 425	7 891	7 360	3 507
Frakt	2 568	3 041	3 623	2 750	5 610
Investerings eiendommer	2 564	2 566	2 515	2 554	2 779
Nye virksomheter	6 453	6 696	6 752	6 734	6 804
Annet	45	65	117	832	273
Netto verdsettelse av investerings eiendommer	224	362	749	1 503	940
Andel av resultat fra tilknyttet selskap	- 51	- 5	60	66	74
Mottatt utbytte	60	54	136	114	96
Sum driftsinntekter	30 173	33 400	34 334	34 505	32 820
Fergedrift	- 8 520	- 9 075	- 9 272	- 8 737	- 8 856
Boring	- 3 036	- 3 496	- 3 209	- 2 919	- 1 833
Frakt	- 1 503	- 1 553	- 1 503	- 1 545	- 4 369
Investerings eiendommer	- 847	- 835	- 820	- 867	- 908
Nye virksomheter	- 4 338	- 4 538	- 4 940	- 4 962	- 4 999
Annet	- 8	- 8	- 69	- 420	- 126
Salgskostnader	- 1 167	- 1 321	- 1 414	- 1 359	- 1 235
Adm. kostnader	- 2 798	- 2 880	- 2 793	- 2 966	- 2 786
Av- og nedskrivning	- 4 136	- 4 992	- 5 596	- 7 011	- 5 802
Sum driftskostnader	- 26 353	- 28 698	- 29 616	- 30 786	- 30 914
Brutto driftsresultat (normal drift)	3 820	4 702	4 718	3 719	1 906
Rapportert skatt	- 238	- 408	- 516	256	855
Skatteeffekt finansposter	- 385	- 465	- 548	- 425	- 360
Skatteeffekt andre unormale poster	17	47	501	104	236
Sum skatt på normalt driftsresultat	- 606	- 827	- 563	- 65	- 979
Netto driftsresultat (normal drift)	3 214	3 875	4 155	3 654	927
Andre unormale poster (før-skatt-poster)					
Netto gevinst på salg av eiendeler	76	212	2 279	474	1 073
Skatt på unormale poster	- 17	- 47	- 501	- 104	- 236
Netto driftsresultat	3 273	4 041	5 933	4 024	1 764
Finansinntekter/-kostnader					
Gevinst/tap på salg av verdipapirer	444	84	35	387	565
Renteinntekt	489	475	213	277	273
Rentekostnad	- 2 386	- 2 523	- 2 431	- 2 385	- 2 110
Valutagevinst/-tap	- 41	155	81	13	61
Andre finansielle inntekter/kostnader	- 254	- 306	- 321	- 223	- 303
Brutto finansielle kostnader og inntekter	- 1 748	- 2 115	- 2 493	- 1 931	- 1 636
Skatteeffekt på finansposter	385	465	548	425	360
Andre finansielle poster (etter skatt-poster)					
Dirty-surplus	1 899	1 537	863	1 127	667
Netto finansielle kostnader og inntekter	536	- 113	- 1 082	- 379	- 1 943
Fullstendig nettoresultat	3 809	3 928	4 851	3 645	- 179
Marginalskatt	0,22	0,22	0,22	0,22	0,22

Appendiks 7: Omstrukturert resultat Stena Line, tall i MSEK

	2014	2015	2016	2017
Inngående balanse alminnelig EK	35 274	38 821	43 313	46 533
Prinsippendringer	- 157			
Transaksjoner med felles aksjonærer				
Utbetalt utbytte	- 223	- 359	- 425	- 159
Sum transaksjoner med aksjonærer	- 223	- 359	- 425	- 159
Fullstendig nettoresultat				
Nettoresultat rapportert	2 391	3 988	2 518	488
Dirty-surplus	1 537	863	1 127	667
Foretrukket utbytte	-	-	-	-
Sum fullstendig nettoresultat	3 928	4 851	3 645	- 179
Utgående balanse alminnelig EK	38 821	43 313	46 533	46 195
Alminnelig EK (CSE)	38 821	43 313	46 533	46 195

	2014	2015	2016	2017
Fullstendig nettoresultat	3 928	4 851	3 645	- 179
Inngående balanse CSE	35 117	38 821	43 313	46 533
Utgående balanse CSE	38 821	43 313	46 533	46 195
Gjennomsnittlig CSE	36 969	41 067	44 923	46 364
Avkastning på CSE (ROCE)	10,63 %	11,81 %	8,11 %	-0,39 %

	2014	2015	2016	2017
Fullstendig nettoresultat	3 928	4 851	3 645	- 179
Netto transaksjoner med aksjonærer	- 223	- 359	- 425	- 159
Sum endring i CSE	3 705	4 492	3 220	338
Inngående balanse CSE	35 117	38 821	43 313	46 533
Vekst i CSE	10,55 %	11,57 %	7,43 %	-0,73 %

Appendiks 8: Omstrukturert EK Stena Line, tall i MSEK

	2013	2014	2015	2016	2017
Inntekter	12 097 088	12 779 085	13 473 500	13 790 400	14 327 800
Sum driftsinntekter	12 097 088	12 779 085	13 473 500	13 790 400	14 327 800
Operasjonelle kostnader	- 7 524 472	- 7 836 970	- 7 630 900	- 7 333 200	- 8 279 300
Charterleie	- 582 577	- 574 133	- 625 000	- 564 500	-
Lønnskostnader	- 2 152 500	- 2 317 235	- 2 487 700	- 2 607 900	- 2 660 700
Kostnader knyttet til salg og adm.	- 624 939	- 617 358	- 689 000	- 696 600	- 685 400
Avskrivning skip	- 568 678	- 618 719	- 661 400	- 760 800	- 745 300
Avskrivning andre anleggsmidler	- 135 474	- 153 151	- 170 600	- 174 300	- 197 200
Sum driftskostnader	- 11 588 640	- 12 117 566	- 12 264 600	- 12 137 300	- 12 567 900
Brutto driftsresultat (normal drift)	508 448	661 519	1 208 900	1 653 100	1 759 900
Rapportert skatt	- 22 928	- 68 018	- 31 900	- 39 300	- 68 300
Skatteeffekt finansposter	34 087	30 399	28 388	9 482	12 034
Skatteeffekt andre unormale poster	- 5 623	- 8 799	- 10 599	- 4 928	- 4 136
Sum skatt på normalt driftsresultat	5 536	46 418	14 111	34 746	60 402
Netto driftsresultat (normal drift)	513 984	615 101	1 194 790	1 618 354	1 699 498
Andre unormale poster (før-skatt-poster)					
Nedskrivning av skip and andre anleggsmidler	- 5 625	- 534	- 2 800	- 15 100	9 300
Gevinst ved salg av anleggsmidler	6 376	9 204	4 900	8 500	7 000
Resultat fra tilknyttet selskap og fellesforetak	- 6 186	24 940	- 11 700	- 3 000	5 600
Netto særskilte poster	- 17 055	- 69 523	- 35 500	- 12 800	- 40 700
Skatt på unormale poster	5 623	8 799	10 599	4 928	4 136
Netto driftsresultat	497 117	587 987	1 160 288	1 600 882	1 684 834
Finansinntekter/-kostnader					
Finansielle inntekter	19 356	37 037	25 700	56 000	27 000
Finansielle kostnader	- 155 703	- 161 115	- 146 500	- 99 100	- 81 700
Brutto finansielle kostnader og inntekter	- 136 347	- 124 078	- 120 800	- 43 100	- 54 700
Skatteeffekt på finansposter	- 34 087	- 30 399	- 28 388	- 9 482	- 12 034
Andre finansielle poster (etter skatt-poster)					
Dirty-surplus	- 118 701	- 180 335	47 100	- 200 400	- 108 200
Netto finansielle kostnader og inntekter	- 289 135	- 334 812	- 102 088	- 252 982	- 174 934
Fullstendig nettoresultat	207 982	253 175	1 058 200	1 347 900	1 509 800
Marginalskatt	0,25	0,245	0,235	0,22	0,22

Appendiks 9: Omstrukturert resultat DFDS Seaways, tall i 1000 DKK

	2013	2014	2015	2016	2017
Operasjonelle eiendeler					
Goodwill	424 748	521 562	532 300	555 800	554 500
Andre immatrielle eiendeler	14 740	30 676	29 300	37 500	29 400
Programvare	74 999	103 193	148 400	195 700	235 300
Prosjekter under utvikling	50 101	60 794	55 700	37 000	14 800
Tomter og bygninger	110 672	124 366	124 800	161 800	148 800
Terminaler	569 321	541 662	521 700	510 600	480 400
Skip	6 705 730	7 094 549	6 818 800	7 904 000	7 505 400
Utstyr	387 338	460 272	494 400	542 700	615 700
Eiendeler under utvikling og forhåndsbetalinger	570 789	290 635	222 700	135 900	307 800
Investeringer i tilknyttet selskap og fellesforetak	3 783	24 577	33 700	28 600	42 800
Fordringer	49 840	24 601	25 000	24 800	135 700
Utsatt skatt	82 730	98 870	97 200	94 600	63 600
Varebeholdning	149 777	111 733	110 600	139 200	155 800
Fordringer	1 776 970	1 883 587	1 840 400	1 773 600	1 890 800
Forskuddsbetalinger	91 139	101 811	86 000	84 200	90 700
Eiendeler holdt for salg	61 810	61 671	59 200	13 500	-
Sum operasjonelle eiendeler	11 124 487	11 534 559	11 200 200	12 239 500	12 271 500
Operasjonell gjeld					
Utsatt skatt	130 204	136 973	156 900	191 200	197 100
Pensjon og jubileumsforpliktelser	277 900	322 086	362 600	460 200	378 600
Leverandørgjeld	1 444 534	1 492 933	1 573 300	1 722 300	1 847 000
Selskapsskatt	8 501	19 331	25 300	30 200	23 800
Annen kortsiktig gjeld	576 517	745 449	506 200	500 300	529 700
Forskuddbetaling fra kunder	111 521	125 080	111 700	138 900	159 300
Gjeld relatert til eiendeler holdt for salg	-	-	7 100	-	-
Sum operasjonell gjeld	2 549 177	2 841 852	2 743 100	3 043 100	3 135 500
Netto operasjonelle eiendeler (NOA)	8 575 310	8 692 707	8 457 100	9 196 400	9 136 000
Finansielle eiendeler					
Verdipapirer	19 756	19 794	18 400	9 500	-
Finansielle derivater	-	-	-	34 500	-
Verdipapirer	15 432	-	4 500	25 000	3 800
Konter	1 151 008	694 503	1 422 600	695 600	1 033 200
Sum finansielle eiendeler	1 186 196	714 297	1 445 500	764 600	1 037 000
Finansiell gjeld					
Rentebærende gjeld	2 297 650	2 924 361	2 213 200	2 100 900	2 931 600
Finansielle derivater	-	-	169 900	145 600	94 800
Andre avsetninger	19 951	43 597	38 600	54 900	42 400
Rentebærende gjeld	1 100 065	274 996	738 700	907 900	343 900
Andre avsetninger	25 690	36 868	78 900	67 100	35 100
Finansielle derivater	-	-	133 500	200	111 300
Sum finansiell gjeld	3 443 356	3 279 822	3 372 800	3 276 600	3 559 100
Netto finansiell gjeld NFO	2 257 160	2 565 525	1 927 300	2 512 000	2 522 100
Alminnelig egenkapital (CSE=NOA-NFO)	6 318 150	6 127 182	6 529 700	6 684 400	6 613 700

Appendiks 10: Omstrukturert balanse DFDS Seaways, tall i 1000 DKK

	2013	2014	2015	2016	2017
Inngående balanse alminnelig EK	6 935 810	6 318 150	6 127 200	6 529 700	6 684 600
Sum transaksjoner med aksjonærer	- 825 642	- 444 143	- 655 700	- 1 193 000	- 1 580 700
Fullstendig nettoresultat					
Nettoresultat rapportert	326 683	433 510	1 011 200	1 548 300	1 618 000
Dirty-surplus	- 118 701	- 180 335	47 100	- 200 400	- 108 200
Sum fullstendig nettoresultat	207 982	253 175	1 058 300	1 347 900	1 509 800
Utgående balanse alminnelig EK	6 318 150	6 127 182	6 529 800	6 684 600	6 613 700
Alminnelig EK (CSE)	6 318 150	6 127 182	6 529 800	6 684 600	6 613 700

	2013	2014	2015	2016	2017	Gjennomsnitt
Fullstendig nettoresultat	207 982	253 175	1 058 300	1 347 900	1 509 800	
Inngående balanse CSE	6 935 810	6 318 150	6 127 200	6 529 700	6 684 600	
Utgående balanse CSE	6 318 150	6 127 182	6 529 800	6 684 600	6 613 700	
Gjennomsnittlig CSE	6 626 980	6 222 666	6 328 500	6 607 150	6 649 150	
Avkastning på CSE (ROCE)	3,14 %	4,07 %	16,72 %	20,40 %	22,71 %	13,41 %

	2013	2014	2015	2016	2017	Gjennomsnitt
Fullstendig nettoresultat	207 982	253 175	1 058 300	1 347 900	1 509 800	
Netto transaksjoner med aksjonærer	- 825 642	- 444 143	- 655 700	- 1 193 000	- 1 580 700	
Sum endring i CSE	- 617 660	- 190 968	402 600	154 900	- 70 900	
Inngående balanse CSE	6 935 810	6 318 150	6 127 200	6 529 700	6 684 600	
Vekst i CSE	-8,91 %	-3,02 %	6,57 %	2,37 %	-1,06 %	-0,81 %

Appendiks 11: Omstrukturert EK DFDS Seaways, tall i MDKK

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Sum driftsinntekter	100,00 %	100,00 %	100,00 %	100,00 %	100,00 %	100,00 %	100,00 %	100,00 %
Varekost	-34,15 %	-33,79 %	-35,18 %	-36,06 %	-37,69 %	-37,00 %	-33,64 %	-32,60 %
Lønnskostnader	-27,30 %	-28,04 %	-29,30 %	-28,55 %	-28,55 %	-27,88 %	-25,94 %	-26,57 %
Andre driftskostnader	-17,06 %	-18,10 %	-17,16 %	-18,14 %	-17,53 %	-16,55 %	-16,47 %	-16,63 %
Av-og nedskrivninger	-6,64 %	-7,48 %	-7,22 %	-6,97 %	-7,49 %	-7,44 %	-6,47 %	-6,72 %
Charterleie og leasingkostnader	-2,72 %	-2,58 %	-2,61 %	-4,46 %	-4,39 %	-4,50 %	-4,35 %	-4,27 %
Sum driftskostnader	-87,86 %	-90,00 %	-91,48 %	-94,18 %	-95,65 %	-93,38 %	-86,88 %	-86,79 %
Brutto driftsresultat (normal drift)	12,14 %	10,00 %	8,52 %	5,82 %	4,35 %	6,62 %	13,12 %	13,21 %
Rapportert skatt	-2,85 %	-0,50 %	-0,74 %	0,63 %	0,80 %	0,49 %	-1,82 %	-1,36 %
Skatteeffekt finansposter	-0,50 %	-1,26 %	-1,39 %	-1,47 %	-1,75 %	-1,18 %	-0,74 %	-1,07 %
Skatteeffekt andre unormale poster	0,00 %	-1,07 %	-0,24 %	0,00 %	-0,23 %	0,17 %	0,07 %	0,01 %
Sum skatt på normalt driftsresultat	-3,36 %	-2,82 %	-2,37 %	-0,83 %	-1,17 %	-0,52 %	-2,48 %	-2,42 %
Netto driftsresultat (normal drift)	8,78 %	7,18 %	6,15 %	4,99 %	3,18 %	6,10 %	10,64 %	10,79 %
Andre unormale poster (før-skatt-poster)								
Andre særskilte poster	0,00 %	-3,28 %	0,00 %	0,00 %	-0,84 %	-0,11 %	0,00 %	0,00 %
Verdiendring finansielle derivater	0,00 %	-0,53 %	-0,86 %	0,02 %	0,00 %	0,74 %	0,30 %	0,06 %
Skatt på unormale poster	0,00 %	1,07 %	0,24 %	0,00 %	0,23 %	-0,17 %	-0,07 %	-0,01 %
Andre driftsrelaterte poster (etter skatt-poster)								
Estimatavvik pensjoner	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,04 %	-0,70 %	0,54 %	0,15 %	0,18 %
Netto gevinst/tap bunkerssikring	-0,02 %	-0,29 %	0,12 %	-0,09 %	-2,48 %	0,13 %	3,39 %	0,04 %
Netto driftsresultat	8,75 %	4,15 %	5,65 %	4,95 %	-0,62 %	7,22 %	14,40 %	11,05 %
Finansinntekter/-kostnader								
Renteinntekter	1,10 %	0,97 %	0,94 %	0,83 %	0,91 %	0,83 %	0,75 %	0,61 %
Rentekostnader	-4,72 %	-5,22 %	-5,24 %	-4,79 %	-4,52 %	-4,43 %	-3,85 %	-3,38 %
Netto gevinst/tap finansielle instrumenter til virkelig verdi over resultatet	0,10 %	0,19 %	-0,61 %	0,00 %	-0,54 %	-0,19 %	0,00 %	-0,18 %
Urealiserte agio/disagio	1,26 %	0,10 %	0,57 %	-1,40 %	-0,92 %	-0,78 %	0,63 %	-0,80 %
Tap/gevinst aksjer	0,44 %	0,03 %	0,09 %	0,35 %	-0,46 %	-0,16 %	0,29 %	0,06 %
Låneomkostninger	-0,29 %	-0,46 %	-0,67 %	-0,44 %	-0,45 %	-0,44 %	-0,56 %	-0,51 %
Annen finansiell inntekt/kostnad	0,00 %	0,00 %	0,00 %	-0,01 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %
Nedskrivning lån	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,25 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %
Agio/disagio	0,31 %	-0,10 %	-0,06 %	-0,03 %	-0,49 %	0,80 %	-0,22 %	-0,25 %
Brutto finansielle kostnader og inntekter	-1,80 %	-4,48 %	-4,97 %	-5,24 %	-6,47 %	-4,38 %	-2,95 %	-4,46 %
Skatteeffekt på finansposter	0,50 %	1,26 %	1,39 %	1,47 %	1,75 %	1,18 %	0,74 %	1,07 %
Andre finansielle poster (etter skatt-poster)								
Omregningsdifferanser valuta	-0,03 %	0,01 %	-0,06 %	0,17 %	0,06 %	0,07 %	-0,09 %	0,08 %
Netto finansielle kostnader og inntekter	-1,33 %	-3,22 %	-3,65 %	-3,60 %	-4,66 %	-3,13 %	-2,31 %	-3,31 %
Fullstendig nettoresultat	7,43 %	0,93 %	2,01 %	1,35 %	-5,28 %	4,09 %	12,10 %	7,74 %

Appendiks 12: «Common size» av resultatregnskap, Color Line

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Operasjonelle eiendeler								
Programvare og lisenser	0,00 %	5,96 %	7,11 %	6,69 %	6,72 %	6,66 %	6,45 %	5,97 %
Goodwill og andre immatrielle eiendeler	8,36 %	8,58 %	9,37 %	8,96 %	9,40 %	9,59 %	9,82 %	9,85 %
Anlegg under oppføring	4,71 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	2,85 %
Tomter bygninger og annen fast eiendom	8,14 %	7,96 %	8,15 %	7,63 %	7,84 %	7,52 %	7,06 %	6,81 %
Inventar og utstyr	0,62 %	0,75 %	0,64 %	0,85 %	0,86 %	0,56 %	0,52 %	0,71 %
Skip	68,86 %	68,97 %	58,17 %	53,24 %	53,63 %	53,09 %	52,28 %	50,66 %
Investeringer i tilknyttet selskap	0,00 %	0,00 %	5,45 %	5,43 %	5,03 %	5,45 %	6,03 %	6,48 %
Varebeholdning	1,87 %	1,88 %	1,83 %	2,02 %	1,93 %	2,33 %	2,35 %	2,38 %
Kundefordringer og andre fordringer	7,43 %	5,89 %	9,28 %	15,18 %	14,59 %	14,80 %	15,49 %	14,29 %
Sum operasjonelle eiendeler	100,00 %	100,00 %	100,00 %	100,00 %	100,00 %	100,00 %	100,00 %	100,00 %
Operasjonell gjeld								
Forpliktelser	0,00 %	0,90 %	0,24 %	2,16 %	3,97 %	2,49 %	1,91 %	1,09 %
Utsatt skatt	59,73 %	54,96 %	59,69 %	52,92 %	41,13 %	45,54 %	51,76 %	49,31 %
Leverandørgjeld og annen kortsiktig gjeld	40,27 %	44,14 %	40,07 %	43,54 %	44,84 %	42,33 %	46,33 %	49,39 %
Andre finansielle forpliktelser	0,00 %	0,00 %	0,00 %	1,39 %	10,06 %	9,64 %	0,00 %	0,21 %
Sum operasjonell gjeld	100,00 %	100,00 %	100,00 %	100,00 %	100,00 %	100,00 %	100,00 %	100,00 %

Appendiks 13: «Common size» av balanse, Color Line

År	Endringer i earnings S&P 500	Endringer i earnings Color Line
2007	-5,91 %	-53,59 %
2008	-40,02 %	-251,92 %
2009	14,85 %	-448,42 %
2010	47,33 %	-47,46 %
2011	15,12 %	-83,58 %
2012	0,39 %	58,97 %
2013	10,82 %	-36,46 %
2014	5,32 %	-277,56 %
2015	-11,11 %	-255,66 %
2016	5,78 %	175,70 %
2017	17,58 %	-12,70 %

Appendiks 14: Beregning av betaverdi, regnskapsmessig metode

Tall hentet fra Color Lines årsrapporter og Damodaran (2018a)

Dato	Avkastning NASDAQ Composite	Avkastning DFDS
28.02.13	0,57 %	6,48 %
27.03.13	3,40 %	12,83 %
30.04.13	1,88 %	1,90 %
31.05.13	3,82 %	-5,58 %
28.06.13	-1,52 %	5,76 %
31.07.13	6,56 %	11,89 %
30.08.13	-1,01 %	-4,61 %
30.09.13	5,06 %	8,32 %
31.10.13	3,93 %	-0,99 %
29.11.13	3,58 %	11,64 %
30.12.13	2,87 %	-2,02 %
31.01.14	-1,74 %	-4,12 %
28.02.14	4,98 %	6,44 %
31.03.14	-2,53 %	-0,56 %
30.04.14	-2,01 %	-4,17 %
28.05.14	3,11 %	5,18 %
30.06.14	3,90 %	8,50 %
31.07.14	-0,87 %	-7,73 %
29.08.14	4,82 %	7,82 %
30.09.14	-1,90 %	-3,83 %
31.10.14	3,06 %	8,41 %
28.11.14	3,47 %	9,74 %
30.12.14	-1,16 %	7,07 %
30.01.15	-2,13 %	7,61 %
27.02.15	7,08 %	12,74 %
31.03.15	-1,26 %	3,07 %
30.04.15	0,83 %	0,95 %
29.05.15	2,60 %	6,57 %
30.06.15	-1,64 %	16,48 %
31.07.15	2,84 %	0,76 %
31.08.15	-6,86 %	16,40 %
30.09.15	-3,27 %	-80,43 %
30.10.15	9,38 %	-3,06 %
30.11.15	1,09 %	32,28 %
30.12.15	-1,98 %	-2,02 %
29.01.16	-7,86 %	-8,69 %
29.02.16	-1,21 %	0,78 %
31.03.16	6,84 %	-3,13 %
29.04.16	-1,94 %	9,03 %
31.05.16	3,62 %	27,63 %
30.06.16	-2,13 %	-11,50 %
29.07.16	6,60 %	3,75 %
31.08.16	0,99 %	15,69 %
30.09.16	1,89 %	-4,78 %
31.10.16	-2,31 %	-2,24 %
30.11.16	2,59 %	-11,76 %
30.12.16	1,12 %	11,63 %
31.01.17	4,30 %	4,34 %
28.02.17	3,75 %	14,68 %
31.03.17	1,48 %	-0,65 %
28.04.17	2,30 %	6,15 %
31.05.17	2,50 %	-10,10 %
30.06.17	-0,94 %	-5,22 %
31.07.17	3,38 %	3,29 %
31.08.17	1,27 %	0,53 %
29.09.17	1,05 %	-0,14 %
31.10.17	3,57 %	3,00 %
30.11.17	2,17 %	-8,91 %
29.12.17	0,43 %	-1,84 %

Appendiks 15: Beregning av betaverdi, DFDS Seaways

Tall for DFDS Seaways avkastning er hentet fra NASDAQ (2018) og tall for NASDAQ Composite er hentet fra FRED (2018).

2017	
Finansielle eiendeler	
Bankinnskudd, kontanter og lignende	474 294
Sum finansielle eiendeler	474 294
Finansiell gjeld	
Gjeld til kredittinstitusjoner	1 687 692
Finansielle derivat	12 147
Gjeld til kredittinstitusjoner	130 285
Finansielle derivat	26 607
Sum finansiell gjeld	1 856 731
Netto finansiell gjeld (NFO)	1 382 437

Appendiks 16: Netto finansiell gjeld Fjord1, tall i 1000 NOK

2017	
Finansielle eiendeler	
Investeringer tilgjengelig for salg	27,9
Kontanter og kontantekvivalenter	68,0
Sum finansielle eiendeler	95,9
Finansiell gjeld	
Rentebærende kortsiktig gjeld	127,0
Langsiktig rentebærende gjeld	23,5
Sum finansiell gjeld	151
Netto finansiell gjeld (NFO)	54,6

Appendiks 17: Netto finansiell gjeld Viking Line, tall i MEUR

Refleksjonsnotater

Refleksjonsnotat 1

Miriam Rasmussen

BE-501 Masteroppgave i økonomi og administrasjon

Økonomisk styring

Hovedtema for vår masteroppgave er strategisk analyse og verdivurdering. Utredningen tar utgangspunkt i det unoterte selskapet Color Line AS, og deres posisjon i nærskipfartsbransjen. Gjennom en fundamental verdsettelsesteknikk, supplert med en komparativ verdsettelse, har vi estimert selskapets egenkapitalverdi per 31.12.17 til å være 7,318 MRDNOK, og dermed en verdi per aksje på 101,92 NOK. Dette tilsvarer en P/B-ratio på 3,34. Basert på den strategiske analysen, hvor vi antok at Color Line disponerer en rekke verdifulle ressurser og har verdi i sine fremtidige vekstmuligheter, anser vi den estimerte verdien som rimelig. Likevel antar vi at aksjeprisen vil kunne variere med omtrent 20 prosent, på grunn av sensitiviteten i de mest kritiske faktorene avkastningskrav på totalkapitalen, vekstraten og passasjerinntektene. Prosessen har vært preget av et variert, utfordrende, spennende og lærerikt arbeid. Vi har benyttet mye av kunnskapen vi har tilegnet oss gjennom studiet, samtidig som vi har opparbeidet oss ny kunnskap innen fagområdet. I tillegg har arbeidet gitt oss god innsikt i en bransje vi hadde begrensede forkunnskaper om.

Jeg vil i det følgende diskutere de tre viktige elementene *internasjonalisering*, *innovasjon* og *ansvarlighet*, i forbindelse med masteroppgavens tema og undersøkelsesenheter. De tre elementene er viktige hovedområder for masterstudiet i økonomi og administrasjon, og svært relevant å diskutere med utgangspunkt i vår masteroppgave.

Internasjonalisering

Internasjonalisering har vært relevant for norske virksomheter i mange år, og vil fortsette å være relevant i fremtiden, mest sannsynlig i en enda større grad enn tidligere. Gjennom store fremskritt i den teknologiske utviklingen har landegrensene på mange måter blitt «visket» ut. Dette har ført til at virksomheter i ulike land, stadig blir likere hverandre. Et eksempel på at Color Line og flere andre aktører innen nærskipfartsbransjen har blitt likere internasjonale aktører, er overgangen til den internasjonale regnskapsstandarden IFRS.

Videre har den teknologiske utviklingen gjort det lettere for norske virksomheter å etablere seg i internasjonale markeder. Dette har også ført til flere internasjonale aktører i det norske markedet, og dermed større konkurranse for norske virksomheter. Den norske nærskipfartsbransjen og Color Line har fått erfare dette. Store europeiske selskap som DFDS Seaways og Stena Line, operer på samme ruter som Color Line mellom Norge og utlandet, og er dermed store konkurrenter og trusler. Konkurranse fra de store europeiske aktørene har blant annet utfordret Color Line i forhold til lønnskostnader. Etersom Color Line er registrert i det norske skipsregisteret (NOR), er selskapet pålagt krav fra norske myndigheter om at mannskapet skal arbeide under norske lønns- og arbeidsvilkår. For Color Line betyr dette høyere lønnskostnader enn sine internasjonale konkurrenter. Resultatet er derfor at Color Line ønsker registrering i det internasjonale skipsregisteret (NIS), og avventer i skrivende stund på en avgjørelse fra norske myndigheter. Det vil bli spennende å følge utfallet i denne saken, ettersom den kan få store konsekvenser for Color Lines drift. I tillegg vil den kunne få store konsekvenser for Color Lines norske ansatte, hvor arbeidsplassen står i fare.

I tillegg til konkurranse fra sine direkte konkurrenter, er også Color Lines posisjon i markedet truet av substitutter, som stadig får større og mer variert tilbud på grunn av store internasjonale aktører. Det er spesielt de europeiske aktørene innenfor LCL-segmentet (gods som kan lastes i containere, lastebiler og trailere) som utgjør den største trusselen. I løpet av de siste 50 årene har nærskipfarten mistet store markedsandeler til dette segmentet. For å ta tilbake markedsandeler igjen, er Color Line og andre selskap i nærskipfarten avhengige av tilrettelegging fra myndighetene. Per i dag finnes det ingen konkrete tiltak fra myndighetene, som gjør det mer lønnsomt å velge sjøtransport fremfor landtransport, men det er rimelig å anta at dette vil endres i fremtiden. Både norske og europeiske myndigheter har økt fokus på miljøvennlighet, noe som støtter opp om bruk av sjøtransport, på grunn av muligheten til å frakte store volumer.

Innovasjon

Det stilles stadig høyere krav til rederiene når det gjelder miljø, sikkerhet og energieffektivisering. For å kunne oppnå konkurransefortrinn er det svært viktig at rederiene følger med på denne utviklingen. Som en følge av store endringer i drivstoffprisen de siste årene blir det stadig viktigere for rederiene i bransjen å finne nye og mer kostnadseffektive løsninger. I 2011 implementerte Color Line, som første rederi i Norge, et landstrømanlegg på Hjortneskaia i Oslo, og har i dag landstrømanlegg i alle de fire havnene hvor de opererer i Norge. I tillegg, inngikk Color Line nylig en avtale med Ulstein Verft, om bygging av verdens største plug-in

hybridskip, som skal stå ferdigstilt i 2019. Dette viser at Color Line følger utviklingen og stiller selskapet i en helt spesiell posisjon i bransjen, ettersom ingen andre konkurrenter kan tilby lignende. Jeg tror at det vil være viktig for Color Line å fortsette fornyelsen av skipsflåten i fremtiden, for å opprettholde og bygge videre på sin posisjon i markedet.

De siste årene har det vært en stor endring i bruk av smarttelefoner, hvor telefonene i mye større grad er integrert i ulike hverdagslige gjøremål. Denne trenden har selskapene i nærskipfartsbransjen utnyttet, blant annet ved å tilby Wi-Fi om bord på skipene. Ved ytterligere forbedringer i tilbudet, spesielt ved å tilby tjenesten gratis, mener jeg Color Line kan utnytte et behov i markedet, og dermed oppnå et konkurransemessig fortrinn. Selskapet har også utnyttet den økte bruken av smarttelefoner ved å utvikle en app, hvor passasjerene kan finne informasjon om tilbud og aktiviteter om bord. Sistnevnte har forbedringspotensial for Color Line. Per i dag er app'en kun tilgjengelig på enkelte av Color Lines ruter, i tillegg til at mange funksjoner kun er tilgjengelig om bord. Jeg tror Color Line kan ta lærdom av mange av de store matvarekjedenes apper, med personlige tilbud. På denne måten vil folk kunne velge Color Line fremfor konkurrerende aktører.

Ansvarlighet

Den største etiske problemstillingen Color Line og nærskipfartsbransjen står ovenfor er, i mine øyne, valget mellom kostnadsbesparelse og miljøvennlige løsninger, dersom disse to faktorene ikke korrelerer. Fokuset på miljøspørsmål har vært større de siste årene, både fra forbrukerne og fra myndighetene. De norske og internasjonale myndighetene jobber kontinuerlig for å redusere klimagassutslipp, og har oppfordret den maritime industrien til å velge energikilder som er mindre helse- og miljøskadelige. For å møte forventingene fra myndighetene og samfunnet generelt, har Color Line innført en rekke tiltak. Selskapet har implementert landstrømanlegg og rensesystemer. I tillegg arbeider Color Line med en fornyelse av skipsflåten, hvor et nytt hybridskip skal ferdigstilles i 2019. Ettersom skipet er batteridrevet vil det ikke slippe ut skadelige miljøgasser eller nitrogen- og svovelforbindelser. I tillegg er det utarbeidet en ny teknologi på skipet som fører til en stor reduksjon av støy. På denne måten viser Color Line at de tar samfunnsansvaret på alvor. Det vil være svært spennende å følge Color Line og bransjen de operer i, i den videre utviklingen, og hva som vil bli det neste steget mot en mer miljøvennlig drift. Jeg mener Color Line kan styrke sin ansvarlighet, og dermed oppnå konkurransemessige fortrinn, ved ytterligere fornyelsen av skipsflåten. I tillegg kan tiltak som salg/servering av lokal og økologisk mat, samt reduksjon av plastikk om bord, være tiltak som lettere kan implementeres på kort sikt.

Refleksjonsnotat 2

Helene Cecilie Andersen

BE-501 Masteroppgave i økonomi og administrasjon

Økonomisk styring

Formålet med masteroppgaven vår er å foreta en verdsettelse av Color Lines egenkapital per 31.12.17, basert på historisk regnskapsdata. Verdivurderingen ble gjennomført ved hjelp av en fundamental verdsettelse, supplert med en komparativ verdsettelse. Resultatene fra disse analysene dannet grunnlaget for sammenligningen av Color Lines egenkapitalverdi med selskapets bokførte verdi. Beregningene i den fundamentale verdsettelsen ga oss en estimert egenkapitalverdi per aksje på 101,92 NOK, mot bokført verdi på 30,50 NOK. Ettersom vi vet at det kan knyttes stor usikkerhet til dette verdiestimatet, valgte vi å gjennomføre en sensitivitetsanalyse. Denne analysen testet hvor sensitiv aksjeprisen var for endringer i avkastningskravet på totalkapitalen, vekstraten og passasjerinntektene, som vi anså som de mest kritiske faktorene. Sensitivitetsanalysen viste at den estimerte aksjeprisen var sensitiv for disse faktorene og ga oss et verdiintervall på 84,12 til 128,54 NOK. Basert på intervallet anså vi det som rimelig at aksjeprisen vil kunne variere med omtrent 20 prosent fra det fundamentale verdiestimatet. Den komparative verdsettelsen støttet også opp om at aksjeverdien vil kunne avvike noe fra våre estimeringer i den fundamentale verdsettelsen.

I dette refleksjonsnotatet vil jeg diskutere tre viktige temaer: internasjonalisering, innovasjon og ansvarlighet. Jeg anser disse temaene som svært relevante og viktig å reflektere over før fremtidig arbeidsliv, ettersom temaene er en viktig del i de fleste selskaper. I tillegg er disse temaene viktige hovedområder i forbindelse med masterstudiet i økonomi og administrasjon, og derfor svært relevant å diskutere med utgangspunkt i denne masteroppgaven.

Internasjonalisering og teknologi er temaer som blir stadig viktigere i tiden fremover, og spesielt innenfor næringslivet. Den teknologiske utviklingen har stor betydning for internasjonal kommunikasjon og samhandling. Verden oppleves som «mindre», samtidig som både handel og markedsføring ikke lenger er begrenset til landegrensene. Dette fører til at norske bedrifter, deriblant Color Line, har store internasjonale arenaer å etablere seg på. Det er likevel en bakside ved denne utviklingen, ettersom internasjonaliseringen har ført til sterkere konkurranse fra hele verden, og følgelig en større trussel for Color Line. Det finnes flere store

aktører som konkurrerer i det europeiske nærskipfartsmarkedet, samtidig som det eksisterer en rekke substitutter til sjøtransporten.

Internasjonalisering fører også til at selskapet blir sterkt påvirket av den generelle verdensøkonomien. Gjennom den strategiske analysen avdekket vi hvordan Color Line ble påvirket av blant annet endringer i renter, valuta og oljepris. Finanskrisen som brøt ut i USA i 2007 førte til en stor renteøkning på verdensbasis, og følgelig økte kostnader for Color Line. Ettersom selskapet er en del av en svært kapitalintensiv bransje, med høy gjeldsgrad, er det stor risiko knyttet til disse renteendringene. I senere tid, i 2014, ble den norske økonomien kraftig svekket av oljeprisfallet, blant annet ved en svakere kronekurs, og landet gikk inn i en periode med lavkonjunktur. Oljeprisfallet fikk positive følger for Color Line. En svekket kronekurs har ført til at det har blitt relativt billigere for utlendinger å reise til Norge og landet har derfor blitt mer konkurransedyktig. I tillegg har oljeprisfallet ført til lavere drivstoffkostnader for selskapet, og dermed et forbedret resultat. Det er mye usikkerhet knyttet til disse faktorene, ettersom de er vanskelig å prognostisere. På grunn av høy usikkerhet velger mange selskaper, deriblant Color Line, å inngå sikringsavtaler, for å redusere risikoen.

Det stilles stadig høyere krav til rederiene når det gjelder miljø, sikkerhet og energieffektivisering. Som nevnt ovenfor, er det et høyt antall tilbydere, og det blir derfor stadig viktigere for rederiene å finne nye og mer kostnadseffektive løsninger, for å kunne oppnå konkurransefortrinn. I 2011 implementerte Color Line, som første rederi i Norge, et landstrømanlegg på Hjortneskaia i Oslo, i tillegg til å innføre en ny digital booking- og innsjekkspattform. I 2017 inngikk selskapet en avtale med Ulstein Verft, om bygging av verdens største plug-in hybridskip, som skal stå ferdigstilt i 2019. Dette viser at Color Line følger utviklingen og stiller selskapet i en helt spesiell posisjon i bransjen, ettersom ingen andre konkurrenter kan tilby lignende. I tillegg har rederiene i bransjen utnyttet det økte forbruket av smarttelefoner ved at selskapene tilbyr Wi-Fi om bord på alle skip. Color Line har også utnyttet den økte bruken av smarttelefoner ved å utvikle en app, hvor passasjerene kan finne informasjon om tilbud og aktiviteter om bord.

Som nevnt i vår utredning, anser vi Color Line som et selskap som følger de teknologiske trendene i markedet, i tillegg til at de stadig finner innovative løsninger. Likevel har selskapet et forbedringspotensial, ved at de kan fortsette å videreutvikle eksisterende løsninger. Et eksempel er appen som selskapet har lansert, som foreløpig kun finnes på skipene mellom Oslo

og Kiel. Jeg tror at selskapet vil kunne oppnå fordeler ved å tilpasse denne tjenesten til alle rutene, samtidig som appene kunne ha inneholdt mer underholdning i form av spill, tv-serier, tv-kanaler og filmer.

Det finnes mange etiske spørsmål selskapene innenfor nærskipfartsbransjen står overfor, og et av de viktigste temaene er miljøet. I følge Color Lines hjemmeside arbeider selskapet med å oppnå en mer miljøvennlig sjøtransport, ved at blant annet miljøstrategi preger selskapets satsninger. Frem til 2017 har selskapet investert omtrent 200 millioner i ulike miljøtiltak som blant annet landstrømanlegg og scrubber-løsninger. I tillegg implementerer Color Line et nytt plug-in hybridskip i 2019, som et av de første selskapene i bransjen. Ved at selskapet velger innovative og miljøeffektive løsninger, kan selskapet stå frem som et godt eksempel, i tillegg til å oppnå et konkurransemessig fortrinn.

Color Line tar også ansvar for folks sikkerhet ved å sette i gang tiltak som skal unngå skade på liv og helse. Selskapet har blant annet blitt flinkere på å rapportere når farlige hendelser oppstår i driften, slik at selskapet kan iverksette forebyggende tiltak for å unngå uønskede hendelser. Selskapet har også opprettet tiltak rettet mot nasjonal sikkerhet ved at de i 2016 gjennomførte 100 prosent ID-kontroll av alle påstigende passasjerer fra havner i utlandet. Dette ble satt i gang etter at det norske Justisdepartement krevde at uautorisert og uønsket adgang til Norge via utenlandske ferger skulle begrenses. Ved hjelp av økt rapportering og kontroller kan selskapet redusere risikoen for at farlige hendelser oppstår, og dermed være sikrere på at selskapet opererer innenfor tryggere rammer.

Likevel mener jeg at Color Line har et forbedringspotensial når det kommer til sikkerhet. På grunn av en svært effektiv bil-innsjekk, er det et fåtall av passasjerene som reiser fra Norge til utlandet, som blir ID-kontrollert. Jeg mener også at selskapet kan ta et større miljøansvar, enn de gjør nå, ved å blant annet redusere plastbruken på skipene. I utredningen konkluderte vi med at tilretteleggingen fra de norske myndighetene har vært lav de siste årene, noe som gjør det naturlig å anta at miljøvennlige løsninger vil bli vanskeligere å hensynta i fremtiden. I tillegg er det stor konkurranse i bransjen, noe som kan føre til at selskapene velger å avvike fra de mest miljøeffektive valgene, på grunn av at disse ofte er knyttet til høye investeringer.