

HØGSKOLEN I OSLO
OG AKERSHUS

Bacheloroppgave 2017

Handelshøyskolen ved HiOA



Verdien til Rica Hotels AS per 31.12.2014

Shamsa Majid (639)
Rajmeen Garcha Kaur (701)

Veileder: Førsteamanuensis Einar Belsom

Bachelorstudium i Økonomi og Administrasjon

Sammendrag

Vi estimerer verdien av Rica Hotels AS (heretter kalt Rica) før oppkjøpet og vurderer hvordan Rica hadde klart seg som en selvstendig hotellkjede. Vi har valgt å benytte inntjeningsbasert tilnærming, samt markedsbasert tilnærming som et supplement, for verdivurderingen av Rica. Innenfor inntjeningsbasert tilnærming har vi tatt for oss den diskonterte kontantstrømmetoden, hvor vi har brukt totalkapitalmodellen som utgangspunkt for den frie kontantstrømmen. For å beregne fremtidige kontantstrømmer for Rica har vi utført en regnskapsanalyse og en strategisk analyse. I den strategiske analysen inngår det en bransjeanalyse basert på Porters femkraftsmodell og en analyse av makroøkonomiske forhold. Av analysen fremkommer det at Rica var økonomisk stabile og at hotellnæringen utvikles i positiv retning. Videre har vi beregnet et avkastningskrav ved hjelp av den veide totalkapitalkostnaden som kontantstrømmen og terminalverdien diskonteres med. Dermed har vi kommet frem til en verdi på Rica per 31.12.2014 på 1 116 150 295 NOK.

Videre har vi innenfor markedsbasert tilnærming benyttet multiplikatormodellen som et sammenlikningsgrunnlag. Med hensyn til totalkapitalmodellen har vi brukt EV/EBIT som multiplikator. På basis av multiplikatoren har vi fått en verdi på 1 469 727 501 NOK, noe som gir et avvik på 353 577 205 NOK i forhold til den diskonterte kontantstrømmetoden. Ettersom multiplikatoren er basert på andre hotellkjeder kan dette gi et feilaktig anslag på Ricas verdi, slik at vi anser verdien basert på den diskonterte kontantstrømmetoden som et riktigere estimat. Vi har for øvrig tatt de mest kritiske faktorene tilknyttet verdiestimatet og utført en sensitivitetsanalyse. Vekstraten for terminalverdien, EBIDTA-marginen og beta viser seg å være de mest sensitive faktorene, da en liten justering i disse gir store utslag på verdien til Rica.

Forord

Dette er en avslutningsoppgave for vår bachelorgrad i økonomi og administrasjon. Gjennom denne oppgaven har vi fått muligheten til å jobbe med et emne vi ikke har hatt noe undervisning i. Ettersom begge var på utveksling det femte semesteret, gikk vi glipp av kurset «verdsettelse». Likevel havnet valget på å skrive om dette på grunn av interesse, relevans og motivasjon for å lære. Denne oppgaven har vært faglig utfordrende, tidkrevende og ikke minst svært spennende og lærerik. Det har vært lange arbeidsdager hvor vi har opplevd å stå virkelig fast flere ganger. Til tross for dette har motivasjonen for å levere en god oppgave drevet oss fremover. Vi mener at Rica i en bachelorsammenheng ikke har blitt verdivurdert tidligere, slik at vi anser vårt bidrag som originalt. Vi vil spesielt takke vår veileder, Einar Belsom, for hans tilgjengelighet, kritiske spørsmål og gode innspill.

Rajmeen Garcha Kaur

Shamsa Majid

Innholdsfortegnelse

1. INNLEDNING	5
2. PRESENTASJON AV RICA HOTELS AS	7
3. REGNSKAPSANALYSE	8
3.1 LØNNSOMHET	8
3.1.1 Driftsmargin	9
3.1.2 Totalrentabilitet og egenkapitalrentabilitet	9
3.2 LIKVIDITET.....	10
3.2.1 Arbeidskapital	11
3.2.2 Likviditetsgrad 1 & 2	11
3.3 SOLIDITET	12
3.3.1 Egenkapitalandel og gjeldsgrad	12
3.4 REVPAR.....	13
4. STRATEGISK ANALYSE	14
4.1 PORTERS FEMKRAFTSMODELL	14
4.1.1 Substitutter	14
4.1.2 Forbrukere	15
4.1.3 Konkurrenter	17
4.1.4 Leverandører	18
4.1.5 Nyetableringer.....	19
4.1.6 Konklusjon	21
4.2 MAKROØKONOMISKE FORHOLD	21
4.3 TOTALVURDERING AV DEN STRATEGISKE ANALYSEN.....	24
5. AVKASTNINGSKRAV	26
5.1 RISIKOFRI RENTE (R_F)	26
5.2 BETA (B).....	27
5.3 RISIKOPREMIE ($R_M - R_F$).....	29
5.4 RISIKOPÅSLAG	30
5.5 AVKASTNINGSKRAVET TIL TOTALKAPITALEN	30
6. DISKONTERT KONTANTSTRØMMETODE	31
6.1 EBITDA-MARGIN	31
6.2 INVESTERINGER	32
6.3 ENDRING I ARBEIDSKAPITAL	32
7. MULTIPLIKATORMODELLEN	35
8. SENSITIVITETSANALYSE	36
8.1 VEKSTRATEN FOR TERMINALVERDIEN	36
8.2 EBIDTA-MARGIN	37
8.3 AVKASTNINGSKRAVET	37
9. KONKLUSJON	39
BIBLIOGRAFI	40
VEDLEGG	45

1. Innledning

Februar 2014 ble det offentliggjort at Rica var solgt til Scandic Hotels Holding. Ingen av hotellkjedene valgte å gå ut med beløpet. I løpet av 2014 og 2015 ble alle Ricas hoteller konvertert til Scandic-hoteller. Etter oppkjøpet gikk Scandic Hotels Holding fra å være den sjette største hotellkjeden i Norge, til å bli den nest største. Rica har i alle år vært klare på sin målsetting; nemlig å være markedsleder innen hotelldrift. De hadde opparbeidet seg en solid posisjon i markedet og var den nest største hotellkjeden i 2013 etter Nordic Choice Hotels.

Vårt formål med denne oppgaven er å forstå verdi basert på vurderinger om hvordan Rica hadde klart seg som en selvstendig hotellkjede.

Vi har formulert følgende problemstilling: «Hva er verdien til Rica Hotels AS per 31.12.2014 og hvordan var hotellkjedens fremtidsmuligheter før oppkjøpet?»

Det finnes ulike verdsettelsesmodeller hvor disse kan inndeles i fem kategorier; inntjeningsbasert, markedsbasert, balansebasert, kostbasert og opsjonsbasert tilnærming. Vi vil i denne oppgaven fokusere på inntjeningsbasert tilnærming, og da den diskonterte kontantstrømmetoden (DCF). Modellen tar utgangspunkt i historiske regnskapstall og definerer verdien av et selskap som nåverdien av forventede fremtidige kontantstrømmer. Det er vanlig å beregne kontantstrømmer for 5-10 år fremover i tid. Forutsetter man evig levetid for selskapet beregnes en terminalverdi ut over den eksplisitte prognoseperioden (Kaldestad & Møller, 2016).

$$Nåverdi = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{Kontantstrøm}{(1 + avkastningskrav)^t}$$

Modellen kan igjen deles inn i totalkapitalmetoden og egenkapitalmetoden, hvor vi vil fokusere på totalkapitalmetoden. Ved bruk av totalkapitalmetoden beregnes verdien på totalkapitalen, slik at rentebærende gjeld trekkes fra for å finne verdien på egenkapitalen. Dessuten diskonteres kontantstrømmene og terminalverdien med den veide totalkapitalkostnaden (WACC) ved totalkapitalmetoden.

Som et supplement og sammenlikningsgrunnlag har vi gjennom markedsbasert tilnærming benyttet multiplikatormodellen. Dette er en indirekte verdsettelsesmetode hvor man bruker den relative prisingen av sammenliknbare selskaper. Det tas utgangspunkt i hvordan andre selskaper er priset hvor det er markedet som har predikert en verdi på fremtidige kontantstrømmer. Ved denne tilnærmingen blir verdien predikert med bakgrunn på hva markedet er villig til å betale for selskapet (Kaldestad & Møller, 2016).

I oppkjøpssituasjoner får et selskap merverdier dersom selskapet er verdt mer med nye eiere. Merverdiene kan komme ved tilføyelse av ny kapital og kompetanse, eller gjennom reorganisering av organisasjonsstrukturen, også betegnet som synergieffekter. I forkant av oppkjøp er det normalt å utføre en analyse av både positive og negative synergieffekter som selskapet fører med seg (Kaldestad & Møller, 2016). Ettersom verken Rica eller Scandic Hotels Holding offentliggjorde kjøpsbeløpet har vi valgt å utelate en slik analyse.

Vi vil i kapittel 1 begynne med å gi en kort presentasjon av Rica, etterfulgt av en regnskapsanalyse i kapittel 2 og en strategisk analyse i kapittel 3. Deretter beregner vi et avkastningskrav i kapittel 4 som vi videre bruker i verdivurderingen ved den diskonterte kontantstrømmetoden i kapittel 5. I kapittel 6 gjennomføres verdsettelse ved bruk av multiplikatormodellen. Som en avslutningsdel utfører vi en sensitivitetsanalyse i kapittel 7, før vi til slutt konkluderer i kapittel 8.

2. Presentasjon av Rica Hotels AS

Jan E. Rivelsrud etablerte i 1975 hotellkjeden Rica Hotell- og Restaurantkjede AS. Ved oppstart satset Rivelsrud hovedsakelig på drift av restauranter, men ettersom markedet ble mettet gikk fokuset over på hotelldriften (Thon, 2009). I perioden 1987-1993 ble derfor det meste av restaurantdriften avviklet noe som resulterte i at Rica i 1994 drev 29 hoteller og én restaurant. Det samme året ble Rica børsnotert med en markedsverdi på 390 millioner NOK. I perioden 1997-1998 åpnet Rica flere hoteller i landet, overtok driften av Nordkapphallen og etablerte seg dessuten i Sverige.

I 2002 ble Rica fisjonert, slik at eiendomsvirksomheten ble overdratt til Rica Eiendom AS. (Årsberetning, 2005). I 2006 ble 39,3 % av aksjene til Rica kjøpt av Home Properties som eies av Petter Stordalen. Ettersom Stordalen var en betydelig konkurrent for Rica i hotellbransjen, ble aksjene solgt tilbake seks måneder senere siden Rivelsrud fremdeles ville ha størst styringsmakt. Samme periode ble Rica tatt av børs og Rivelsrud med nærstående familie kontrollerte 97,2 % av aksjene (Klever, 2007).

I 2013 driftet Rica 49 hoteller i Norge og Sverige, og hadde samarbeidsavtaler med 27 frittstående hoteller (Årsberetning, 2013). Disse hotellene bestod av fullservicehotell, økonomihotell, kurs- og konferansehotell og sesonghotell. I 2014 solgte Rica 100 % av sine aksjer til Scandic Hotels Holding (Årsberetning, 2014).

1975	1987 - 1993	1994	1997-1998	2002	2006	2014
Rica Hotell- og Restaurantkjede AS etableres.	Nedtrapping av restaurantvirksomhet og større satsing på hotelldriften.	Rica børsnoteres til en verdi på 390 millioner NOK.	Oppkjøp av flere uavhengige hoteller både i Norge og Sverige, samt oppkjøp av Nordkapphallen.	Rica fisjoneres: Eiendomsvirksomheten overdras til Rica Eiendom AS.	39,3 % av aksjene til Rica kjøpes av Stordalen, men selges tilbake etter 6 måneder. Rica tas dessuten av børs.	Scandic Hotels Holding AS kjøper Rica Hotels AS.

Figur 1 - Ricas historie med viktige milepæler

3. Regnskapsanalyse

Vi skal nedenfor utføre en regnskapsanalyse for å kartlegge Ricas lønnsomhet, likviditet og soliditet. Det er normalt i en slik analyse å benytte regnskapstall for 3 år bak i tid (Sending, 2014). Regnskapstallene vi bruker strekker seg fra 2009-2013 og er levert av Brønnøysundregistret. Regnskapsåret 2013 er det siste året som viser faktisk drift og verdivurderingen vil starte fra året etter. Vi velger å se bort ifra regnskapstallene for 2014 og 2015, da dette var en avviklingsperiode for Rica. Vi anser dermed vår datamengde som tilstrekkelig for å gjøre gode estimater for Ricas fremtidige kontantstrømmer. Vi vil for øvrig påpeke at regnskapstallene vi har tilgjengelig gjelder for hele konsernet, men ettersom omsetningen fra Sverige er betydelig mindre i forhold til total omsetning anser vi ikke dette som verdier som er nødvendige å trekke fra. Alle regnskapstall i analysen er oppgitt i tusen norske kroner.

3.1 Lønnsomhet

Lønnsomhet forteller noe om resultat i forhold til omsetning og kapitalbruk. I følge Sending (2014) er de vanligste nøkkeltallene for å vurdere lønnsomhet; bruttofortjeneste, resultatgrad, driftsmargin, totalrentabilitet og egenkapitalrentabilitet. Vi velger å se på driftsmargin framfor resultatgrad ettersom driftsmargin fokuserer på driftsresultatet og vi anser at det vil gi oss et riktigere bilde av Ricas drift. Videre velger vi å utelate bruttofortjeneste da nøkkeltallet er mer aktuelt for varehandel og beskrives av Sending som varehandelens dekningsbidrag.

Tabell 1 - Utdrag fra Ricas resultatoppstilling i TNOK

	2009	2010	2011	2012	2013
Losjiiinntekt	1 236 145	1 294 833	1 406 133	1 473 077	1 498 414
Varesalg	704 168	757 862	841 514	880 587	880 805
Annen inntekt	159 791	170 813	184 307	206 862	204 515
Sum driftsinntekter	2 100 104	2 223 508	2 431 954	2 560 526	2 583 734
Sum driftskostnader	1 990 604	2 113 696	2 301 463	2 450 044	2 515 397
Driftsresultat	109 500	109 812	130 491	110 482	68 337
Resultat før skatt	104 319	109 641	130 434	108 970	67 565

3.1.1 Driftsmargin

Driftsmarginen til Rica har ligget rundt 4,5 % i perioden 2009-2013. Det betyr at hotellkjeden for hver omsatt krone har sittet igjen med omtrent 0,045 kroner, før det har blitt tatt hensyn til finanskostnader og skatt. Årsaken til at kvotienten for Rica i 2013 var lav skyldes først og fremst økte driftskostnader. I 2013 ble nye hotellprosjekter i Oslo og Bodø, samt utvidelser av hotell i Stavanger iverksatt. Kostnadene dette året økte tre ganger mer enn inntektene ettersom Rica kostnadsførte oppstartskostnader løpende i regnskapet. For det andre viser regnskapet en lav vekst i driftsinntekter, noe som fremkom av en redusert vekst i varesalg og en negativ vekst i annen inntekt. Redusert etterspørsel etter tilleggstjenester førte til redusert vekst i varesalg. De siste årene har det vært en stor etterspørsel etter hoteller som er konkurransedyktige på pris og kvalitet, noe vi vil diskutere mer i den strategiske analysen.

Tabell 2 - Driftsmargin for Rica

	2009	2010	2011	2012	2013	Gjennomsnitt
Rica Hotels	5,2 %	4,9 %	5,4 %	4,3 %	2,6 %	4,5 %

Ettersom driftsmargin avhenger av størrelsen på virksomheten og markedet en opererer i, velger vi å sammenlikne Ricas driftsmargin med driftsmarginen til hotellkjeder med nærmest lik omsetning som Rica, presentert i Vedlegg A. På bakgrunn av dette anslår vi at Ricas driftsmargin var relativt solid.

Tabell 3 - Driftsmargin for sammenliknbare hotellkjeder

	2009	2010	2011	2012	2013	Gjennomsnitt
Thon Hotels	5,7 %	0,4 %	4,2 %	5,1 %	5,3 %	4,1 %
Rezidor Hotel Group	-3,7 %	0,5 %	-0,9 %	-0,1 %	4,8 %	0,1 %

3.1.2 Totalrentabilitet og egenkapitalrentabilitet

Totalrentabilitet viser avkastning på investert kapital i virksomheten, uavhengig av hvor den er kommet fra, mens egenkapitalrentabilitet viser hvor stor avkastning eierne får på den innskutte kapitalen. Nøkkeltallene er interessante for hotellkjeder da dette er kapitalintensive virksomheter (Sending, 2014).

Tabell 4 - Totalrentabilitet for Rica

	2010	2011	2012	2013	Gjennomsnitt
Totalrentabilitet	10,4 %	10,8 %	9,1 %	6,1 %	9,1 %

«Et absolutt minstekrav til totalrentabiliteten er at den må være høyere enn gjeldsrenten» (Baksaas, Hansen & Winther, 2015:112). Ricas årsregnskap angir en gjennomsnittlig gjeldsrente på 5 % siden 2011, og en gjennomsnittlig gjeldsrente på 4,5 % før det. Våre beregninger viser at totalrentabiliteten til Rica har ligget langt over dette i perioden 2010-2012. For det første forteller dette oss at ledelsen og medarbeiderne forvaltet midlene fra kapitalytterne godt, og for det andre viser dette at Rica tjente på hver lånte krone. Til sammen gir dette uttrykk for god lønnsomhet for perioden 2010-2012. Totalrentabiliteten i 2013 derimot, var lavere og lå rett over gjeldsrenten. Den lave totalrentabiliteten henger sammen med nedgang i resultat før skatt dette året. Vi antar at nedgangen i hovedsak skyldes økning i driftskostnader, grunnet påbegynte prosjekter som nevnt ovenfor.

Tabell 5 - Egenkapitalrentabilitet for Rica

	2010	2011	2012	2013	Gjennomsnitt
Egenkapitalrentabilitet	30,4 %	31,8 %	22,8 %	12,6 %	24,4 %

Lederkilden oppgir følgende tommelfingerregler for hvor høy egenkapitalrentabiliteten bør være:

Bra	> 20 %
Middels	10 – 20 %
Dårlig	< 10 %

Våre beregninger viser at Ricas egenkapitalrentabilitet var bra i perioden 2010-2012 og middels i 2013. På basis av Ricas driftsmargin og rentabiliteter konkluderer vi med at lønnsomheten til hotellkjeden var god.

3.2 Likviditet

Likviditet sier noe om hvorvidt en virksomhet klarer «å betale sine forpliktelser etter hvert som de forfaller» (Sending, 2014:400). Nøkkeltall som vurderer likviditet tar som regel utgangspunkt i balanseoppstillingen.

Tabell 6 - Utdrag fra Ricas balanseoppstilling i TNOK

	2009	2010	2011	2012	2013
Varelager	30 893	32 812	36 877	35 146	34 112
Sum omløpsmidler	434 541	444 581	483 943	446 501	418 235
Sum kortsiktig gjeld	401 530	450 556	534 149	459 291	451 970

3.2.1 Arbeidskapital

Dersom arbeidskapitalen utgjør 50 % av omløpsmidlene, er omtrent like stor som den kortsiktige gjelden og andelen er mer enn 50 % av varebeholdningen, anses likviditeten til virksomheten som god (Sending, 2014).

Tabell 7 – Arbeidskapital i TNOK og kortsiktig anleggsfinansiering for Rica

	2009	2010	2011	2012	2013
Arbeidskapital	33 011	-5 975	-50 206	-12 790	-33 735
Kortsiktig AF	-	-0,6 %	-5,1 %	-1,2 %	-3,2 %

Rica tilfredsstillter ingen av forutsetningene for god likviditet. Dette kommer av at den kortsiktige gjelden, spesielt leverandørgjeld og annen kortsiktig gjeld, utgjorde en stor andel av Ricas finansiering noe som resulterte i negativ arbeidskapital. Kortsiktig anleggsfinansiering er ikke ønskelig i det hele tatt, men dersom det oppstår bør den være minimal (Baksaas et al., 2015).

3.2.2 Likviditetsgrad 1 & 2

Likviditetsgrad 1 og 2 ser på omløpsmidler i forhold til kortsiktig gjeld, og er henholdsvis anbefalt å være større enn 2 og større enn 1. Det eneste som skiller disse to gradene er at varelageret ekskluderes i likviditetsgrad 2 (Sending, 2014).

Som nevnt utgjorde Ricas kortsiktige gjeld en stor andel av finansieringen, noe som gir generelt lave likviditetsgrader. I Ricas årsregnskap får vi oppgitt at varebeholdningen består av mat, vin, øl, mineralvann, tobakk og brennevin, noe som var hotellkjedens minst likvide midler. Vi anser dermed likviditetsgrad 2 som mer relevant ved vurdering av Ricas likviditet. For Rica har denne ligget på omtrent det anbefalte nivået.

Tabell 8 - Likviditetsgrad 1 og 2 for Rica

	2009	2010	2011	2012	2013	Gjennomsnitt
Likviditetsgrad 1	1,1	1,0	0,9	1,0	0,9	1,0
Likviditetsgrad 2	1,0	0,9	0,8	0,9	0,8	0,9

På basis av arbeidskapitalen og likviditetsgrad 2 konkluderer vi med at Rica hadde en middels god likviditet. Til tross for at resultatet av likviditetsanalysen ikke er tilfredsstillende, representerer ikke dette en reell risiko da vi antar at denne type finansiering er vanlig i hotellbransjen. Dessuten kommenterte Rica selv sin likviditetsrisiko som lav på grunn av deres høye egenkapitalandel.

3.3 Soliditet

Soliditet uttrykker virksomhetens «evne til å tåle tap» over tid (Sending, 2014:601). Nøkkeltall knyttet til soliditet ser på størrelsen til egenkapitalen i forhold til fremmedkapitalen.

Tabell 9 - Egenkapital, gjeld og total kapital for Rica i TNOK

	2009	2010	2011	2012	2013
Egenkapital	345 411	375 218	444 375	511 165	559 765
Gjeld	686 969	1 019 977	1 019 039	962 673	927 198
Sum total kapital	1 032 380	1 395 195	1 463 414	1 473 838	1 486 963

3.3.1 Egenkapitalandel og gjeldsgrad

Egenkapitalandel belyser forholdet mellom egenkapital og total kapital, mens gjeldsgraden viser forholdet mellom gjeld og egenkapital.

Tabell 10 - Egenkapitalandel og gjeldsgrad for Rica

	2009	2010	2011	2012	2013	Gjennomsnitt
Egenkapitalandel	33,5 %	26,9 %	30,4 %	34,7 %	37,6 %	32,6 %
Gjeldsgrad	2,0	2,7	2,3	1,9	1,7	2,1

Rica har for perioden 2009-2013 hatt en gjennomsnittlig egenkapitalandel på 32,6 %. Det gir uttrykk for at $\frac{1}{3}$ av eiendelene til Rica var finansiert med egenkapital, noe som er i samsvar med hva som anbefales. Det er for øvrig mindre enn hva som er gjennomsnittlig egenkapitalandel for norske virksomheter, som i følge Sending (2014) viser seg å være 39-40 %.

Virksomheter preget av høy risiko bør ha høy egenkapital. Sending definerer risikofylte virksomheter som følgende; «virksomheter som skal utvikle en idé hvor det er usikkerhet om tidsperspektivet og i hvilken grad man vil lykkes» (407). Dette er ikke gjeldende for Rica og dermed anser vi hotellkjeden som lite risikofylt. Lederkilden oppgir tommelfingerregelen som presentert nedenfor for bokført egenkapitalandel. Egenkapitalandelen for hvert år vurderes til bra ifølge tommelfingerregelen, utenom i 2010 hvor den vurderes til middels. Dette skyldes hovedsakelig at Rica i 2010 tok opp rentebærende lån på 286 millioner NOK.

Bra	> 30 %
Middels	15 – 30 %
Dårlig	< 15 %

Dersom $\frac{1}{3}$ av eiendelene er finansiert med egenkapital vil gjelden være dobbelt så stor som egenkapitalen. Gjeldsgraden vil dermed tilsvare 2 noe som anses som god soliditet. Våre beregninger viser at Rica lå på et nivå rundt dette estimatet. På basis av Ricas egenkapitalandel og gjeldsgrad konkluderer vi med at hotellkjeden hadde god soliditet.

3.4 RevPar

Losjtomsetning per tilgjengelige rom (RevPar) er et viktig nøkkeltall innen hotellnæring.

Tabell 11 - Revpar for Rica i NOK

	2009	2010	2011	2012	2013	Gjennomsnitt
RevPar	537	544	561	558	564	553

For Rica har gjennomsnittlig RevPar i perioden 2009-2013 ligget på 553 NOK. Ved sammenlikning med andre store hotellkjeder i 2011-2012 ser vi at Rica hadde nest høyest RevPar. Dette betyr at Rica var dyktig til å generere omsetning fra sine tilgjengelige hotellrom.

Tabell 12 - RevPar for sammenliknbare hotellkjeder i NOK

	2011	2012
Nordic Choice Hotels	501	501
Thon Hotels	517	502
Best Western	465	479
Rezidor Hotel Group	628	629
Scandic Hotels Holding	506	520

Kilde: Horwath HTL (2013)

4. Strategisk analyse

Vi skal nedenfor utføre en strategisk analyse av Rica for å kartlegge hotellets konkurranseposisjon og utvikling innenfor hotellbransjen. Vi har valgt å bruke Porters femkraftsmodell for å klargjøre hotellbransjens konkurransetilstand. Det er naturlig å videre utføre en PESTEL-analyse, men i dette tilfelle anser vi flere av faktorene utenom de økonomiske som irrelevante for vår analyse. Derfor vil vi heller fokusere på makroøkonomiske forhold da vi mener disse er av høyest betydning for å avklare fremtidig utvikling i Norge med hensyn til hotellbransjen. Vi vil heller ikke utføre en ressursanalyse i form av VRIO eller SVIMA for å fremlegge Ricas konkurransefortrinn, da det er vanskelig å se noe vesentlig konkurransefortrinn for hotellkjeder ved siden av deres merkevare. Totalvurderingen av den strategiske analysen vil vi bruke til å anslå forventning om vekst, som senere vil brukes til å beregne fremtidige kontantstrømmer for Rica.

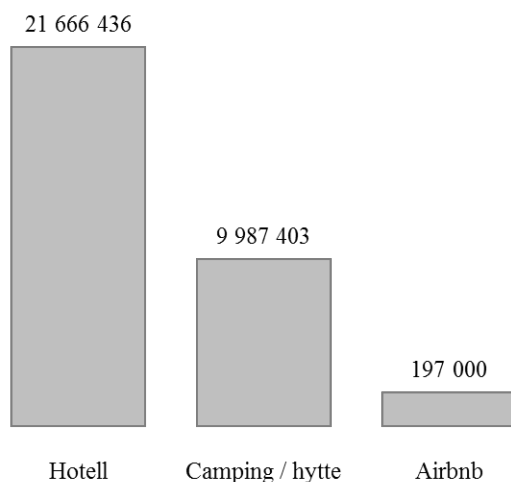
4.1 Porters femkraftsmodell

Porters femkraftsmodell fokuserer på fem spesifikke konkurransekrefter og forholdet mellom dem (Porter, 1979).

4.1.1 Substitutter

Campingplasser og hytter er substitutter for hotellbransjen da disse på lik linje med hotell tilfredsstiller overnattingsbehov hos forbrukeren. Det viser seg at 1/3 av kommersielle overnattinger i 2015 bestod av camping og hyttegrend (figur 1). Campingplasser og hytter utgjør imidlertid ikke en reel trussel da disse substituttene har vært på markedet siden begynnelsen av 1900-tallet og er rettet mot et annet segment. En rapport publisert av SSB i 2001, viser at barnefamilier fra middels tettbygde strøk utgjør den største andelen av campinggjester (Benedicte & Gunnlaug) og vi antar at dette fortsatt er tilfelle. Campingplasser og hytter tiltrekker ikke forretningsreisende, noe som var en viktig forbrukergruppe for Rica. Hotell betraktes generelt som et luksusgode ettersom etterspørselen øker med økt inntekt hos forbrukeren. Det viser seg at gjennomsnittlig bruttoinntekt har økt siden 2007, slik at forbrukere i større grad foretrekker å overnatte på hotell framfor campingplass (Kommuneprofilen, 2016).

Airbnb er en nettjeneste hvor privatpersoner kan leie ut sin bolig, hytte eller annen eiendom til andre (Airbnb, 2017). Nettjenesten er et betydelig substitutt for en bestemt nisje i hotellbransjen ved at nettjenesten tilbyr rimeligere overnatting enn hotell, og tiltrekker dermed yngre og prisfølsomme forbrukere. For denne nisjen er krysspriselasititeten mellom hotell og Airbnb sterkest positiv. Nettjenesten setter dermed begrensning når det gjelder prisnivå og på den måten reduserer den potensielle lønnsomheten i hotellbransjen (Roos G., Krogh, Roos J. & Fernström, 2014:92). Airbnb forsøker å tiltrekke flere forbrukergrupper som blant annet barnefamilier gjennom effektiv markedsføring på sosiale medier. Til tross for at Airbnb per dags dato ikke utgjør en reell trussel for hotellbransjen, grunnet liten markedsandel, vil nettjenesten spille en betydelig rolle dersom den vokser. Vi konkluderer med at trussel fra substitutter er moderat.



Figur 2 - Antall kommersielle overnattinger i 2015. Kilde: Statistikknett Reiseliv (2016) og Airbnb Norge (2016)

4.1.2 Forbrukere

Informasjonen nedenfor er hentet fra Ricas årsrapporter (1995 - 2005).

Markedsstrategien til Rica innebar å være ledende aktør innenfor følgende hotellkategorier: fullservicehotell, økonomihotell, kurs- og konferansehotell og sesonghotell. Rica drev flest fullservicehoteller hvor disse var geografisk spredt i landet. På grunn av et stort tilbud av fasiliteter som restaurant, treningsrom, svømmebasseng, spa, lekeområder, kurs- og konferanselokaler, dekker slike hoteller diverse forbrukergrupper. Fullservicehotell betraktes for øvrig som et kostnadskrevenende driftskonsept.

Ricas økonomihoteller derimot fokuserte mer på lønnsomsetning og tilbød begrenset tilleggstjenester i forhold til fullservicehoteller. På grunn av større etterspørsel etter hoteller som er konkurransedyktige på pris og kvalitet, har markedsandelen til økonomihoteller økt de siste årene.

Kurs- og konferansehotell er plassert i storbyer og nærmere flyplasser, og er hovedsakelig rettet mot forretningsreisende. Hurtige endringer i omgivelser utfordrer bedrifters evne til å kontinuerlig oppdatere sine kunnskaper og ferdigheter, både på individ-, gruppe- og organisasjonsnivå (Kaufmann, G. & Kaufmann, A., 2009:185). Større krav for etterutdanning øker dermed behovet for slike hoteller. På grunn av potensialet i turisme drev Rica dessuten sesonghoteller ved berømte norske attraksjoner som Nordkapp og Kristiansand Dyrepark.

Samtlige aktører i bransjen har på lik linje med Rica kategorisert sine hoteller i ulike markedssegmenter. Nordic Choice Hotels for eksempel, har følgende hotellkategorier: Comfort Hotels, Quality Hotels og Clarion Hotels (Nordic Choice Hotels, 2017). Aktørene i hotellbransjen opererer altså med ulike markedssegmenter rettet mot sine respektive målgrupper, og det er nettopp her hoved-differensieringen i bransjen foregår. Differensieringen innad i de ulike segmentene er derimot liten. Økonomihotellene til Rica viser seg å være i samsvar med Nordic Choice Hotels sine Comfort Hotels da begge segmentene tar for seg forbrukere som er opptatt av kvalitet til god pris, og som ikke har behov for et bredt tilbud av tilleggstjenester. Clarion Hotels er rettet mot forretningsreisene akkurat som Ricas kurs- og konferansehoteller. Kjedene arbeider for øvrig med å skille disse hotellene fra hverandre gjennom økt merkevarebygging, noe vi vil ta for oss under «konkurrenter».

Det oppgis i Ricas regnskap at hotellkjeden ikke hadde noen dominerende forbrukergruppe, slik at forhandlingsmakten til forbrukerne var relativ lav. Bransjerapporten viser at Rica var best på tilfredshet og lojalitet i 2012, men begge elementene ble redusert i 2013 (Horwath HTL, 2013). Dette skyldes blant annet at nettsider som hotels.com og trivago.no har gjort det enklere for forbrukere å være oppdatert på tilbud og sammenlikne priser på ulike hoteller. Dette gir forbrukere en sterkere forhandlingsposisjon da de uproblematisk kan velge bort Rica fremfor en annen hotellkjede som tilbyr lavere pris på likartede tjenester. Byttekostnadene er altså svært små for forbrukeren. På disse nettsidene kan forbrukeren i tillegg vurdere og legge igjen sin erfaring med samtlige hoteller som leses og påvirker potensielle forbrukere. Vi konkluderer med at trussel fra forbrukere er moderat.

4.1.3 Konkurrenter

Ricas største konkurrenter besto av Nordic Choice Hotels, Thon Hotels og Rezidor Hotel Group som sammen med Rica ble regnet som «de fire store» i hotellbransjen. Disse fire kjedene sto for nærmere 60 % av markedet i 2012. I følge bransjerapporten hadde Rica en omsetning på 2,8 milliarder i 2012¹ - noe som førte dem rett bak Nordic Choice Hotels som har høyest årlig omsetning i bransjen. Markedsveksten i bransjen var 1,2 % første halvår i 2013 (Horwath HTL 2013), mens tall fra 2014 viser en vekst på 6,3 % (Horwath HTL 2014). Rica har derimot helt siden 2005 hatt redusert vekst, noe som skyldes at andre aktører i bransjen ekspanderer.

Herfindahl-Hirschman indeksen er beregnet til 0,0989 for de ti største kjedene i hotellbransjen (Vedlegg A). Resterende mindre kjeder har en markedsandel tilnærmet 0,6 % og en utelatelse av disse vil dermed ikke gi noe betydelig forskjell ved beregning av indeksen. For å estimere markedsandel til hver enkel kjede har vi brukt losjioomsetningen for hver kjede og total losjioomsetning for bransjen i 2012. Indeksen tyder på at hotellbransjen ikke er konsentrert og at markedsmakten fordeler seg jevnt, slik at konkurransen er stor (Besanko, Dranove, Shanley & Schaefer, 2013). Relativ konkurranse er likevel ikke like intens som HHI indikerer ettersom aktørene i bransjen har satt i gang en rekke tiltak for å redusere graden av rivalisering.

Hoteller opererer blant annet med ulike lojalitetsprogram som innebærer å gi unik service og medlemstilbud til sine stamgjester. Rica har siden 2003 benyttet Rica Kort og dessuten vært partner i SAS EuroBonus (Årsberetning, 2004). Rica tilbød blant annet mulighet til å oppgradere rom, 25 % rabatt på egneide restauranter og inn- og utsjekkingsmuligheter utover det som er fastgjeldende for forbrukere som var på medlemsnivået Black (InsideFlyer, 2013).

I 2008 forsøkte Rica å nå ut til et nytt segment, nemlig miljøengasjert forbrukere, ved å bli merket med Svanen som er verdens strengeste miljøkrav for hoteller (Horecanytt, 2008). Dette forsøket ble vellykket til å begynne med, men glattet ut da miljøbevisste nordmenn har bidratt til at andre hotellkjeder etter hvert også har tilrettelagt sin virksomhet som nærmest bærekraftig og/eller som skader miljøet minst mulig

¹ I følge årsrapporten var Ricas omsetning 2,56 milliarder NOK i 2012, men avviket endrer ikke Ricas posisjon.

For å opprettholde og videreutvikle posisjonen i markedet jobber hotellkjeder med merkevarebygging gjennom introduksjon av egne merkevarer. For eksempel har Nordic Choice Hotels lansert restaurantkonseptet Kitchen & Table i sine Clarion Hotels og jobber nå med et nytt restaurantkonsept, Brasserie X, i sine Quality Hotels (Syversen, 2016). Et merkenavn forbindes med kvalitet og det viser seg at forbrukere foretrekker det merket som assosieres med høyest kvalitet dersom prisen på alternativene ellers er lik (Dahl, Hansen, Hoff & Kinserdal, 1997).

Hotellbransjen er i tillegg preget av prisdifferensiering da forbrukere har ulik betalingsvilje og betalingsevne. Hoteller tilbyr rom til ulike priser med få forskjeller som bedre utsikt, King Size bed istedenfor Queen og balkongmuligheter. Hoteller benytter ofte dynamisk prissetting ettersom pris henger sammen med hvem som betaler for rommet. Det viser seg at privatpersoner som betaler for oppholdet selv, har lavere betalingsvilje enn personer som får oppholdet dekket av arbeidsgiver. For forretningsreisende har hoteller en tendens til å øke rompriser i ukedagene og igjen redusere disse til helgen. Prisene er også høyere i høysesong fremfor i lavsesong (Madsen & Romuld, 2017). Hoteller er for øvrig forsiktige når det kommer til priskrig. Bransjerapporten viser at gjennomsnittlig oppnådd rompris har vært stabil siden 2009 (Horwath HTL, 2013). Hoteller tenker langsiktig når de setter rompriser og er opptatt av at prisene dekker kapitalkostnader slik at de oppnår høyest dekningsbidrag.

Avslutningsvis vil vi påpeke at konkurransen i storbyer er større enn i distriktsområder på grunn av flere byhoteller. Bransjerapporten viser at antall byhoteller har økt med 20 % mens distrikthoteller har redusert med 15 %, i løpet av de siste tjuefem årene (Horwath HTL, 2013). Det at Rica var en landsdekkende hotellkjede, gjorde hotellkjeden konkurransedyktig uavhengig av område. Vi konkluderer med at trusselen fra konkurrenter er moderat.

4.1.4 Leverandører

Hotellbransjen opererer innenfor servicemarkedet og skaper ringvirkninger i næringslivet ved at flere hoteller benytter seg av outsourcing. ISS Facility Services er verdens ledende tjenesteleverandør som blant annet tilbyr resepsjon, rengjøring og restaurantdrift til hoteller (ISS Facility Services, 2017). Det er for øvrig få tjenesteleverandører i markedet slik at leverandørgruppen er mer konsentrert enn hotellbransjen. Det er dessuten større muligheter for outsourcing i storbyer enn i distriktsområder. Dette styrker leverandørenes forhandlingsmakt i bransjen.

En god strategi innebærer at man har liten grad av avhengighet og at det er mulig å bytte leverandør uten noe særlige omkostninger. Et avhengighetsforhold fører til at leverandører har større mulighet til å øke prisene. Tjenestene som kjøpes av slike tjenesteleverandører er lavkompetente og standardiserte slik at det er svært enkelt å bytte leverandør, da det ikke trengs noe særlig opplæring. Hoteller har uansett stor mulighet til å integrere vertikalt som gjør at leverandørens forhandlingsmakt reduseres.

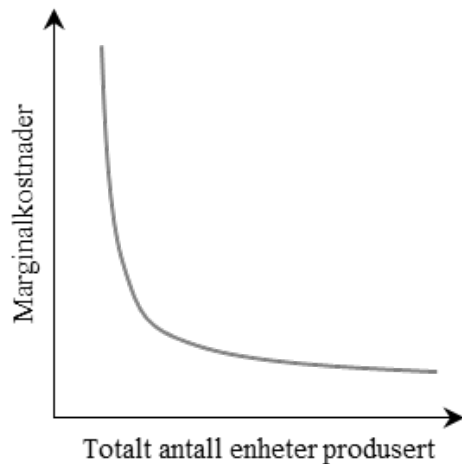
Ricas konsernsjef presiserte i et intervju med p4 at kjeden ikke benytter outsourcing da deres visjon og forretningside ikke samsvarer med dette fenomenet (Ekern & Eriksen, 2011:45). For at Rica skal lykkes med å fremme sine verdier er det nødvendig med et personal som er motivert og som føler seg tilknyttet til kjeden. I følge sosial bytteteori vil arbeidsprestasjonen være bedre hvis man føler seg tilknyttet til organisasjonen og ønsker å utføre arbeidsoppgaver, fremfor at man føler seg forpliktet til å utføre dem (Kaufmann, G. & Kaufmann, A., 2009). Vi konkluderer med at trussel fra leverandører er lav.

4.1.5 Nyetableringer

Det eksisterer en rekke etableringshindringer i hotellbransjen som reduserer trusselen fra nye aktører i markedet. For det første har eksisterende hoteller allerede bygget opp merkevare og lojalitet blant forbrukere. Nyetableringer må dermed være forberedt på tjenstedifferensiering, lav inntjening i starten og effektiv markedsføring (Roos et al., 2014). Det kan være en utfordring å tilby noe nytt til forbrukeren ettersom overnatting på hotellrom i stor grad er en homogen tjeneste og mulighet for differensiering er begrenset. I tillegg kan det være problematisk med gunstige beliggenheter da eksisterende hotellkjeder allerede er geografisk spredt. Kapitalbehovet for å etablere seg i bransjen er dessuten stort. Inventar, utbygging av infrastruktur og utvikling av IT-system medfører store kostnader for nye aktører. Hotellbransjen er også preget av sesongmessige svingninger noe som betyr at nyetableringen må ha god soliditet.

I følge læringskurven vil enhetskostnadene synke i takt med tilegnet erfaring. Veletablerte hoteller har vært på markedet i flere tiår og en relativ bratt læringskurve tyder på store kostnadsulemper for nye aktører (Roos et al., 2014), da det er tidskrevende å få i gang daglige rutiner og et samlet driftssystem som fungerer.

Hotellvirksomheter må dessuten oppnå en viss beleggsprosent for at tjenester som tilbys skal være lønnsomt. Klarer hoteller å oppnå et visst gjestenivå vil stordriftsfordelen være svak.



Figur 3 - Læringskurven. Kilde: Besanko et al. (2013)

Utviklingen i hotellbransjen er dermed ikke preget av nyetableringer av kjeder, men av eksisterende kjeder som ekspanderer for å styrke sin posisjon i markedet. Bransjerapporten viser at kapasiteten fra 2012 til 2014 har økt med 5,3 %, noe som er totalt 4000 nye hotellrom (Horwath HTL, 2014). Nordic Choice Hotels bygger per dags dato ut med 7000 nye kvadratmeter på Gardemoen og sammen med søsterhotellene vil hotellkjeden totalt ha 1187 rom og 14 000 kvadratmeter konferansekapasitet ved flyplassen (Brun, 2016). Dessuten blir markedsandeler økt gjennom konsolidering ved at allianseforhold og eierforhold endres, men dette forutsetter at konkurransetilsynet godtar. Konkurransetilsynets funksjon er å overvåke konkurransen i markedet, hvor oppkjøp eller fusjoner ikke kan gjennomføres uten deres godkjenning. Reguleringer som innskrenker konkurransen i markedet blir ansett som ulovlig aktivitet (Konkurransetilsynet, 2015).

Videre begynner flere internasjonale hotellkjeder å etablere seg i Norden. I mai 2016 overtok verdens største hotellkjede, Best Western, Victoria Hotel i Stavanger og Hotel Norge i Kristiansand. Hotellene vil beholde sitt særpreg, men Best Western vil tilby hotellene et globalt reservasjonssystem, markedsføring og en veletablert merkevare (Holt, 2016). Internasjonale merkevarer betraktes derimot ikke så attraktivt av nordmenn. Hotellkjeden Marriott International har i både 2008 (Dalseg) og i 2015 (Andersson) forsøkt å etablere seg på det norske markedet, men uten å lykkes. Hotellkjeden har per dags dato ett hotell i Norge i forhold til sitt oppsatte mål på fire hoteller innen 2010. Vi konkluderer med at trusselen fra nye aktører er lav.

4.1.6 Konklusjon

Av de overnevnte fem konkurransekraftene anser vi forbrukere som den største trusselen for Rica, ettersom de har størst forhandlingsmakt til å regulere prissettingen. Byttekostnadene har blitt mindre over tid grunnet enklere tilgang på prisinformasjon. Videre klassifiserer vi trusselen fra substitutter og konkurrenter også som moderat da dette er konkurransekrefter som kan utgjøre en trussel i fremtiden. Som det fremgår av Porters femkraftsmodell har hotellnæringen allerede tapt markedsandeler til Airbnb. Dette gjelder hovedsakelig hotellsegmenter som økonomihoteller. På sikt kan Airbnb dermed utgjøre en trussel dersom nettjenesten tiltrekker flere forbrukergrupper enn den «unge og prisfølsomme». Samtidig har eksisterende hotellkjeder ekspandert for å øke sin markedsandel, noe som har ført til at Rica har tapt markedsandeler. Dette er en reell trussel i motsetning til nyetableringer, ettersom etableringshindringene er høye, samt internasjonale hotellkjeder som mislykkes i det norske hotellmarkedet. Til tross for at dagens konkurranse i bransjen ikke er like intens som HHI indikerer grunnet lojalitetsprogrammer og merkevarebygging, anser vi at konkurransen vil øke fremover på grunn av dannelsen av et mettet marked som følge av ekspansjon.

Tabell 13 - Trussel fra Porters fem konkurransekrefter

Konkurransekraft	Styrke
Substitutter	Moderat
Forbrukere	Moderat
Konkurrenter	Moderat
Leverandører	Lav
Nyetableringer	Lav

4.2 Makroøkonomiske forhold

Dynamiske omgivelser har økt nødvendigheten av å foreta en analyse av eksterne forhold i omgivelsene. I en verdivurderingssammenheng skal analyse av makroøkonomiske forhold kartlegge hvorvidt bransjen er attraktiv og hvordan fremtidsutsikten antas å utvikles. Alle verdiene i analysen nedenfor er i reelle verdier dersom ikke noe annet er oppgitt.

Fastlands-BNP økte med 1,1 % i 2015 (Norges Bank, 2016) og 0,8 % i 2016. Det anslås at Fastlands-BNP vil øke med 1,6 % i 2017, 2,0 % i 2018, 2,2 % i 2019 og 2,2 % i 2020 (Norges Bank, 2017). Tallet for 2016 viser seg å være det laveste siden finanskrisetåret 2008. Veksten vil for øvrig ta seg opp i 2017 og langsiktig antas BNP-veksten for fastlandsøkonomien å ligge i overkant av 2 %.

Styringsrenten har blitt beholdt uendret på 0,50 % siden mars 2016, og det antas at renten vil forbli lav de nærmeste årene før den vil økes gradvis fra 2019. På sikt anslås det at styringsrenten vil ligge i underkant av 1,5 % (Norges Bank, 2017). Inflasjonen vil avta de kommende årene, for så å stabilisere seg i 2020 til omtrent 1,5 % (Norges Bank, 2017).

Tabell 14 - Prosentvis endring i KPI

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Endring i KPI	2,0 %	2,1 %	3,6 %	2,2 %	1,3 %	1,2 %	1,4 %

Kilde: Statistisk Sentralbyrå A (2015) & Norges Bank (2017)

Det viser seg at det har vært en moderat vekst i privat forbruk de siste årene. I 2016 økte privat forbruk med 1,4 %, noe som er lavere vekst enn i 2015. Redusert vekst i disponibel realinntekt som forårsakes av lav lønnsvekst og høy inflasjon ga forbrukere redusert kjøpekraft (DNB Markets, 2017).

Vi antar at beskjedne endringer i BNP, inflasjon og styringsrenten ikke vil resultere i store svingninger i privat forbruk fremover. For hotellnæringen betyr dette at norske hotellovernattinger videre vil holde seg på samme nivå som nå. Utenlandske hotellovernattinger derimot, vil ha en betydelig vekst noe vi vil diskutere nærmere nedenfor.

Oljeprisen har vært fallende siden 2014, hvor den per dags dato ligger på omkring 50 dollar per fat (DNB Markets, 2017). Konjunkturer i oljeindustrien har påvirket hotellbransjen ved at lønnsomheten til hoteller i oljebyene Stavanger og Kristiansand har sunket drastisk og hotellbelegg har vært rekordlave. I følge Dagens Næringsliv (2015) har losjionsetning per tilgjengelige rom (RevPar) på hoteller i Stavanger sunket med nærmere 30 % fra 2014 til 2015. Det predikeres at oljeprisen vil øke til 65 dollar per fat i 2017 og 70 dollar per fat følgende år (DNB Markets, 2017:55), men den vil likevel ikke øke til samme nivå som før oljeprisfallet.

Oljeprisfallet svekket dessuten den norske kronen, men det anslås at denne vil styrkes moderat med økt oljepris og renteforhøyelse (Cappelen, Eika & Prestmo, 2014). Den svake kronkursen har bidratt til rimeligere reise til Norge, noe som har økt Norges markedsandel innenfor turisme på internasjonal basis. Veksten i utenlandske overnattinger på hotell økte med 2 % i 2009-2011 og reduserte med 1 % i 2012 og tok seg opp med 2 % i 2013 (Innovasjon Norge, 2015). I 2016 økte antall internasjonale turister med hele 11 prosentpoeng, og veksten antas å vedvare i 2017 (Innovasjon Norge, 2017). Innovasjon Norge har de siste tiårene drevet offensiv markedsføring av nordlyset og bidratt til at Norge har blitt et attraktivt reisemål (Innovasjon Norge, 2016). Dessuten har terrorfrykt og politisk uro i enkelte europeiske byer ført til at Norge anses som et trygt reisemål.

Hotell- og restaurantbransjen har vært rammet av streik flere ganger grunnet lønn og arbeidsvilkår. Storstreikene i mai 2014 (Haug) og i april 2016 (Hotvedt, Larsen, Haugen, Acharki & Edvarden) påvirket samtlige hoteller i landet. Det viser seg at gjennomsnittlig månedslønn for heltidsansatte i hotell- og restaurantvirksomhet økte med 1,9 % i oktober 2016 i forhold til samme tidspunkt året før (Statistisk Sentralbyrå B, 2015). Rica må dermed ta økte lønnskostnader i betraktning.

Tabell 15 - Gjennomsnittlig månedslønn (ekskl. overtidsgodtgjørelse) og lønnsøkning fra året før

Årstall	Gjennomsnittslønn i NOK	Lønnsøkning i NOK	Lønnsøkning i %
2015	31 800	600	1,9
2014	31 200	700	2,3
2013	30 500	800	2,7

Kilde: Statistisk sentralbyrå B (2015)

De makroøkonomiske forholdene tyder ikke på vesentlige endringer i Norge og av den grunn antar vi at det ikke vil være merkbar utvikling innenfor norske hotellovernattinger.

På en annen side sikter fremtidsutsiktene for turistnæringen i Norge på en positiv utvikling og det er dette som vil bidra til økt omsetning i hotellbransjen. Ettersom oljeprisen korrelerer positivt med hotellbelegg antar vi at veksten i oljebyene derimot vil være moderat.

4.3 Totalvurdering av den strategiske analysen

Vi vil nå gjøre en totalvurdering av Porters femkraftsmodell og de makroøkonomiske forholdene for å avklare Ricas lønnsomhet i hotellbransjen, samt hotellbransjens fremtidsutsikter. Samtidig vil vi anslå prediksjon for vekst med hensyn til ekspansjon, organisk vekst og inflasjon.

Regnskapsanalysen viser at driftsinntektene til Rica har vært økende for alle år i perioden 2009-2013, og spesielt mellom 2010-2012. Dette er en periode hvor flere nye hoteller, samt utvidelser av eksisterende hoteller ble ferdigstilt og begynte å generere inntekter. Ricas årsregnskap for 2013 viser at Rica inngikk avtaler for nye hotell i Bodø og Bergen, samt utvidelser av hotell i Stavanger, som ble ferdigstilt i midten av 2014. Hotellene i Bodø og Bergen bidro til å generere betydelige inntekter i 2014, i forhold til det nye hotellet i Stavanger på grunn av lave hotellbelegg som skyldes konjunkturer i oljeindustrien.

For at Rica skulle ha bevart sin markedsposisjon eller bli markedsleder anser vi det som nødvendig at Rica hadde fortsatt med å åpne nye hotell og/eller utvide eksisterende hotell. På bakgrunn av bransjeutviklingen forutsetter vi derfor at Rica ekspanderer de neste 10 årene. Hotellkjeden bør spesielt fokusere på økonomihoteller og kurs- og konferansehoteller, da det er økt etterspørsel etter disse hotellsegmentene. I tillegg bør Rica utvide romkapasiteten på sine sesonghoteller på grunn av stort potensiale innen turisme. Vi mener for øvrig at det ikke er nødvendig med flere sesonghoteller da hotellkjeden allerede har slike hoteller spredt i landet. Driftsresultatet vil gå ned i perioder hvor de iverksetter prosjektene, men driftsinntektene vil øke som følge av ny kapasitet. Dette bekreftes av Ricas historiske regnskapstall.

For å opprettholde høyt hotellbelegg må vi sammen med økning i tilbud også ha en betydelig markedsvekst. Bransjerapporten viser at veksten mellom 2012-2014 var positiv og økende. Av den strategiske analysen fremgår det at norske hotellovernattinger fremover vil holde seg på samme nivå som nå på grunn av prognostiserte beskjedne endringer i BNP og inflasjon.

Utenlandske hotellovernattinger vil derimot øke da potensiale innenfor turisme er stort, noe som skyldes svak krone og Norge som et attraktivt reisemål. Dette bekreftes av at årene 2015 og 2016 har vært rekordår når det gjelder utenlandske overnattinger ved norske hotell (Innovasjon Norge, 2015). Prognoser for økte utenlandske gjestedøgn er positivt for Rica da de har mulighet til å øke sine driftsinntekter. På grunn av økt politisk uro andre steder mener vi at

Norge kan beholde sin posisjon som et trygt reisemål i flere år fremover, men vi antar at turismen etter hvert vil stabilisere seg.

Vi forutsetter at Rica vil iverksette nye prosjekter som følger historisk mønster. Etter prognoseperioden på 10 år antar vi at markedet vil bli relativt mettet da andre hotellkjeder vil etterligne trenden med ekspansjon. Vi anser at Rica blir nødt til å nedlegge eller selge eksisterende hoteller dersom de ønsker å åpne flere. Dermed velger vi å sette prosentsatsen til 0,5 % for terminalverdien.

I tillegg til veksten i antall hoteller vil vi også se på veksten i omsetning per hotell, altså organisk vekst for Rica. Våre beregninger viser at den største organiske veksten var i 2011, noe som skyldes genererte inntekter fra ferdigstilte prosjekter. Dermed er det rimelig å forutsette at Rica også i fremtiden vil generere inntekter gjennom ekspansjon, samt at tendensen vil falle etter hvert som ekspansjonen vil avta. Årene Rica ferdigstiller to nye prosjekter eller ett nytt prosjekt, setter vi en vekst på henholdsvis 3 % og 1 %, mens vi setter en vekst på 0,5 % for terminalverdien.

Total vekst for Rica, basert på summen av inflasjon, ekspansjon og organisk vekst er presentert i tabell 16. Veksten avtar de siste årene noe som skyldes økt konkurranse og usikkerhet i fremtiden. Rica har dessuten vært aktiv i nærmere 40 år og en evig høy vekst anser vi som urealistisk.

Tabell 16 - Prosentvis vekst i prisstigning, antall hoteller og i omsetning per hotell for Rica

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Inflasjon	2,0	2,1	3,6	2,2	1,3	1,2	1,4	1,5	1,5	1,5	1,5
Organisk vekst	3,0	3,0	1,0	0,5	3,0	3,0	1,0	0,5	1,0	1,0	0,5
Ekspansjon	3,9	3,8	1,9	0,0	3,6	3,5	1,7	0,0	1,8	1,7	0,5
Total vekst	8,9	8,9	6,5	2,7	7,9	7,7	4,1	2,0	4,3	4,2	2,5

5. Avkastningskrav

Vi må videre estimere et avkastningskrav som kontantstrømmen skal diskonteres med for å beregne nåverdien av fremtidige kontantstrømmer for Rica. Vi bruker den veide totalkapitalkostnaden (WACC), som er et veid gjennomsnitt av egenkapitalkostnaden og gjeldskostnaden med markedsverdi av egenkapitalandelen og gjeldsandelen (Kaldestad & Møller, 2016). På grunn av det uvanlig lave rentenivået, velger vi å beregne WACC for både den eksplisitte prognoseperioden på 10 år og for terminalverdien.

$$WACC = R_e \frac{E}{E+D} + R_d \frac{D}{E+D}$$

For å beregne WACC må vi først anslå Ricas egenkapitalkostnad. Den mest anvendte metoden er kapitalverdimodellen og vi vil derfor ta utgangspunkt i denne. Kapitalverdimodellen estimerer avkastningskravet til egenkapitalen ved hjelp av risikofri rente, egenkapitalbeta og risikopremie (Kaldestad & Møller, 2016).

$$R_e = R_f + \beta (R_m - R_f)$$

Vi vil deretter beregne Ricas gjeldskostnad. Ettersom vi benytter oss av diskontert kontantstrømmetode ved bruk av totalkapitalmetoden senere i oppgaven, justerer vi for skatt i gjeldskostnaden for å unngå dobbelttelling. Vi bruker 24 % som utgangspunkt for skattesats.

$$R_d = R_f + \text{selskapets risikopåslag} * (1 - \text{skatt})$$

5.1 Risikofri rente (R_f)

Risikofri rente defineres som «en hypotetisk avkastning på et verdipapir eller en portefølje av verdipapirer som ikke har konkurs- eller misligholdsrisiko» (Kaldestad & Møller, 2016:156). Det vanligste er å bruke statsobligasjoner som utgangspunkt for risikofri rente. Valg av type obligasjon er avhengig av hovedsakelig to kriterier. For det første bør obligasjonen være ført opp i lik valuta som kontantstrømmene til selskapet på grunn av inflasjonsforventninger. For det andre bør man velge en langvarig statsobligasjon ettersom durasjonen på en lang rente er mer passende med durasjonen til en bedrifts kontantstrømmer (Kaldestad & Møller, 2016).

Vi bruker en Norsk 10-årig Statsobligasjon med 10 års gjenværende løpetid som utgangspunkt for risikofri rente. Den 21.03.17, førte Oslo Børs en 10-årig Statsobligasjon med rente på 1,78 %. De siste årene har risikofrie renter vært på et ekstremt lavt nivå på grunn av en ekspansiv pengepolitikk, hvor årsaken hovedsakelig har vært å regulere økonomien etter finanskrisen. Fremtidige forventninger i markedet er at rentene vil øke til et normalt nivå på 3-3,5 %. Vi velger dermed å bruke 1,78 % som utgangspunkt for risikofri rente for den eksplisitte prognoseperioden på 10 år og en rente på 3,5 % for å diskontere terminalverdien.

5.2 Beta (β)

Beta måler den enkelte aksjes «relative volatilitet i forhold til aksjemarkedet» (Kaldestad & Møller, 2016:160).

$$\beta = \frac{\text{Kovarians aksje og markedsportefølje}}{\text{Varians markedsportefølje}}$$

Ettersom Rica ble tatt bort fra børsen i november 2006, kan vi ikke beregne egenkapitalbeta for Rica ved hjelp av historiske aksjekurser. Dermed velger vi å behandle Rica som et ikke-børsnotert selskap i vår oppgave. Vi utfører en regresjonsanalyse for å se på samvariasjonen mellom aksjeavkastning til sammenliknbare hotellkjeder og markedet representert gjennom en bestemt indeks.

Våre kriterier for valg av sammenliknbare hotellkjeder er basert på like tjenester og segmenter, samt virksomhetsstørrelse. Vi forsøkte dessuten å finne hotellkjeder som opererer innenfor det samme geografiske området som det Rica gjorde, men det lot seg ikke gjøre da de fleste av disse hotellkjedene ikke er børsnoterte. Vi har dermed valgt å bruke Rezidor Hotel Group, Hyatt Hotels Corporation, Marriott International og Choice Hotels International som sammenliknbare hotellkjeder for Rica. Til tross for at hotellkjedene har flere hotellsegmenter, er kjedene rettet mot samme målgrupper som Rica. Vi vil også påpeke at Marriott International er en betydelig større hotellkjede basert på omsetning. Vi har valgt å utelate Scandic Hotels Holding som et sammenliknbart selskap da hotellkjeden ble børsnotert i midten av 2014. Det foreligger dermed færre dataseriepunkter i forhold til de overnevnte hotellkjedene.

Vi har videre benyttet ukentlige aksjekurser. Ved bruk av daglige aksjekurser kan sluttkursen for to dager være den samme, noe som resulterer i avkastning lik null.

Dersom det er mange nullavkastninger tyder det på at aksjen er lite likvid og dette vil videre bidra til å underestimere beta. Siden vi benytter en markedsindeks for hele verden lar det seg heller ikke å bruke daglige aksjekurser på grunn av ulike tidssoner som gjør at de daglige kursene ikke blir utgitt på nøyaktig like tidspunkter. På bakgrunn av dette er det mer praktisk å bruke ukentlige aksjekurser. Vi velger for øvrig å omgjøre aksjekursene fra hovedkvarterenes lokale valuta til norske kroner på Thomas Reuters som omregner valutakurser løpende.

Resultater fra regresjonsanalysen er å finne i Vedlegg B. Vi utfører en lineær regresjon for hver sammenliknbare hotellkjede, hvor avkastning til markedsindeksen er satt som den uavhengige variabelen og aksjeavkastning til de sammenliknbare hotellkjedene som den avhengige variabelen. Egenkapitalbetaene for hotellkjedene er signifikante da p-verdiene er betydelig lavere enn signifikansnivået på 5 %. Konstantleddene derimot, er ikke signifikante noe som er i tråd med teorien.

Vi beregner videre total kapitalbeta for de sammenliknbare hotellkjedene ved å bruke formelen nedenfor:

$$B_A = \frac{B_E}{1 + \frac{D}{E}}$$

Markedsverdi på egenkapitalen og på gjelden til de sammenliknbare hotellkjedene er hentet fra Thomas Reuters. Gjennomsnittlig total kapitalbeta for de sammenliknbare hotellkjedene er dermed estimert til 0,9. Videre er markedsverdien til Ricas egenkapital beregnet ved hjelp av multiplikator. Markedsverdien på Ricas gjeld er hentet fra deres regnskap. Ved å omformulere formelen ovenfor har vi kommet frem til en egenkapitalbeta på 1,3 for Rica.

Tabell 17 - Beregning av total kapitalbeta for sammenliknbare hotellkjeder

	Rezidor Hotel Group	Nordic Choice Hotels	Marriot International	Hyatt Hotels Corporations
Egenkapitalbeta	0,8	1,1	1,2	1,1
EK markedsverdi (NOK)	631 571 404	3 540 042 003	34 014 227 435	6 965 937 776
Gjeld markedsverdi (NOK)	12 500 000	638 141 000	7 648 000 000	922 000 000
Enterprise value (NOK)	644 071 404	4 178 183 003	41 662 227 435	7 887 937 776
Total kapitalbeta	0,8	0,9	1,0	1,0

Tabell 18 - Beregning av Ricas egenkapitalbeta

	Rica Hotels
EK markedsverdi (NOK)	808 131 501
Gjeld markedsverdi (NOK)	661 596 000
Enterprise value (NOK)	1 469 727 501
Gjennomsnittlig totalkapitalbeta	0,9
Ricas egenkapitalbeta	1,3

Til slutt velger vi å sammenlikne vår beregnede egenkapitalbeta med Aswath Damodarans beta-estimerer for ulike bransjer (2017). For Hotell & Gaming presenterer han en bransjebeta på 0,96. Hyatt Hotels Corporation, Marriott International og Choice Hotels International, sammen med flere andre store og små hotellkjeder er tatt med i estimatet. Etersom Rica ikke tilbyr casino-tjenester i sine hoteller, velger vi å bruke vår beregnede verdi på 1,3 som Ricas egenkapitalbeta, da vi mener den gir et mer presist estimat på risikoen Rica opererer med.

5.3 Risikopremie ($R_m - R_f$)

Markedets risikopremie defineres som meravkastningen investorer som har pådratt seg risiko i aksjemarkedet forventer å få ut over den risikofrie renten. De vanligste metodene for å estimere risikopremien er historisk premie, implisitt premie og spørreundersøkelser blant investorer (Kaldestad & Møller, 2016).

Vi vil først ta for oss historisk premie. I en artikkel, basert på sytten land og en tidsperiode på 106 år, estimeres gjennomsnittlig geometrisk risikopremie til 3-3,5 % og gjennomsnittlig aritmetisk risikopremie til 4,5-5 % (Dimson, March & Staunton, 2006). Avkastningskravet bør være basert på en geometrisk avkastning da det gir best uttrykk for langsiktig avkastning ved beregning av fremtidige kontantstrømmer. Dette estimatet på 3-3,5 % er lavere enn de fleste siterte historiske premier. For eksempel viser Oslo Børs totalindeks i gjennomsnitt 6 % meravkastning sammenliknet med en risikofri rente over tidsperioden 1967-1994. Problemet knyttet til slike markedspremier basert på historisk premie er at selv små endringer i markedet kan gi ekstreme utslag på premien. I dette tilfelle viser det seg at premien ville ha falt med 1 % ved utelatelse av årene 1967-1969. Av den grunn er det vanskelig å estimere en riktig risikopremie da den varierer med konjunktursvingninger (Dahl et al., 1997).

Vi ser videre på en spørreundersøkelse utført av PwC, som estimerer risikopremien for 2016 til 5 %. Undersøkelsen er basert på svar fra 143 deltagere fra Norske Finansanalytikeres Forening (NFF). Vi anser dette som et representativt utvalg og velger dermed å bruke 5 % som risikopremie i markedet og forutsetter den gjeldende på sikt.

5.4 Risikopåslag

For å beregne Ricas risikopåslag på gjeld bruker vi en enkel syntetisk kredittrating. Kredittratingbyråer publiserer ulike rapporter hvor man kan anslå kredittrating basert på diverse nøkkeltall. Vi bruker ratingtabellen utgitt av Aswath Damodaran (Vedlegg C) i vår oppgave. Vi beregner rentedekningsgrad for Rica til 3,66. I følge tabellen gir dette en rating på BB+, noe som tilsvarer et risikopåslag på 2,5 %. Vi velger dermed å bruke 2,5 % som risikopåslag på gjeld i beregningen av gjelskostnaden.

5.5 Avkastningskravet til totalkapitalen

Vi bruker WACC på 6,1 % i de prognostiserte kontantstrømmene, mens WACC på 7,6 % brukes til å beregne en terminalverdi. Det eneste som skiller disse to prosentene er at vi bruker en normal risikofri rente etter den eksplisitte prognoseperioden på 10 år.

Tabell 19 - WACC for prognoseperioden og terminalverdien

Prognoseperioden		Terminalverdien	
Risikofri rente	1,8 %	Risikofri rente	3,5 %
Markedets risikopremie	5,0 %	Markedets risikopremie	5,0 %
Risikopåslag	2,5 %	Risikopåslag	2,5 %
Skattesats	24,0 %	Skattesats	24,0 %
Egenkapitalandel	55,0 %	Egenkapitalandel	55,0 %
Gjeldsandel	45,0 %	Gjeldsandel	45,0 %
Avkastningskrav EK	8,4 %	Avkastningskrav EK	10,2 %
Avkastningskrav gjeld	3,3 %	Avkastningskrav gjeld	4,6 %
WACC for prognoseperioden	6,1 %	WACC for terminalverdien	7,6 %

6. Diskontert kontantstrømmetode

Verdien av Rica skal som sagt beregnes basert på den diskonterte kontantstrømmetoden med utgangspunkt i totalkapitalmetoden. Postene som inngår i den frie kontantstrømmen ved totalkapitalmetoden er som følgende:

$$\begin{array}{rcl} & \text{Driftsresultat etter skatt} & \\ + & \text{Avskrivninger} & \\ - & \text{Investeringer} & \\ \pm & \underline{\text{Arbeidskapital}} & \\ = & \text{Fri kontantstrøm} & \end{array}$$

Vi har valgt å bruke 10 år som prognoseperiode ettersom hotellbransjen er preget av store svingninger innenfor investering. En lang periode vil gi oss et klarere bilde av når Rica iverksetter nye prosjekter, samt når prosjektene begynner å generere inntekter. Vi forutsetter evig levetid for Rica og av den grunn er vi nødt til å estimere en verdi etter prognoseperioden. En vanlig fremgangsmåte for å beregne terminalverdien er å ta utgangspunkt i Gordons formel. Formelen gir verdien i terminalåret, som deretter neddiskonteres til per dags dato (Kaldestad & Møller, 2016).

$$\text{Terminalverdi i år } T = \frac{\text{Kontantstrøm}_{T+1}}{Wacc - \text{vekstraten}}$$

6.1 EBITDA-margin

Ettersom EBITDA-margin er mer rettet mot investorer og andre interessenter, velger vi å ta utgangspunkt i den fremfor driftsmarginen ved beregning av predikerte driftskostnader. Nedgang i EBITDA-margin for Rica i 2013 skyldes økte driftskostnader på grunn av iverksettelse av nye prosjekter, samt utvidelser av eksisterende hotell. På bakgrunn av dette antar vi at fremtidig ekspansjon vil resultere i lavere EBITDA-margin. Nye hoteller krever flere ansatte, opplæring, samt markedsføring på grunn av økt konkurranse. Konkurransenintensiteten kan i tillegg presse ned romprisen til tross for at historien viser stabile priser.

Tabell 20 - Predikert EBITDA-margin for Rica

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
EBITDA-margin	6,3 %	6,0 %	5,9 %	5,7 %	5,5 %	5,2 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %

6.2 Investeringer

Ettersom vi har satt Ricas levetid som evig, må det trekkes en sum fra kontantstrømmene som dekker investeringsbehovet. Som tidligere nevnt er hotellbransjen preget av store svingninger innenfor investeringer, hvor hotellkjeder i tillegg er nødt til å vedlikeholde hotellene for å opprettholde driften. For å ivareta både investeringsbehovet og reinvesteringsbehovet summerer vi differansen mellom fjorårets og årets kostnader tilknyttet fysiske anleggsmidler og årets avskrivningskostnad. Det er normalt å benytte avskrivninger fra historisk regnskap som et estimat for fremtidig behov (Kaldestad & Møller, 2016). For å estimere fremtidige avskrivningskostnader tar vi utgangspunkt i en avskrivningssats ved å dividere avskrivninger på fjorårets fysiske anleggsmidler. Avskrivningssatsen har ligget stabilt på nærmere 12,5 % og vi bruker den som et anslag for fremtidig reinvesteringsbehov. Satsen tar dessuten hensyn til Ricas levetid på bygninger som ifølge deres regnskap er på 50 år.

6.3 Endring i arbeidskapital

Arbeidskapital er definert som differansen mellom omløpsmidler og kortsiktig gjeld. Balanseposter som ikke er gjentakende eller kun er engangseffekter inkluderes ikke som en del av arbeidskapitalen (Kaldestad & Møller, 2016). Vi velger å ta med varelager, fordringer, ikke-rentebærende gjeld og likvide midler i endring arbeidskapital for Rica. Vi utelater forhåndsbetalte kostnader da disse ikke er oppgitt i regnskapet. For å se på utviklingen av arbeidskapitalen under prognoseperioden, tar vi overnevnte balanseposter som andel av driftsinntektene. Det er normalt at økning i omsetning bidrar til større kapitalbinding i varelager og kundefordringer (Bredesen, 2015). Dermed antar vi at behovet for arbeidskapital vil øke da Ricas omsetning stiger under hele prognoseperioden.

Varelager som prosent av omsetning har hatt en nedgang i perioden 2009-2013, noe som skyldes at Rica som nevnt har fokusert på økonomihoteller fremfor fullservicehoteller. Ettersom varebeholdningen består av mat, vin, øl, mineralvann, tobakk og brennevin forutsetter vi en økning i varelager i forbindelse med nye hoteller, og velger dermed å øke med 0,1 % fra foregående år. Kundefordringene antas å øke da det er positive fremtidsutsikter for turismen i Norge (ref. strategisk analyse) og vi velger dermed å holde veksten på 5,8 % gjennom hele prognoseperioden. Det er uklart hva som inngår i andre fordringer og av den grunn velger vi å beholde økningen på samme nivå som i 2013 ettersom veksten har vært stabil. Ikke-rentebærende gjeld som prosent av omsetning velger vi å beholde på 8,9 % i prognoseperioden, da vi forutsetter at Rica vil fortsette å finansiere med kortsiktig gjeld.

Når det gjelder likvide midler kan disse både være en del av arbeidskapital og en finansiell eiendel. Overskuddslikviditeten som er igjen etter å ha fratrukket skattetrekksmidler og nødvendig driftslikviditet, er en finansiell eiendel (Kaldestad & Møller, 2016). Da det i vårt tilfelle ikke er mulig å skille de ulike postene grunnet manglende informasjon i regnskapet, har vi valgt å ta med hele summen av likvide midler.

Tabell 21 - Procentsatser for balansepostene som inngår i endring arbeidskapital, samt total endring arbeidskapital i TNOK

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Varelager (%)	1,3	1,4	1,4	1,4	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5
Kundefordringer (%)	5,8	5,8	5,8	5,8	5,8	5,8	5,8	5,8	5,8	5,8	5,8
Andre fordringer (%)	2,6	2,6	2,6	2,6	2,6	2,6	2,6	2,6	2,6	2,6	2,6
Ikke-rentebærende gjeld (%)	8,9	8,9	8,9	8,9	8,9	8,9	8,9	8,9	8,9	8,9	8,9
Likvide midler (%)	6,5	6,5	6,5	6,5	6,5	6,5	6,5	6,5	6,5	6,5	6,5
Avskrivningssats (%)	12,5	12,5	12,5	12,5	12,5	12,5	12,5	12,5	12,5	12,5	12,5
Δ Arbeidskapital (TNOK)	18374	21350	14673	6536	23347	20966	12081	6100	13236	13701	8451

Endring i arbeidskapitalen vil være positiv gjennom hele prognoseperioden, samtidig som den vil variere i takt med investeringene. Det innebærer at de årene Rica har høye investeringskostnader vil arbeidskapitalbehovet være stort.

Tabell 22 - Prognostiserte kontantstrømmer og terminalverdi i TNOK

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Driftsinntekter	2 814 244	3 063 968	3 261 651	3 349 715	3 615 561	3 894 276	4 054 881	4 135 979	4 311 939	4 494 082	4 606 434
Driftskostnader	2 636 946	2 880 130	3 069 213	3 158 781	3 416 705	3 691 774	3 852 137	3 929 180	4 096 343	4 269 378	4 376 112
EBITDA	177 297	183 838	192 437	190 934	198 856	202 502	202 744	206 799	215 597	224 704	230 322
Avskrivninger	56 281	61 302	66 742	71 048	72 966	78 757	84 828	88 326	90 093	93 926	97 893
Nedskrivninger											
EBIT	121 017	122 536	125 696	119 886	125 890	123 746	117 916	118 473	125 504	130 778	132 428
Skatt	29 044	29 409	30 167	28 773	30 214	29 699	28 300	28 433	30 121	31 387	31 783
Driftsresultat etter skatt	91 973	93 128	95 529	91 113	95 676	94 047	89 616	90 039	95 383	99 392	100 646
Investeringer	96 450	104 819	101 190	86 394	119 293	127 326	112 815	102 459	120 756	125 666	117 472
Endring arbeidskapital	18 374	21 350	14 673	6 536	23 347	20 966	12 081	6 100	13 236	13 701	8 451
Endring varelager	2 473	6 310	2 768	1 233	7 337	4 181	2 409	1 216	2 639	2 732	1 685
Endring kundefordringer	14 490	14 484	11 466	5 108	15 419	16 165	9 315	4 704	10 206	10 564	6 516
Endring andre fordringer	6 045	6 548	5 184	2 309	6 971	7 309	4 212	2 127	4 614	4 776	2 946
Endring ikke rentebærende gjeld	-19 926	-22 225	-17 594	-7 838	-23 660	-24 806	-14 294	-7 218	-15 660	-16 211	-9 999
Endring likvide midler	15 292	16 232	12 849	5 724	17 280	18 116	10 439	5 271	11 437	11 839	7 303
Kontantstrøm	33 430	28 261	46 408	69 231	26 002	24 511	49 548	69 807	51 484	53 950	72 615
Sluttverdi	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1 449 255
Kontantstrøm + sluttverdi	33 430	28 261	46 408	69 231	26 002	24 511	49 548	69 807	51 484	53 950	1 521 871

Nåverdien er beregnet til 1 116 150 295 NOK. For å finne verdien til egenkapitalen har vi trukket fra netto rentebærende gjeld og lagt til likvide midler, slik at egenkapitalverdien er 454 554 295 NOK. Enterprise Value utgjør den samme verdien som nåverdien ettersom konsernet ikke utbetaler utbytte.

7. Multiplikatormodellen

Ved bruk av multiplikatormodellen tas en faktor fra resultat- eller balanseoppstillingen til selskapet og multipliseres med en multipl. Dette gjøres på bakgrunn av at en har kjennskap eller erfaring med hvilken multipler som er vanlig for det gjeldende markedet og på basis av det få et estimat for eget selskap. Det er viktig å bemerke seg at verdier som ligger i grunn for beregningene av slike multipler er en følge av hvordan aktørene i markedet har iaktatt selskapet. Multiplervurderingen er for øvrig et nyttig sammenlikningsgrunnlag for resultater man får fra den kontantstrømbaserte verdivurderingen (Kaldestad & Møller, 2016).

Vi har valgt å ta utgangspunkt i de samme sammenliknbare hotellkjedene som ved utregningen av egenkapitalbeta. De valgte sammenliknbare hotellkjedene oppfyller som sagt ikke alle kriteriene for et optimalt sammenlikningsgrunnlag. Ettersom vi benytter total kapitalmetoden vil vi bruke en total kapitalmultiplikator. Slike multiplikatorer har summen av markedsverdi på egenkapital og netto rentebærende gjeld (EV) i telleren. Vi velger å bruke EV/EBIT ettersom det er den mest brukte total kapitalmultiplikatoren i praksis og fordi den tar hensyn til investeringsbehovet ved å ta med avskrivninger (Kaldestad & Møller, 2016). Siden verdiene hos de sammenliknbare selskapene varierer velger vi å ta utgangspunkt i et gjennomsnitt.

Tabell 23 - EV/EBIT for sammenliknbare hotellkjeder

	Rezidor Hotel Group	Choice Hotels International	Marriott International	Hyatt Hotels Corporations	Gjennomsnitt
EV/EBIT	17,61	17,39	25,05	25,98	21,51

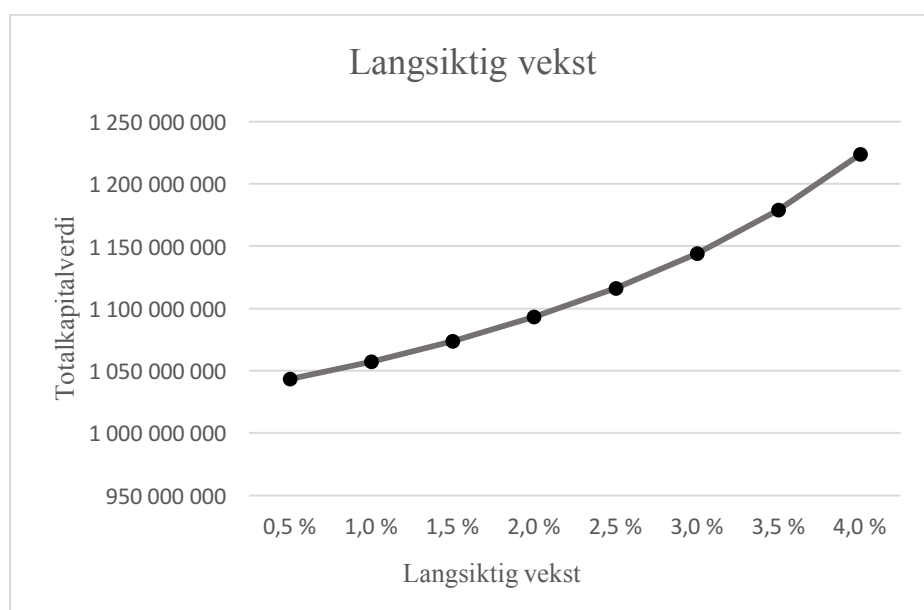
Enterprise Value er estimert ved å multiplisere Ricas EBIT med gjennomsnittlig EV/EBIT-multipl. Ved å trekke fra netto rentebærende gjeld finner vi markedsverdi på egenkapitalen på 808 131 501 NOK. Multiplikatormodellen gir dermed en total kapitalverdi på 1 469 727 501 NOK.

8. Sensitivitetsanalyse

Verdsettelsen er basert på mange estimer og forutsetninger, slik at verdiestimatet av Rica kan avvike fra den faktiske verdien. Derfor har vi tatt for oss de mest kritiske faktorene tilknyttet verdiestimatet og utført en sensitivitetsanalyse for å se hvilken betydning faktorene utgjør for verdien til Rica. Vi tar for oss en faktor om gangen hvor vi holder de andre estimatene konstante. Det i seg selv er en feilkilde ettersom flere av faktorene er avhengige av hverandre, men det vil tydeliggjøre hvilke av de valgte faktorene som har mest påvirkning på verdiestimatet. Faktorene vi tar for oss er vekstraten for terminalverdien, den langsiktige EBIDTA-marginen og beta.

8.1 Vekstraten for terminalverdien

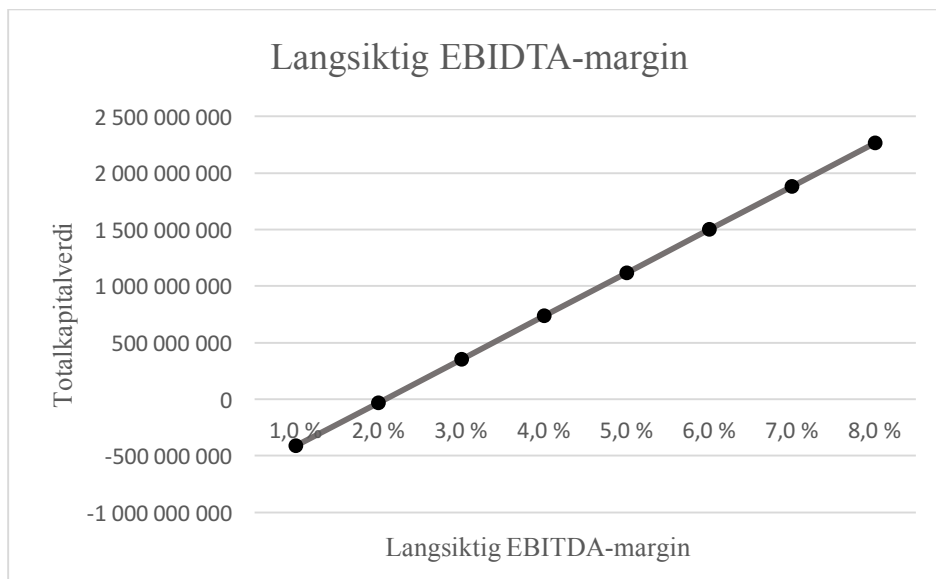
I prognoseperioden har vi forutsatt at veksten vil variere tilsvarende historisk mønster og i tillegg være økende ettersom turismen i Norge utvikler seg i en positiv retning. Utover den eksplisitte prognoseperioden har vi satt den totale vekstraten til 2,5 %. Dersom konkurransen blir såpass intens slik at Ricas langsiktige vekstrate ikke øker mer enn 1 %, vil verdien falle til 1 057 368 587 NOK, noe som er en nedgang på 5 %. Hvis vekstraten hadde økt til 4 % derimot, ville verdien til Rica ha økt med 10 %. Det er altså store avvik ved små endringer i vekstraten og dermed utgjør den en kritisk faktor.



Figur 4 - Endring i vekstraten for terminalverdien

8.2 EBIDTA-margin

EBIDTA-marginen utgjør en usikker faktor da fremtidsutsiktene for hotellbransjen kan bli annerledes enn predikert og av den grunn gi en annerledes margin. Det er spesielt forutsetningen for «evig vekst» på 5 % som kan opptre kritisk ettersom konkurransen kan bli såpass tilspisset at Rica må legge ned flere avdelinger for å kunne overleve. En reduksjon i marginen på 2 % gir en verdireduksjon på 69 % noe som er en drastisk endring.



Figur 5 - Endring i langsiktig EBITDA-margin

8.3 Avkastningskravet

Informasjonen vi har innhentet for å beregne avkastningskravet har vært basert på tilgjengelig data fra Thomas Reuters. Flere av faktorene er markedsbasert fremfor bedriftsspesifikke forhold og er dermed ikke nødvendigvis riktig å bruke for hotellbransjen. Ricas egenkapitalbeta er beregnet med hensyn på sammenliknbare hotellkjeder. Enkelte av hotellkjedene som har blitt benyttet oppfyller ikke visse krav for å kunne betraktes som et sammenliknbart selskap, slik at det naturligvis er knyttet usikkerhet rundt estimatet. Vi har derfor valgt å undersøke hvor mye total kapitalverdien til Rica endres med marginale endringer i betaen.

Vår estimerte egenkapitalbeta er større enn 1, noe som innebærer at hotellbransjen er følsom overfor konjunktursvingninger. I en eventuell nedgangstid vil hotellbransjen bli preget av at det er færre som benytter overnattingstilbudet.

I tillegg er fremtidsutsiktene usikre spesielt for oljebyer ettersom oljemarkedet er risikofylt. Av tabell 26 fremkommer det hvordan ulike verdier på egenkapitalbetaen gir utslag på total kapitalverdien. Dersom betaverdien hadde blitt redusert med 0,5 ville total kapitalverdien ha blitt redusert med 14 %.

Tabell 24 –Utslag på total kapitalverdien ved ulike betaverdier

Beta	Avkastningskrav EK (%)	WACC (%)	Total kapitalverdi (NOK)	Endring i TK-verdi (NOK)
0,8	5,8	4,6	1 272 332 769	156 182 473
0,9	6,3	4,9	1 240 997 983	124 847 687
1,0	6,8	5,2	1 210 581 967	94 431 672
1,1	7,3	5,5	1 181 054 851	64 904 556
1,2	7,8	5,7	1 152 387 820	36 237 524
1,3	8,4	6,1	1 116 150 295	0
1,4	8,8	6,3	1 097 523 781	- 18 626 515
1,5	9,3	6,6	1 071 274 062	- 44 876 233
1,6	9,8	6,8	1 045 778 933	- 70 371 362
1,7	10,3	7,1	1 021 014 283	- 95 136 013
1,8	10,8	7,4	996 956 836	- 119 193 459

Vi konkluderer dermed sensitivanalysen med at vekstraten for terminalverdien, langsiktig EBITDA-margin og egenkapitalbetaen utgjør kritiske faktorer for Ricas verdiestimat.

9. Konklusjon

Ved bruk av multiplikatormodellen havnet total kapitalverdien til Rica på 1 469 727 501 NOK, mens ved diskontert kontantstrømmetode ble den 1 116 150 295 NOK. Vi antar at den diskonterte kontantstrømmetoden gir et riktigere estimat ettersom multiplikatormodellen ikke inneholder fullstendig sammenliknbare hotellkjeder. Vi benytter for øvrig verdien fra multiplikatormodellen som et sammenlikningsgrunnlag og bemerker at avviket ikke er betydelig stort.

Videre konkluderer vi med at vekstraten for terminalåret, den langsiktige EBITDA-marginen og egenkapitalbetaen utgjør kritiske faktorer for verdierestimatet ettersom disse er basert på en rekke forutsetninger. Endringer i faktorene gir store utslag på verdierestimatet til Rica, slik at vårt estimat kan avvike fra den reelle verdien. Den estimerte verdien til Rica kunne ha blitt mer nøyaktig dersom vi hadde sett på hvilke synergieffekter Scandic sitt oppkjøp førte med seg, men ettersom salgssummen ikke ble offentliggjort, vil ikke en slik analyse la seg gjøre.

Hvorvidt Rica hadde klart seg som en selvstendig hotellkjede besvares på grunnlag av regnskapsanalysen og den strategiske analysen. Regnskapsanalysen viser at hotellkjeden var økonomisk stabil og den strategiske analysen gir uttrykk for gode fremtidsutsikter for hotellnæringen. Det er spesielt potensialet innen turismen i Norge som tyder på økt vekst i hotellbransjen. Dermed konkluderer vi med at Rica hadde gode fremtidige muligheter som en selvstendig hotellkjede.

Bibliografi

Airbnb. 2017. *Om oss*. Hentet 9.03.17 fra: <https://www.airbnb.no/about/about-us>

Airbnb Norge. 2016. *Airbnb i Norge - et overblikk*. Hentet 30.01.17 fra: https://www.airbnbaction.com/wp-content/uploads/2016/03/norway_minireport_D3_norwegian_20160302.pdf

Andersson, T. 2015. *Marriot med nytt forsøk i Norge*. Hentet 28.04.17 fra: <http://travelnews.no/nyheter/hotell/marriott-med-nytt-forsok-i-norge/>

Baksaas, K., Hansen, Ø. & Winther, T. 2015. *Økonomistyring – Innføring i bedriftsøkonomi og regnskap* (1.utg.). Oslo: Gyldendal Akademisk

Benedicte, L. & Gunnlaug, D. 2001. *Camping – fordommer og fakta*. Hentet 7.02.17 fra: <https://www.ssb.no/transport-og-reiseliv/artikler-og-publikasjoner/camping-fordommer-og-fakta>

Bredesen, I. 2015. *Investering og finansiering*. (5.utg.). Oslo: Gyldendal Akademisk

Besanko, D., Dranove, D., Shanley, M. & Schaefer, S. 2013. *Economics of Strategy* (6. utg.). Singapore: John Wiley & Sons.

Brun, T. 2016. *Investerer 350 mill på Gardemoen*. Hentet 21.02.17 fra: <http://www.estatenyheter.no/2016/05/12/investerer-350-mill-pa-gardemoen/>

Cappelen, Å., Eika, T. & Prestmo, J. 2014. *Virkninger på nors økonomi av et kraftig fall i oljeprisen*. Hentet 01.03.2017 fra: https://www.ssb.no/nasjonaltregnskap-og-konjunkturer/artikler-og-publikasjoner/_attachment/180823?_ts=14662dc53a8

Dagens Næringsliv. 2015. *Oljekrakk for hoteller*. Hentet 01.03.2017 fra: <http://www.dn.no/nyheter/naringsliv/2015/03/18/2153/Hotell/oljekrakk-for-hoteller>

Dahl G., Hansen, T., Hoff, R. & Kinserdal, A. 1997. *Verdsettelse i teori og praksis*. (2.utg.) Oslo: Cappelen Akademisk Forlag.

Dalseg, E. 2008. *Internasjonal hotellkjede til Norge*. Hentet 28.04.17 fra: <http://www.dinside.no/reise/internasjonalt-hotellkjede-til-norge/62067884>

Damodaran, A. *Ratings, Interest Coverage Ratios and Default*. Hentet 15.04.17 fra: http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ratings.htm

Damodaran, A. 2017. *Betas by sector*. Hentet 15.04.17 fra: http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/Betas.html

Dimson, E., Marsh, P. & Staunton, M. 2006. *The Worldwide Equity Premium: A Smaller Puzzle*. London Business School.

- DNB Markets. 2017. *Økonomiske utsikter – Januar 2017*. Hentet 21.02.17 fra: <https://www.dnb.no/portalfront/nedlast/no/markets/analyser-rapporter/norske/okonomiske-utsikter/HR170118.pdf>
- Ekern, N. & Eriksen, C. 2011. *Outsourcing av serviceaktiviteter i hotellbransjen i Norge*. Norges Handelshøyskole, Bergen. Hentet 7.02.17 fra: <https://brage.bibsys.no/xmlui/bitstream/handle/11250/168877/Ekern%20og%20Eriksen%20011.pdf?sequence=1&isAllowed=y>
- Haug, A. 2014. *Streik i hotell- og restaurantbransjen*. Hentet 01.03.2017 fra: <http://www.dn.no/nyheter/naringsliv/2014/05/07/Streik/streik-i-hotellog-restaurantbransjen>
- Holt, M. 2016. *Best Western med to nye norske hoteller*. Hentet 21.02.17 fra: <http://horecanytt.no/best-western-med-nye-norske-hoteller>
- Horecanytt. 2008. *Rica Oslo Hotel blir miljøsertifisert med Svanen*. Hentet 21.02.17 fra: <http://horecanytt.no/rica-oslo-hotel-blir-miljosertifisert-med-svanen>
- Horwath HTL. 2013. *Norsk hotellnæring*. Hentet 21.02.17 fra: http://horwathhtl.no/files/2014/05/Horwath_hovedrapport_2013_31.pdf
- Horwath HTL. 2014. *2014 – Et spennende, norsk år for norsk hotellnæring*. Hentet 21.02.17 fra: <http://horwathhtl.no/files/2013/02/Hotellmarkedsdagen-2014.pdf>
- Hotvedt, S., Larsen, K., Haugen, I., Acharki, F. & Edvarden, I. 2016. *Disse hotellene og restaurantene er rammet av streiken*. Hentet 01.03.2017 fra: <https://www.nrk.no/norge/363-hoteller-og-restauranter-rammet-av-streik-1.12914399>
- Innovasjon Norge. 2015. *Nøkkeltall for norsk turisme 2015*. Hentet 01.03.2017 fra: <http://www.innovasjon norge.no/contentassets/ad75036d7d1141338d4ccc200c162c32/nokkeltall-2015-enkeltsider.pdf>
- Innovasjon Norge. 2016. *Nordlystursime med fantastisk vekst*. Hentet 01.03.2017 fra: <http://www.innovasjon norge.no/no/reiseliv/Nyheter/nordlysturisme-med-fantastisk-vekst/>
- Innovasjon Norge. 2017. *Norge er hottere enn noensinne*. Hentet 01.03.2017 fra: <http://www.innovasjon norge.no/no/reiseliv/Nyheter/norge-er-hottere-enn-noensinne/>
- InsideFlyer. 2013. *Rica Hotels lanserer Rica Points*. Hentet 7.02.17 fra: <https://insideflyer.no/rica-hotels-lanserer-rica-points/>
- ISS Facility Services AS. 2017. *Våre tjenester*. Hentet 7.02.17 fra: <https://www.no.issworld.com>
- Jusleksikon. 2017. *RevPAR*. Hentet 03.03.17 fra: <https://jusleksikon.no/wiki/RevPAR>
- Kaldestad, Y. & Møller, B. 2016. *Verdivurdering*. (2.utg.) Bergen: Fagbokforlaget Vigmostad og Bjørke AS.

Kaufmann, G. & Kaufmann, A. 2009. *Psykologi i organisasjon og ledelse*. (4.utg). Bergen: Fagbokforlaget Vigmostad og Bjørke AS.

Klever, M. 2007. *Stordalen blir Rica*. Hentet 28.04.17 fra:
<http://www.nettavisen.no/na24/stordalen-blir-rica-re/814026.html>

KommuneProfilen. 2016. *Regionale analyser – Benchmarking og nøkkeltall*. Hentet 7.02.17 fra: http://www.kommuneprofilen.no/Profil/Inntekt/DinRegion/innt_hovedposter_region.aspx

Konkurransetilsynet. 2015. *Om Konkurransetilsynet*. Hentet 01.03.2017 fra:
<http://www.konkurransetilsynet.no/nb-NO/om-oss/om-konkurransetilsynet/>

Lederkilden. *Egenkapitalandel*. Hentet 05.04.17 fra:
<https://www.lederkilden.no/oppslag/ordliste/egenkapitalandel>

Lederkilden. *Egenkapitalrentabilitet*. Hentet 05.04.17 fra:
<https://www.lederkilden.no/tema/egenkapitalrentabilitet>

Lederkilden. *Gjeldsgrad*. Hentet 05.04.17 fra <https://www.lederkilden.no/ordliste/gjeldsgrad>

Lederkilden. *Hvordan forstå analyseresultatet?* Hentet 05.04.17 fra:
<https://www.lederkilden.no/content?marketplaceId=721795&languageId=1&contentRevisionId=53754126>

Lederkilden. *Regnskapsanalyse*. Hentet 05.04.17 fra:
<https://www.lederkilden.no/ordliste/regnskapsanalyse>

Lederkilden. *Verdsettelse ved bruk av multiplikatorer*. Hentet 28.04.17 fra:
<https://www.lederkilden.no/tema/finans/verdivurdering/verdsettelse-ved-bruk-av-multiplikatorer>

Madsen, S. & Romuld, K. 2017. *Prisdifferensiering*. Hentet 21.02.17 fra:
<http://ndla.no/nb/node/73478?fag=52291>

Nordic Choice Hotels. 2017. *Våre kjeder*. Hentet 21.02.17 fra:
<http://annualreport.choice.no/#kjeder>

Norges Bank. 2016. *Pengepolitisk rapport med vurdering av finansiell stabilitet*. Hentet 22.02.17 fra: http://static.norges-bank.no/contentassets/0f15ca8ec77d40e3846dcc502b310b4d/ppr_4_2016.pdf?v=03/09/2017123536&ft=.pdf

Norges Bank. 2017. *Pengepolitisk rapport med vurdering av finansiell stabilitet*. Hentet 17.03.17 fra: http://static.norges-bank.no/contentassets/e6f32a816e5340c280de3f91eb907227/ppr_1_17.pdf?v=03/17/2017101056&ft=.pdf

Oslo Børs. 2017. *1,75% Den norske Stat 17/27*. Hentet 20.03.17 fra:
<https://www.oslobors.no/markedsaktivitet/#/details/NST479.OSE/overview>

Porter, M. 1979. How Competitive forces shape strategy. *Competition Shape Strategy*, 137-145.

PwC. 2016. *Risikopremien i det norske markedet*. Hentet 20.03.17 fra: <http://www.pwc.no/no/publikasjoner/verdivurdering/risikopremien-2016.pdf>

Roos, G., Krogh, G., Roos, J. & Boldt-Christmas, L. 2014. *Strategi – en innføring*. (6.utg.). Bergen: Fagbokforlaget Vigmostad og Bjørke AS.

Sending, A. 2014. *Innføring i bedriftsøkonomi*. (5. utg.). Bergen: Fagbokforlaget

Statistikknett Reiseliv. 2016. *Norsk reiseliv i regionalt perspektiv*. Hentet 30.01.17 fra: http://www.statistikknett.no/reiseliv/ar/utv/utv_region_marked_alle.aspx

Statistisk Sentralbyrå A. 2015. *Konsumprisindeksen 2014*. Hentet 12.04.2017 fra <https://www.ssb.no/priser-og-prisindekser/artikler-og-publikasjoner/arsvekst-pa-2-0-prosent-i-kpi>

Statistisk Sentralbyrå B 2015. *Lønn for ansatte i hotell- og restaurantvirksomhet, 1. oktober 2014*. Hentet 01.03.2017 fra: <https://www.ssb.no/arbeid-og-lonn/statistikker/lonnhotell/aar/2015-02-27>

Syversen E. 2016. *Alt du trenger å vite om hotell i 2016*. Hentet 21.02.17 fra: <https://www.reisehverdagen.no/alt-du-trenger-a-vite-om-hotell-i-2016/>

Thon, S. 2009. *Jan E Rivelsrud*. Hentet 28.04.17 fra: https://nbl.snl.no/Jan_E_Rivelsrud

Årsberetning. 1995. *Årsrapport fra 1995*. Hentet 21.02.17 fra: <http://reports.huginonline.com/hugin/801378.pdf>

Årsberetning. 1996. *Årsrapport 1996*. Hentet 21.02.17 fra: <http://reports.huginonline.com/hugin/801380.pdf>

Årsberetning. 1999. *Årsrapport 1999*. Hentet 21.02.17 fra: <http://reports.huginonline.com/774573.pdf>

Årsberetning. 2004. *Årsrapport 2004*. Hentet 21.02.17 fra: <http://edu.hioa.no/Fra-Media/RicaHotellene2004.pdf>

Årsberetning. 2005. *Årsrapport 2005*. Hentet 21.02.17 fra: <http://edu.hioa.no/Fra-Media/RicaHotellene2005.pdf>

Årsberetning. 2009. *Årsregnskap for regnskapsåret 2009*. Levert av Brønnøysundregisteret.

Årsberetning. 2010. *Årsregnskap for regnskapsåret 2010*. Levert av Brønnøysundregisteret.

Årsberetning. 2011. *Årsregnskap for regnskapsåret 2011*. Levert av Brønnøysundregisteret.

Årsberetning. 2012. *Årsregnskap for regnskapsåret 2012*. Levert av Brønnøysundregisteret.

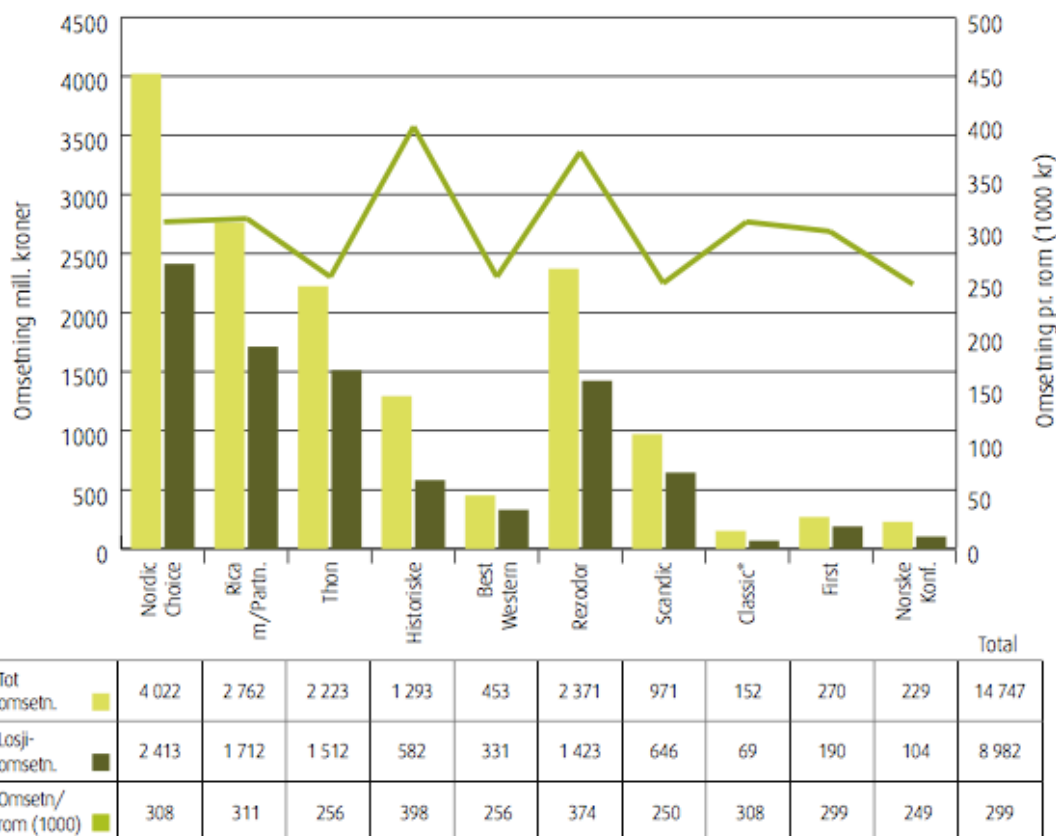
Årsberetning. 2013. *Årsregnskap for regnskapsåret 2013*. Levert av Brønnøysundregisteret.

Årsberetning. 2014. *Årsregnskap for regnskapsåret 2014*. Levert av Brønnøysundregisteret.

Vedlegg

Vedlegg A: Herfindahl-Hirschman indeks

Samlet losjioomsättning for bransjen i 2012 var 11 900 millioner kr (Horwath HTL, 2013).



Figur 6 - Omsetning 10 største kjeder 2012

Tabell 25 - Herfindahl-Hirschman indeks

Hotellkjede	Markedsandel
Nordic Choice Hotels	20,3 %
Rica Hotels	14,4 %
Thon Hotels	12,7 %
Historiske	4,9 %
Best Western	2,8 %
Rezidor Hotel Group	12,0 %
Scandic Hotels	5,4 %
Classic	0,6 %
First	1,6 %
Norske konf.	0,9 %
HHI	0,0989

Vedlegg B: Resultat fra regresjonsanalysen

Coefficients^a

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
(Constant)	-0,001	0,002		-0,462	0,645
1 Avkastning markedsindeks	1,138	0,087	0,632	13,062	0,000

a. Dependent Variable: Avkastning Hyatt Hotels Corp

Coefficients^a

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
(Constant)	0,001	0,002		0,284	0,777
1 Avkastning markedsindeks	1,082	0,117	0,501	9,279	0,000

a. Dependent Variable: Avkastning Choice Hotels International

Coefficients^a

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
(Constant)	-7,02E-05	0,003		-0,027	0,978
1 Avkastning markedsindeks	0,797	0,141	0,332	5,648	0,000

a. Dependent Variable: Avkastning Rezidor Hotel Group

Coefficients^a

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
(Constant)	0,002	0,001		1,096	0,274
1 Avkastning markedsindeks	1,185	0,078	0,687	15,137	0,000

a. Dependent Variable: Avkastning Marriott International

Vedlegg C: Syntetisk kredittrating

Tabell 26 - Syntetisk kredittrating

<i>If interest coverage ratio is</i>	<i>Column1</i>	<i>Column2</i>	<i>Column3</i>
>	\leq to	Rating is	Spread is
12.5	100000	Aaa/AAA	0.60%
9.5	12.499999	Aa2/AA	0.80%
7.5	9.499999	A1/A+	1.00%
6	7.499999	A2/A	1.10%
4.5	5.999999	A3/A-	1.25%
4	4.499999	Baa2/BBB	1.60%
3.5	3.999999	Ba1/BB+	2.50%
3	3.499999	Ba2/BB	3.00%
2.5	2.999999	B1/B+	3.75%
2	2.499999	B2/B	4.50%
1.5	1.999999	B3/B-	5.50%
1.25	1.499999	Caa/CCC	6.50%
0.8	1.249999	Ca2/CC	8.00%
0.5	0.799999	C2/C	10.50%
-100000	0.499999	D2/D	14.00%

Kilde: Damodaran