

# **Verdsettelse av Farstad Shipping ASA**

Masteroppgave

Av Mauricio Diaz

Universitetet i Stavanger  
Masterstudie i Økonomi  
Institutt for økonomi og ledelse  
Stavanger 2010

## **SAMMENDRAG**

Denne masterutredningen har som tema analyse og verdsettelse av Farstad Shipping ASA. Det er valgt å benytte fundamental verdsettelse som er supplert med en komparativ verdsettelse. Utredningen er basert på offentlig tilgjengelig informasjon

Jeg starter med en presentasjon av selskapet og offshore supply bransje for å danne oss et bilde av offshore supply markedet.

Jeg begynte med en strategisk analyse som gav innsikt i selskapets interne styrker og svakheter, samt eksterne muligheter og trusler. Videre utførte jeg en regnskapsanalyse og omgrupperte finansregnskapet til et investororientert perspektiv. Selskapets forholdstall ble analysert og sammenlignet med en komparativ bransje.

Med innsikten fra den strategiske analysen og regnskapsanalysen ble fremtidsregnskapet utarbeidet. Fremtidsregnskapet med fremskrevne krav danner utgangspunktet for verdsettelsen av Farstad Shipping ASA.

Verdiestimatet fra den fundamentale verdsettelsen gav en kurs på 223,00 kroner. Det komparative verdiestimatet gav en kurs på 168 kroner. Det endelige estimatet er en vektning mellom disse to, og ble på 211,00 kroner. Børskursen på Farstad Shipping ASA sin aksje 6.juni 2010 var denne datoen på henholdsvis 155,00 kroner. Jeg anbefaler derfor kjøp av aksjen.

## **FORORD**

Masterutredningen er skrevet som en avslutning på mastergradstudiet i anvendt finans ved Universitetet i Stavanger. Oppgaven tar for seg en fundamental verdsettelse av selskapet Farstad Shipping ASA.

Selskapet ble valgt ettersom de er en av de største internasjonale aktørene innen sin bransje. Ved å verdsette dette selskapet ville jeg få bedre innsikt i Farstad Shipping ASA og bransjen generelt.

Arbeidet med oppgaven har vært omfattende men også veldig lærerik. Ved å bruke teori i praksis har forståelsen for en del emner økt betraktelig.

Sist men ikke minst vil jeg takke min samboer Linn Elin for all støtten og hjelp hun har gitt meg gjennom tidene.

Stavanger, juni 2010-06-15

Mauricio Diaz

## INNHold

<b>Sammendrag</b> .....	s.2
<b>Forord</b> .....	s.3
<b>1 Innledning</b> .....	s.8
1.1 Bakgrunn for valg av oppgaven.....	s.8
1.2 Formålet med oppgaven.....	s.8
1.3 Avgrensninger i oppgaven.....	s.9
1.4 Strukturen i utredningen.....	s.10
<b>2 Presentasjon av bransjen og Farstad Shipping AS</b> .....	s.11
2.1 Offshore supply bransjen.....	s.11
2.2 Offshore supply flåten.....	s.12
2.3 Norske børsnoterte offshore supply selskap.....	s.13
2.3.1 Eidesvik offshore ASA.....	s.13
2.3.2 DOF ASA.....	s.14
2.4 Farstad Shipping ASA.....	s.14
2.4.1 Historie.....	s.15
2.4.2 Selskapsstruktur.....	s.16
2.4.3 Eierstyring og strategi.....	s.17
2.4.4 Selskapsledelsen.....	s.18
2.4.5 Aksjonærforhold og kursutvikling.....	s.19
2.4.6 Konsernets flåte og kontraktdekning.....	s.20
<b>3 Verdsettelsesteknikk</b> .....	s.23
3.1 Presentasjon av hovedteknikker.....	s.23
3.2 Fundamental verdsettelse.....	s.23
3.3 Komparativ verdsettelse.....	s.24
3.3.1 Multiplikatormodellen.....	s.24
3.3.2 Substansverdimodellen.....	s.24
3.4 Opsjonsbasert verdsettelse.....	s.25
3.5 Valg av verdsettelsesteknikk.....	s.25

<b>4</b>	<b>Strategisk analyse</b> .....	s.26
4.1	Intern analyse.....	s.27
4.2	KIKK analysen.....	s.28
	4.2.1 <i>Kostnadsstrukturen</i> .....	s.28
	4.2.2 <i>Innovasjon</i> .....	s.29
	4.2.3 <i>Kvalitet</i> .....	s.30
	4.2.4 <i>Kundeorientering</i> .....	s.30
	4.2.5 <i>Oppsummering av KIKK analysen</i> .....	s.31
4.3	SVIMA analysen.....	s.31
	4.3.1 <i>Ansatte</i> .....	s.33
	4.3.2 <i>Flåte</i> .....	s.34
	4.3.3 <i>Kapital</i> .....	s.35
	4.3.4 <i>Geografisk plassering</i> .....	s.36
	4.3.5 <i>Merkenavn og renommé</i> .....	s.36
	4.3.6 <i>Oppsummering av SVIMA analysen</i> .....	s.37
<b>5</b>	<b>Ekstern analyse</b> .....	s.39
5.1	Bransjeanalyse.....	s.39
	5.1.1 <i>Intern rivalisering</i> .....	s.40
	5.1.2 <i>Kundens forhandlingsmakt</i> .....	s.41
	5.1.3 <i>Leverandørene forhandlingsmakt</i> .....	s.42
	5.1.4 <i>Trusselen fra substituttene</i> .....	s.42
	5.1.5 <i>Faren for nyetableringer</i> .....	s.42
	5.1.6 <i>Oppsummering av bransjeanalysen</i> .....	s.43
5.2	Analyse av makroøkonomiske forhold.....	s.44
	5.2.1 <i>Politiske forhold</i> .....	s.44
	5.2.2 <i>Makroøkonomiske forhold</i> .....	s.45
	5.2.3 <i>Sosiokulturelle forhold</i> .....	s.46
	5.2.4 <i>Teknologiske forhold</i> .....	s.46
<b>6</b>	<b>Regnskapsanalyse</b> .....	s.47
6.1	Rammeverk for regnskapsanalysen.....	s.47
	6.1.1 <i>Perspektiv for analysen</i> .....	s.48

6.1.2	<i>Analysenivå</i> .....	s.48
6.1.3	<i>Analyseperioden</i> .....	s.48
6.1.4	<i>Komparativ bransje</i> .....	s.49
6.2	Presentasjon av finansregnskapet.....	s.49
6.2.1	<i>Tabellert resultatregnskapet 2004 til 2009</i> .....	s.50
6.2.2	<i>Tabellert balanse 2004 til 2009</i> .....	s.51
6.3	Omgruppering for analyse.....	s.52
6.3.1	<i>Steg 1: Omgruppering a v avsatt utbytte</i> .....	s.52
6.3.2	<i>Steg 2: Dirty surplus</i> .....	s.52
6.3.3	<i>Steg 3: Normalt og unormalt resultat</i> .....	s.53
6.3.4	<i>Steg 4: Drift kontra finans</i> .....	s.55
6.4	Justering av målefeil.....	s.57
6.5	Analyse av forholdstall.....	s.57
6.5.1	<i>Analyse av risiko</i> .....	s.58
6.5.2	<i>Analyse av likviditet</i> .....	s.58
6.5.3	<i>Soliditetsanalyse</i> .....	s.62
6.5.4	<i>Analyse av egenkapitalprosenten</i> .....	s.63
6.5.5	<i>Statisk finansieringsmatrise</i> .....	s.64
6.5.6	<i>Syntetisk rating</i> .....	s.64
6.6	Analyse av avkastningskrav.....	s.66
6.6.1	<i>Avkastningskrav til egenkapitalen</i> .....	s.66
6.6.2	<i>Finansielt gjeldskrav</i> .....	s.70
6.6.3	<i>Finansielt eiendelskrav</i> .....	s.71
6.6.4	<i>Netto finansielt gjeldskrav</i> .....	s.71
6.6.5	<i>Netto driftskrav</i> .....	s.72
6.7	Analyse av lønnsomhet.....	s.72
6.7.1	<i>Egenkapitalrentabilitet</i> .....	s.73
6.7.2	<i>Dekomponering av egenkapitalrentabiliteten</i> .....	s.74
6.8	Analyse av vekst.....	s.77
6.8.1	<i>Analyse av kapitalvekst</i> .....	s.78
6.8.2	<i>Analyse av resultatvekst</i> .....	s.79
6.8.3	<i>Oppsummering av vekstanalysen</i> .....	s.80

<b>7 Fremtidsregnskapet</b> .....	s.81
7.1 Budsjettering til budsjettthorisont T.....	s.81
7.1.1 Driftsinntektsvekst.....	s.82
7.1.2 Omløpshastigheten til netto driftseiendeler (onde).....	s.83
7.1.3 Netto driftsresultat.....	s.83
7.1.4 Finansiell gjeldandel.....	s.84
7.1.5 Finansielle eiendeler.....	s.85
7.1.6 Netto finanskostnad.....	s.85
7.1.7 Netto finansinntekt.....	s.86
7.2 Fremskrivning av avkastningskrav.....	s.87
7.2.1 Egenkapitalkrav.....	s.87
7.2.2 Netto finansielt gjeldskrav.....	s.88
7.2.3 Netto driftskrav.....	s.88
7.3 Fremskrivning etter budsjettthorisonen.....	s.88
7.3.1 Fremtidsregnskapet.....	s.90
7.4 Rentabilitet og vekst på horisonen.....	s.91
<b>8 Fundamental verdsettelse</b> .....	s.92
8.1 Totalkapitalmetoden.....	s.92
8.1.1 Fri kontantstrømmodellen.....	s.92
8.1.2 Superprofittmodellen.....	s.93
8.2 Sensitivitetsanalyse.....	s.93
<b>9 Komparativ verdsettelse</b> .....	s.96
9.1 P/B.....	s.96
9.2 P/E.....	s.98
9.3 Oppsummering.....	s.99
<b>10 Oppsummering</b> .....	s.100
10.1 Handelsstrategi.....	s.100
<b>Kildehenvisning</b> .....	s.102

# **1 Innledning**

I dette kapitlet skal jeg redegjøre for hvorfor jeg har valgt å verdsette Farstad Shipping ASA. Jeg vil også få frem formålet med oppgaven, begrunne valgene jeg har tatt angående avgrensning av oppgaven og oppgavens strukturelle oppbygging.

## **1.1 Bakgrunn for valg av oppgaven**

Ved å utføre en verdsettelse av et selskap får jeg brukt elementer fra flere fag jeg har funnet interessante gjennom studietiden ved UiS, som finansiell rapportering og analyse, konjunkturanalyse og økonomisk analyse. I tillegg har jeg interesse for shippingbransjen og vil ved å skrive en slik oppgave få bedre innsikt i bransjen samt selskapet jeg har valgt å verdsette. Valg av selskap bestemte jeg ut fra tilgjengelig offentlig informasjon, bransjetilhørighet og hvor den befinner seg i livssyklusen.

Jeg valgte å verdsette Farstad Shipping ASA. Selskapet har vært notert på Oslo Børs siden 1997 og har årsregnskap og rapporter offentlig tilgjengelig på sin nettside. Selskapet er også verdensledende innen sin bransje, som leverer tjenester innen forsyning og subsea til offshorebransjen globalt. Selskapet har lang historikk, befinner seg i en moden fase av livssyklusen og viser ingen tegn til å avvikle driften i fremtiden.

## **1.2 Formålet med oppgaven**

Ved å beregne verdien på selskapets egenkapital ønsker jeg å finne en estimert verdi på selskapets aksjer. Denne verdien vil bli sammenlignet med selskapets aksjepris 6.juni 2010, og vil danne grunnlag for min handelsstrategi.



### 1.3 Avgrensninger i oppgaven

Det finnes flere teknikker å velge mellom når et selskap skal verdsettes. Jeg har valgt metoden fundamental verdsettelse og komparativ verdsettelse. En fundamental verdsettelse er en krevende verdsettelsesteknikk både når det gjelder tidsforbruk og informasjon som skal behandles. Verdsettelse av et konsern blir mest korrekt dersom hver enhet i konsernet analyseres og verdsettes individuelt (Koller, Goedhart og Wessels 2005).

Farstad shipping ASA er et konsern med flere datterselskap som er registrert i utlandet og regnskapstall for disse selskapene er ikke lett tilgjengelige. Med begrenset tid og begrenset tilgang på datterselskapenes årsregnskap, har jeg derfor valgt å basere mine analyser på konsernet som en helhet, og henter all informasjon fra offentlige tilgjengelige årsregnskap for Farstad Shipping ASA. Etersom flere av selskapene opererer i utlandet, under andre lover, vil dette bli vanskelig å gjennomføre, og jeg har derfor valgt å verdsette selskapet ut ifra konsernregnskapene. En viktig del av begge verdsettelsesteknikker er forholdstall mellom Farstad Shipping ASA og bransjen selskapet operer i. Selskapene jeg har valgt til å representere bransjen i tillegg til Farstad Shipping ASA er DOF ASA og Eidesvik Offshore ASA. Alle disse selskapene tilbyr offshore supply tjenester, er i en moden fase og har vært børsnoterte på Oslo Børs i mange år. Regjeringen la frem en ny rederibeskatningsordning i 2007, og ble av den grunn saksøkt av flere selskap innen shippingbransjen. I mars 2010 slo høyesteretten fast at den nye ordningen er grunnlovstridig og dermed ulovlig. I påvente av et nytt forslag til rederibeskatning, vil jeg justere for de ekstra skattekostnadene bransjen ble påført fra den foreslåtte ordningen, og forutsetter at dagens ordning fra 1996 blir gjeldene.

Shippingbransjen er svært volatil ettersom den blir sterkt påvirket av verdensøkonomien, og har de siste årene blitt påvirket av flere eksterne faktorer, som den nye rederibeskatningsordningen fra 2007 og finanskrisen som startet i 2008. Disse konjunktursvingningene gjør det nødvendig å analysere en veldig lang tidsperiode. I tillegg ble IFRS innført som regnskapsstandard i 2005, og regnskapene fra 2004 ble da også endret til IFRS. Som følge av disse årsakene har jeg derfor valgt å estimere fremtidig kontantstrøm ut ifra årsregnskapene fra 2004 til 2009.

## 1.4 Strukturen for utredningen

Først presenteres selskapet og bransjen den opererer i. Hovedteknikker ved verdsetting blir forklart og valg av verdsettelsesteknikker for min oppgave vil bli begrunnet.

Neste steg er en strategisk analyse og en regnskapsanalyse som skal føre bedre innsikt i de underliggende økonomiske forholdene. Den strategiske analysen ser på interne og eksterne faktorer som påvirker selskapet. I regnskapsanalysen tar jeg for meg regnskapstall fra 2004 til 2009. Oppstillingsplanen til IFRS er sterkt kreditororientert, og ved å omgruppere får man en oppstillingsplan som er investororientert og som passer formålet. Etter analyse og justeringer av målefeil utføres en forholdstallsanalyse.

Innsikten fra både den strategiske analysen og regnskapsanalysen danner grunnlaget for fremtidsregnskapet, hvor jeg skal budsjettere utviklingen til de viktigste verdidriverne og de fremtidige avkastningskravene. Med dette grunnlaget kan jeg utføre den fundamentale verdsettelsen av egenkapitalen til Farstad Shipping ASA.

Etter å ha utført den fundamentale verdsettelsen utfører jeg en komparativ verdsettelse. Estimaterne fra de forskjellige teknikkene blir vektet, og en fornuftig handelsstrategi blir presentert.

## **2 Presentasjon av bransjen og Farstad Shipping ASA**

I dette kapitlet presenteres offshore supply bransjen, konkurrerende selskap og Farstad Shipping ASA. Første del fokuserer på bransjens utvikling og sammensetning. Nærliggende konkurrenter blir presentert i andre del før siste del gir en grundig presentasjon av Farstad Shipping ASA og selskapets virksomhet.

### **2.1 Offshore supply bransjen**

Farstad Shipping ASA opererer i en bransje som leverer tjenester til offshore bransjen, og blir kalt offshore supply bransjen. Tjenester som leveres er støttetjenester som ligger utenfor oljeselskapenes kjernevirksomhet, og blir derfor ofte satt ut til supply selskap. Supply selskap leverer mange typer tjenester, blant annet ankerhåndtering, tauing av plattformer, transport av forsyninger og konstruksjons- og vedlikeholdstjenester på offshore installasjoner.

Supply markedet leverer tjenester til offshore virksomhet som i hovedsak er oljerelatert. Etterspørselen etter supply bransjen sine tjenester er sterkt avhengig av oljemarkedet, og blir dermed også påvirket av oljeetterspørselen. Supply markedet er volatilt av natur slik som oljemarkedet (Gründer økonomisk rapport 2007).

Bransjen hadde positiv vekst frem til slutten 1998 når den ble rammet av Asia krisen og oljekollapsen. Årene frem mot 2003 var preget av dårlige resultater for bransjen generelt. På slutten av 2003 begynte etterspørselen etter olje å øke. Den sterke veksten i oljeprisen førte til store oljerelaterte investeringer, som igjen førte til sterk etterspørsel etter supplybransjen sine tjenester, og avtaler med rekordrater ble inngått (Hågøy 2006).

Oljebansjen er kapitalintensiv, slik som shippingbransjen også er. Høsten 2008 kom finanskrisen. Knapphet på kreditt førte til utsettelse av offshore prosjekter og i mange tilfeller også kanselleringer. Veksten i verdensøkonomien stoppet opp, og mange land gikk inn i en resesjon. Oljeprisen falt og oljeselskapene måtte kutte kostnader. Dette gav

negativt utslag på supply bransjen, i form av lavere etterspørsel etter supply tjenester som igjen førte til lavere rater. Den sterke veksten i etterspørselen fra 2003 frem til 2008 fikk redere til å kontrahere store mengder nye skip og skipsverftenes ordreserver var historisk høye (Becker 2007).

Selv om nesten ingen nye skip ble bestilt i 2009, vil verdensflåten fortsette å vokse ut 2011 grunnet tiden det tar å bygge skip samt ordreservene som ble bygd opp i forkant av krisen.

Finansmarkedene har i dag begynt å stabilisere seg. Ved inngangen til 2010 hadde mange av de finansielle markedene hentet seg betydelig inn igjen, og oljeprisen ligger på rundt 80 dollar fatet. Signaler om en gradvis bedring av verdensøkonomien, gjerne raskere enn forventet, har ført til at etterspørselen etter olje vokser (IEA 2009). Investeringsviljen i offshorebransjen tar seg opp igjen og det fører igjen til økt behov for supply tjenester (Skaug 2010). Men det har oppstått en ubalanse i markedet. Bransjen har liten tro på at etterspørselen vil vokse så sterkt at den vil overgå tilbudet de nærmeste årene, og bransjen er forberedt på svake år fremover.

## **2.2 Offshore supply flåten**

Skip som kategoriseres som offshore serviceskip utfører tjenester innen mange forskjellige segmenter, men hovedsakelig innen forsyning, seismikk og subsea segmentene. Hvert segment bruker forskjellige spesialkonstruerte skip for optimal gjennomføring av arbeidsoppgavene.

Forsyningsskipene inndeles i to kategorier, AHTS og PSV. AHTS er ankerhåndteringsfartøy. Disse skipene utfører vanlige forsyningstjenester, i tillegg til ankerhåndtering og taving av offshore plattformer, lektere og produksjonsmoduler. I spesielle tilfeller brukes også skipene som rednings og opprydningsfartøy. PSV er hovedsakelig forsyningsfartøy som transporterer forsyninger, utstyr og andre nødvendige produkter til og fra offshoreinstallasjoner som rigger og lignende.

Seismikkskip brukes ved leiting etter olje- og gassforekomster under havbunnen. Skipene brukes som geofysiske verktøy og sleper kabler etter seg som kartlegger egenskaper i havbunnen.

Skipene som betjener subsea segmentet er konstruksjons og vedlikeholdsskip. Disse spesialbygde skipene utfører blant annet arbeid på store dyp, installasjoner og vedlikehold på havbunnen (Stopford 2009).

## **2.3 Norske børsnoterte offshore supply selskap**

Norge har med sin virksomhet i Nordsjøen utviklet seg til å bli en betydelig aktør i offshore supply markedet. Fra tidlig 70-tallet begynte norske redere å satse i dette markedet, og har gjennom årene opparbeidet seg betydelig kunnskap innen dette segmentet. Norske rederier utmerker seg stadig innen utvikling av ny teknologi som effektiviserer drift og reduserer farlige utslipp, og tildeles årlig prestigefylte utmerkelse og får internasjonal oppmerksomhet for sitt arbeid innen disse felt. Ifølge Tom Gederø i OLF er det norske subsea miljøet verdensledende (Byberg 2010).

Blant verdens 10 største offshore supply rederier finnes norske Farstad Shipping ASA, DOF ASA og Solstad Offshore ASA, som alle har mellom 50 og 90 skip i sin flåte. Av de mindre norske rederiene som er notert på Oslo Børs med en flåte mellom 25 og 50 skip finnes Eidesvik Offshore ASA, Havila Shipping ASA og Siem Offshore ASA. Videre i oppgaven har jeg valgt å bruke Farstad Shipping ASA, DOF ASA og Eidesvik ASA som bransjerepresentanter ettersom de har tilnærmet lik struktur. En kort presentasjon av Eidesvik og DOF følger for å få frem likhetene.

### **2.3.1 Eidesvik Offshore ASA**

Selskapet startet som et familieselskap i 1978 med forsyningstjenester til oljeindustrien i Nordsjøen. I dag eier familien Eidesvik, gjennom selskapet Eidesvik Invest, 67 % av Eidesvik Shipping ASA og er dermed største aksjonær. Selskapet har hovedkontor i Bømlo, og har vokst til å bli en internasjonal aktør innen supply bransjen og yter tjenester

innen forsyning, beredskap, seismikk og subsea. Selskapet har stor tro på fremtidig oljeletingsaktiviteter, og har seismikkmarkedet som et prioritert satsningsområde fremover. Selskapet opererer hovedsakelig i Nordsjøen, men driver også med aktiviteter utenfor Vest Afrika gjennom sitt 40 % eierskap i selskapet OMAK Maritime Ltd. i Nigeria.

Selskapets flåte består av 11 forsyningsfartøy, 4 subsea og 9 seismikk fartøy. Selskapet satser i likhet med Farstad, på lange kontrakter, og har for 2010 en kontraktsdekning på 82 %.

Pr. 30.mai 2010 har selskapet 30,15 millioner utestående aksjer, og med kurs 36,80 kroner pr. aksje gir det en markedsverdi på selskapet på 1,109 milliarder (Eidesvik Offshore ASA, Årsrapport 2008, 4. kvartalsrapport 2009).

### **2.3.2 DOF ASA**

District Offshore ble etablert i 1981 som et forsyningsselskap for Nordsjømarkedet. I årene som kom var selskapet gjennom store forandringer, og endte opp som et børsnotert selskap i 1997. I 2000 skiftet selskapet navn til DOF ASA. Møgster familien har vært hovedaksjonærer side 1987, og gjennom Møgster Offshore er de største aksjonærer med 50,76 % av aksjene.

Konsernet består i dag av en internasjonal gruppe selskap som betjener offshore markedet med forsynings- og subsea fartøy, samt ingeniørtjenester til subsea markedet. Selskapet har også som mål å inngå langsiktige avtaler med store internasjonale operatører, og har en kontraktsdekning for 2010 på 79 %. Selskapets flåte består av 67 fartøy, fordelt på 44 forsynings- og ankerhåndteringsfartøy og 23 subsea fartøy.

Pr. 30.mai 2010 har selskapet 91,04 millioner utestående aksjer, og med kurs 41,00 kroner pr. aksje gir det en markedsverdi på selskapet på 3,732 milliarder (DOF ASA, Årsrapport 2008 og 4. kvartalsrapport 2009).

## **2.4 Farstad Shipping ASA**

Farstad Shipping ble etablert i 1956, som et tank – og tørrbulk rederi. På midten av 70-tallet gikk selskapet også inn i offshore supply segmentet. I dag er selskapet et

verdensledende rederi med en moderne flåte som betjener offshore bransjen med forsynings-, subsea- og andre maritime tjenester.

Konsernet består av åtte heleide datterselskap og to joint venture samarbeid.

Hovedkontoret er plassert i Ålesund, med regionskontorer strategisk plassert ved viktige bransjeknutepunk rundt om i verden. Selskapet har 1860 ansatte, og omsatte i 2009 for 3,2 milliarder NOK. Flåten består av 58 skip fordelt på fartøy av typen PSV, AHTS og SUBSEA (Farstad Shipping ASA, Årsrapport fra 2009).

### ***2.4.1 Historie***

I 1956 ble selskapet Sverre A. Farstad & Co etablert av Sverre A. Farstad, Ole Schrøder og Sverre Farstad Jr. Frem til midten av 1974 var selskapet en mindre operatør av tankskip som på det meste hadde 6 skip i sin flåte.

Oljevirkosomheten langs norskekysten vokste fram på slutten av 1960-årene. De vanskelige værforhold i Nordsjøen krevde nye spesialiserte forsyningskip, og Sverre A. Farstad & Co så muligheter i dette markedet. For å finansiere oppbyggingen av en ny flåte solgte selskapet det siste av sine tankskip i 1974. Sammen med lokale investorer ble et pool-samarbeid etablert gjennom selskapet Stad Seaforth Shipping AS i 1975. Selskapet skulle ha det operasjonelle ansvaret for den nye Sverre A. Farstad & Co flåten som bestod av fem forsyningskip med levering i 1975 og 1976.

I 1985 avsluttet Sverre A. Farstad & Co pool-samarbeidet og trakk sine til da åtte skip ut og plasserte operatøransvaret tilbake til Sverre A. Farstad & Co. Hovedårsaken var ekspansjonsplaner og ønsker om en bedre posisjon blant den maritime klyngen som vokste frem i Ålesund. De neste årene økte flåten raskt gjennom oppkjøp av forsyningskip fra Wilhelmsen Offshore Services i 1986 og Seaforth Maritime i 1989. Denne økningen krevde store mengder kapital, og selskapet Far Shipping AS ble etablert og børsnotert i 1988.

Far Shipping AS fortsatte å vokse gjennom nybestillinger, oppkjøp av forsyningskip og etablering av nye selskap. I 1993 skiftet selskapet navn til Farstad Shipping ASA.

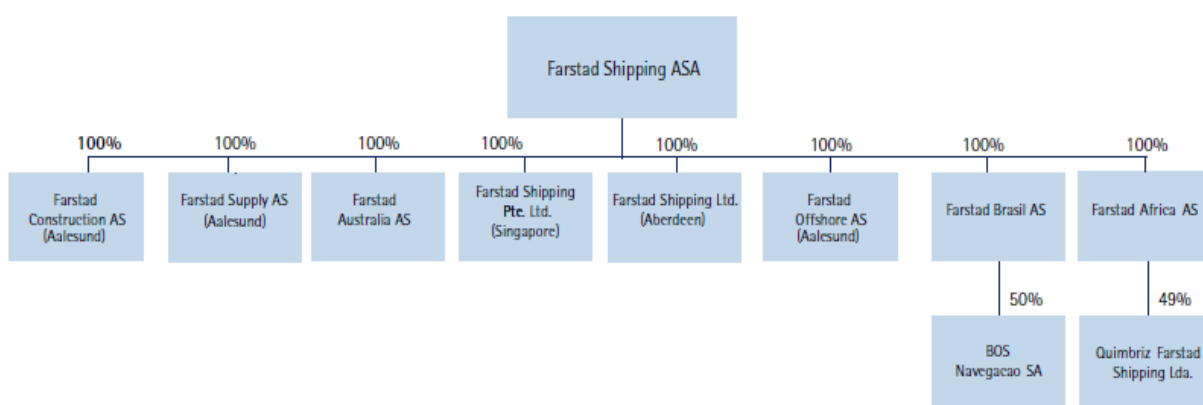
Selskapet, som nå hadde vokst til å bli det største rederiet innen offshore supply-skip i

Nordsjøen, var nå et fullintegrert shippingselskap med selvstendige drifts- og markedsfunksjoner.

I dag har selskapet utvidet sin kjernevirksomhet til å inkludere subsea tjenester. Konsernet har vokst og har datterselskap og regionale kontorer i alle kontinenter. Farstad Shipping ASA er et av verdens største offshore service rederier med en flåte på 58 skip og en markedsandel på 6 prosent innen sitt segment (Farstad Shipping ASA, Årsrapport fra 2009).

## 2.4.2 Selskapsstruktur

Konsernet er bygget opp med Farstad Shipping ASA som morselskap, åtte heleide datterselskap, hvorav to er i joint venture med andre selskap. Figuren viser hvordan konsernet er satt sammen. Videre vil jeg kort redegjøre for de viktigste oppgavene selskapene i konsernet opptar.



Figur 1: Farstads Shipping ASA selskapsstruktur

### Farstad Shipping ASA

Morselskapet i konsernet med hovedkontor i Ålesund. Har det operasjonelle driftsansvaret for skip i Norge, og hovedansvaret for konsernrelaterte oppgaver.

Farstad Africa AS – 49 % Quimbriz Farstad Shipping Ltd.

Markedsfører og opererer offshore service fartøy med tilhørende tjenester i Angola.



Farstad Brasil AS – 50 % BOS Navegação SA

Bemanner, opererer og markedsfører konsernets fartøy i Brasil.

Farstad Shipping Pty. Ltd.

Har det tekniske, bemanningsmessige og kommersielle ansvaret for driften av konsernets fartøy som opererer rundt Australia

Farstad Shipping Pte. Ltd.

Skipseiende selskap med det operative ansvaret for syv av konsernets fartøy.

Farstad Shipping Ltd.

Skipseiende selskap med det tekniske, bemanningsmessige og kommersielle ansvaret for ti av konsernets fartøy.

Farstad Offshore AS

Leier inn og opererer fartøyet Far Samson.

Farstad Construction AS

Eierselskap for fartøy under bygging.

Farstad Supply AS

Skipseiende selskap med 27 fartøy. Har ingen operative ansvar.

### ***2.4.3 Eierstyring og strategi***

Selskapet Farstad Shipping ASA er registrert som et aksjeselskap og notert på Oslo Børs, og dermed også underlagt norsk aksje-, regnskaps-, børs- og verdipapirlovgivning.

Selskapet følger intensjonene i ”Norsk anbefaling for eierstyring og selskapsledelse, sist revidert 21.10.2009.

Selskapet ønsker langsiktige verdiskapning til beste for aksjonærer, ansatte og samfunnet for øvrig. Gode resultater skapes ved å være sikkerhetsbevisst, verdiskapende, etterrettelig, inkluderende, synlig og transparent. Selskapet skal driftes og utvikles gjennom disse verdiene. Ved å holde fokus på helse, miljø, sikkerhet og kvalitet ønsker selskapet å styrke sin konkurransesituasjon og sin posisjon som en ledende leverandør av offshore skipstjenester.

Selskapet satser på å være en stabil leverandør av store og mellomstore supplyskip til olje- og gassindustrien internasjonalt, og jobber mot langsiktige utleiekontrakter av sine skip (Farstad Shipping ASA årsrapport 2009).

#### ***2.4.4 Selskapsledelsen***

Konsernets ledelse består av konsernsjef, finansdirektør og executive vice president. Jeg har valgt å presentere ledelsen ettersom de er en viktig årsak til selskapets utvikling, og de har hatt ledende posisjoner i selskapet over lang tid.

Konsernsjef Karl-Johan Bakken er utdannet skipsarkitekt fra Teknisk Høgskole i Trondheim. Etter 15 års internasjonal erfaring fra skipsdesign og skipsbyggingsindustrien ble han i 1999 ansatt i Farstad Shipping ASA som direktør for marked og drift. Har siden 2006 besatt stillingen som konsernsjef.

Finansdirektør Torstein Stavseng har jobbet i Farstad siden 1988, i stillingen som finansdirektør siden 1991. Begynte i Farstad med 6 års erfaring fra bankvirksomhet og en Masters Degree fra Norges Handelshøyskole.

Executive vice president Joseph M. Homsey er også administrerende direktør i Farstad Shipping Pty. Ltd. Har vært i stillingen som executive vice president siden 2003. Kom da fra stillingen som direktør i P&O Maritime Services hvor han var ansatt i 22 år. Har en B.ECO fra Monash University.

Styret består av syv personer med variert bakgrunn og lederstillinger. Styrets oppgaver er regulert i Norsk lovgivning og har det overordnede administrative ansvaret for selskapet (Farstad Shipping ASA årsrapport 2009).



Figur: 2: Selskapsledelsen

#### 2.4.5 Aksjonærforhold og kursutvikling

Farstad Shipping ASA ble børsnotert i 1988 og har ticker FAR. Selskapet har 39 millioner utestående aksjer, i kun en aksjeklasse. Med en aksjekurs på 155 kroner per aksje verdsettes selskapet til en markedsverdi på 6,045 milliarder kroner 30.mai 2010. Ved inngangen til 2010 hadde selskapet registret 1501 aksjonærer. Selskapets fem største aksjonærer eier ca. 65 % av aksjene og fordeler seg slik:

1. Tyrholm & Farstad AS, 40,5 %
2. Folketrygdfondet, 10,1 %
3. Brown Brothers Harriman & Co, 6,4 %
4. Pareto Aksje Norge AS, 4,3 %
5. Verdipapirfond Odin Norge, 3,1 %

(Farstad Shipping ASA 4.kvartalsrapport 2009).

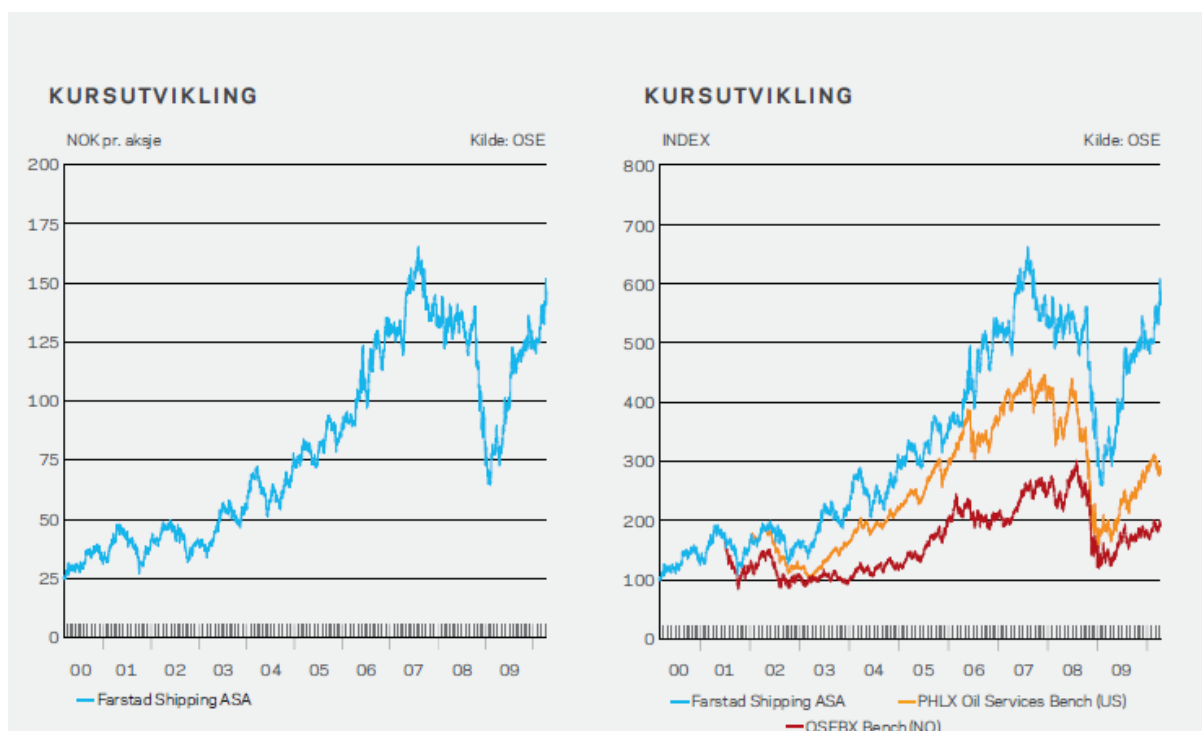
Utenlandske aksjonærer kan eie inntil 33 % av aksjene. 31.12.2009 var det registrert 100 utenlandske aksjonærer, med en eierandel på 11,9 % av aksjene.

Styret har fullmakt til å gjennomføre aksjekapitalutvidelse på inntil 3,9 millioner aksjer, eller kjøp av inntil 3,9 millioner av egne aksjer. Denne fullmakten har aldri blitt benyttet.

Selskapet sikter på å gi eiere konkurransedyktig avkastning, dels gjennom verdiøkning og dels gjennom utbytte. I 2008 ble det gitt utbytte på 5 kroner pr aksje, i 2009 er det foreslått utbytte på 3 kroner pr. aksje.

Offshore supply markedet er som alle andre markeder i shipping bransjen svært volatil. I 2006 steg aksjekursen med 60 %, 2007 økte den med 9 %. Fall kom i finanskrisen 2008 med 54 %, men tok seg godt tilbake i 2009 med en økning på 83,6 %.

Pr. 30.05.2010 er aksjekursen på 155 kroner, en økning hittil i år på ca. 25 %.



Figur 3 Kursutvikling: (OSE).

#### 2.4.6 Konsernets flåte og kontraktdekning

Selskapet har de siste årene gjort store investeringer for å øke flåten. Siden 1995 har selskapet investert i 42 nye skip, med en verdi på over 13 milliarder kroner. Med et mål om

en flåte som er moderne og med lav gjennomsnittsalder, har de også i perioden solgt 18 eldre skip til en verdi av 1,6 milliarder.

Selskapet er en viktig del av den norske maritime klyngen, og har de siste 15 årene blant annet bestilt 35 av sine skip fra norske verft. Lang ventetid på bestillinger fra norske verft har fått selskapet til å investere i nybygg fra andre markeder, som Skottland, Danmark, Korea og Brasil.

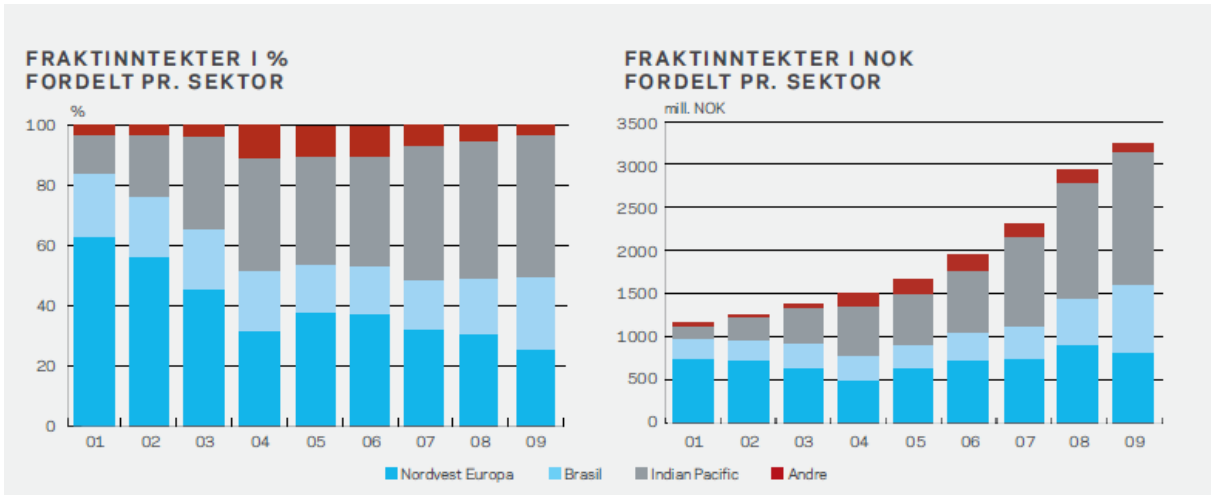
Farstad flåten består av 58 skip som betjener offshorebransjen i flere markeder. Flåten er bygd opp av 31 AHTS skip med snittalder på 10,5 år, 24 PSV skip med en snittalder på 12,5 år og 3 SUBSEA skip med en snittalder på 6 år.

For å minimere usikkerheten som oppstår på grunn av de volatile ratene, som blant annet påvirkes av sesongvariasjoner i for eksempel været i Nordsjøen, prøver selskapet å inngå langsiktige leieavtaler for sine skip, og holde få skip i spot markedet. Kontraktsdekningen for 1. halvår 2010 er ca. 78 %, og ca. 67 % for 2. halvår. For 2011 er kontraktsdekningen per i dag ca. 53 %.

Selskapet opererer i mange markeder, men de tre største er Nordvest Europa, Brasil og Indian Pacific. Sett som en samlet enhet har inntektene fra de tre største markedene vokst de siste 10 årene, men innad har det vært et skift. I 2001 var Nordvest Europa den største inntektskilden, med Brasil og Indian Pacific som mindre inntektskilder.inntektene fra nordvest Europa har holdt seg stabilt og på nesten samme størrelse i kroner hvert år. Brasil har økt betraktelig, men fraktinntektene fra Indian Pacific har økt enormt de siste årene (Kliewer 2010).

Årsaken til dette kommer av at selskapet har jobbet hardt for å komme seg inn i nye markeder. Mesteparten av veksten i flåten har blitt plassert i Brasil og Indian Pacific markedet med gode kontrakter.

Selskapet inngår stadig nye avtaler, og fikk nylig flere kontrakter i Indian Pacific markedet til en verdi av 600 millioner kroner (Parr 2010).



Figur 4: Fraktinntekter

### **3 Verdssettelsesteknikk**

I dette kapitlet skal jeg presentere hovedteknikkene som brukes ved verdsetting og vil videre begrunne mitt valg av teknikk.

#### **3.1 Presentasjon av hovedteknikker**

Det finnes mange typer verdssettelsesteknikker, men ifølge Penman (2007) er hovedteknikkene fundamental verdssettelse, komparativ verdssettelse og opsjonsbasert verdssettelse. Ettersom teknikkene er supplerende, ikke gjensidig ekskluderende, vil det være muligheter for å benytte seg av flere teknikker for å få et bedre balansert estimat. Valget av teknikk avhenger av flere viktige faktorer. Tilgjengelig tid og budsjett for gjennomføring av oppgaven er viktig ettersom noen av teknikkene er svært tidskrevende. Andre viktige faktorer er bransjen selskapet opererer i, hvilken fase i livssyklusen selskapet er i og hvordan den videre driften til selskapet er (Damodaran 2002).

#### **3.2 Fundamental verdssettelse**

Den fundamentale verdssettelsen er den mest tidskrevende, men samtidig grundigste av teknikkene. Store mengder informasjon må innhentes, og underliggende forhold i selskapet og bransjen må analyseres. Interne og eksterne faktorer blir kartlagt og analysert i en strategisk analyse. Regnskapstall fra flere år blir behandlet og videre analysert. Resultatene fra disse analysene brukes videre til å estimere den fremtidige utviklingen til viktige budsjett- og verdidrivere. Med utgangspunkt i disse resultatene verdssettes selskapet, og en handelsstrategi utarbeides. Denne verdssettelsesteknikken anbefales hovedsakelig til bruk på selskap som er på vei over eller har kommet over i den modne fasen av livssyklusen (Koller, Goedhart og Wessels, 2005).

### **3.3 Komparativ verdsettelse**

Den komparative verdsettelsesteknikken priser et selskap ut ifra sammenlignbare selskap eller eiendeler. Denne teknikken krever mindre informasjon, og er derfor mindre kostbar og mindre tidskrevende enn den fundamentale verdsettelsesteknikken. Verdsettelsen kan utføres direkte ved bruk av multiplikatormodellen, eller indirekte ved bruk av substansverdimodellen (Koller et.al., 2005).

#### ***3.3.1 Multiplikatormodellen***

Denne modellen har lenge vært en svært utbredt og populær metode å bruke ved verdsettelse, hovedsakelig ettersom den er enkel og kostnadseffektiv. Metoden bruker markedsverdiene til lignende selskap eller bransjer som basis for verdsettelsen. Verdivurderingen beregnes ved å multiplisere en skaleringsfaktor, som for eksempel selskapets markedsverdi per aksje, med en tilhørende multiplikator, som for eksempel P/E eller P/B. Denne modellen passer best ved verdsetting av selskap som nylig er etablert eller er i en tidlig vekstfase det da ikke forligger tilstrekkelig med historiske regnskapstall for å gjennomføre en fundamental verdsettelse (Dyrnes 2004).

Denne verdsettelsesteknikken brukes ofte som et supplement til en fundamental verdsettelse.

#### ***3.3.2 Substansverdimodellen***

Denne modellen verdsetter et selskap indirekte ved å sammenligne verdien av selskapets eiendeler og gjeld med markedsverdien på lignende eiendeler og gjeld. En viktig forutsetning for å benytte seg av denne modellen er at det eksisterer et velutviklet marked som omsetter samme eller lignende eiendeler. Ved å trekke selskapets gjeld fra markedsverdien til eiendelene finner man selskapets substansverdi (Damodaran, 2002).



### **3.4 Opsjonsbasert verdsettelse**

Den opsjonsbaserte verdsettelsen er et supplement til mer grundige analyser, og priser selskapets fleksibilitet. Med fleksibilitet menes et selskaps opsjoner til å utøve en handling som har en verdi. Opsjoner som ekspansjonsmuligheter eller avviklingsmuligheter har en egen verdi, og denne legges til den mer grundigere analysen. Svakheter ved en slik verdsettelse er at opsjonen kan tidligere ha blitt priset inn i en tidligere oppkjøpsavtale eller lignende, og vi står i fare for å dobbeltprise opsjonen (Damodaran 2002).

### **3.5 Valg av verdsettelsesteknikk**

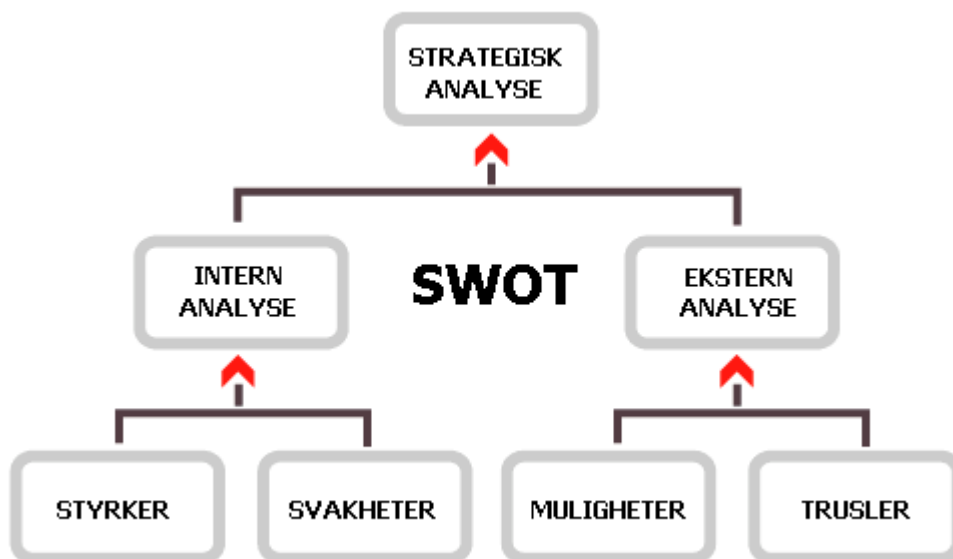
Som tidligere nevnt er det flere viktige faktorer som må tas hensyn til ved valg av verdsettelsesteknikk, som bransje, fase i livssyklusen og fremtidsutsikter. Tid og kostnadsrammer for gjennomføringen er også viktig, men urelevant i dette tilfellet.

Farstad Shipping ASA er et etablert og verdensledende konsern innen sitt felt, og viser ingen tegn til økonomiske problemer som kan føre til avvikling av driften. Selv om selskapet er innovativt og vokser i forskjellige markeder, vil jeg påstå at selskapet med sine over 50 år i bransjen er i en moden fase av livssyklusen. Det er ingen problemer med å innhente tidligere års regnskapstall ettersom selskapet er notert på Oslo Børs. Ut ifra disse opplysningene vil jeg se det som mest hensiktsmessig å foreta en fundamental verdsettelse av selskapet. Substansverdimodellen krevde et velfungerende marked som omsetter samme eller lignende eiendeler. Denne modellen blir ofte brukt innen shipping, særlig innen verdsetting av tank- og bulkselskap. Mange av skipene i supplymarkedet opererer med langsiktige kontrakter, og er spesialkonstruerte for å tilfredsstille en spesifikk kunde sine krav. Verdien av disse egenskapene kan ofte ikke videreføres til en annen kunde ettersom kundene har forskjellige krav. Det vil da være vanskelig å verdsette skip på et generelt grunnlag, og jeg velger derfor ikke å anvende meg av denne modellen. Bransjen består av flere lignende rederier, og mange av disse er notert på Oslo Børs. Av denne grunn velger jeg å supplere den fundamentale verdsettelsen med en komparativ analyse ved bruk av multiplikatormodellen. Jeg velger derfor å utføre en fundamental verdsettelse av Farstad Shipping ASA, og supplerer med en komparativ verdsettelse av selskapet.

## 4 Strategisk analyse

Den estimerte kontantstrømmen bygger på analyser av hvordan jeg tror selskapet og bransjen vil utvikle seg i fremtiden. En strategisk analyse er et steg i den fundamentale verdsettelsen, og skal hjelpe med å finne den strategiske posisjonen selskapet befinner seg i. Analysen skal få frem hvordan selskapet posisjonerer seg i forhold til konkurrentene, hvordan eksterne faktorer kan påvirke selskapet, og hvordan selskapet forvalter og utvikler sine ressurser. Besitter selskapet en strategisk fordel, vil dette føre til superrentabilitet, som betyr at egenkapitalrentabiliteten er høyere enn avkastningskravet.

For å finne selskapets strategiske posisjon analyseres selskapet med utgangspunkt i SWOT modellen. Analysen deles inn i to deler som ser på sterke og svake sider internt i selskapet, og hvilke eksterne muligheter og trusler som påvirker selskapet (Knivsflå, 2009)



Figur 5: SWOT

De eksterne faktorene er de som bedriften ikke kan kontrollere. Hvordan bransjen utvikler seg, og hvordan verden utvikler seg, har et selskap ikke noe særlig kontroll over. Bransjen kartlegges ved å bruke Porters analyse av fem konkurransekrefter, som identifiserer kreftene til bedriftens konkurrenter, leverandører, kunder, potensielle inntrengere og substitutter. Den makroøkonomiske påvirkningen ses på gjennom en PEST analyse. Denne analysen tar for seg politiske, økonomiske, sosiale og teknologiske faktorer som påvirker selskapet og bransjen.

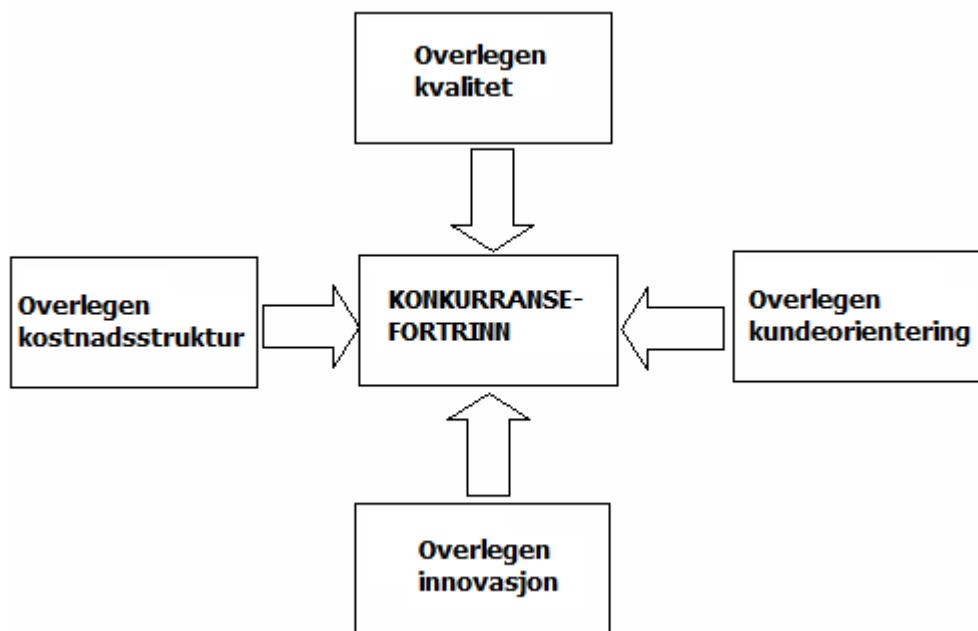
De interne faktorene ser på selskapets ressurser i forhold til konkurrentene, og hvordan ressursene forvaltes. En KIKK analyse ser på områder hvor selskapet kan få frem konkurransefortrinn ovenfor konkurrentene sine, og SVIMA analysen ser på ressursene i disse områdene, og om disse er sterke nok til gi et varig konkurransefortrinn (Knivsfå, 2009).

#### **4.1 Intern analyse**

Den interne analysen skal kartlegge selskapets interne ressurser. Egenskapene ved disse ressursene avgjør om de kan føre til konkurransefortrinn. Konkurransefortrinn blir definert som langsiktig avkastning over gjennomsnittet i det relevante produktmarkedet (Porter 1985). Dette betyr at konkurransefortrinn gir selskapet strategiske fordeler, som igjen fører til superprofitt.

Det er ikke alltid like enkelt å finne ressursene til et selskap, særlig ettersom definisjonen av ressurser er mange. Definisjonen jeg har valgt å bruke kommer fra Jakobsen og Lien (2001), hvor de definerer en ressurs som en innsatsfaktor. Her inkluderes alle eiendeler i regnskapsmessig forstand, og alle immaterielle eiendeler som kompetanse, relasjoner, merkenavn osv.

Ressurser som kan føre til konkurransefortrinn kan finnes i forskjellige områder i et selskap, og jeg har valgt å følge en KIKK modell for å avdekke hvilke områder selskapet kan skille seg ut på. Denne modellen ser på ressurser som finnes i fire områder i selskapet som kan gi konkurransefortrinn; kostnadsstruktur, innovasjon, kvalitet og kundeorientering.



Figur 6: KIKK modellen

Ressursene jeg er ute etter å finne er de som kan føre til konkurransefortrinn, og oppstår når en ressurs er overlegen konkurrentenes ressurs. For å finne ut av om ressursen gir et konkurransefortrinn utføres det en SVIMA analyse som kategoriserer ressursen ut ifra kriteriene; sjelden, varig, ikke imiterbar, mobilisert og appropriert.

## 4.2 KIKK analysen

Som nevnt så skal jeg finne ressurser i selskapet som kan føre til konkurransefortrinn ved å se på selskapets kostnadsstruktur, innovasjon, kvalitet og kundeorientering. Først følger en kort redegjørelse av området, deretter ser jeg på Farstad Shipping ASA sine ressurser innenfor området.

### 4.2.1 Kostnadsstrukturen

Kostnadsstrukturen til et selskap ser på selskapets kostnader og håndteringen av disse. Konkurransefortrinn i dette området oppnås når kostnadene er lavere i selskapet enn hos konkurrentene. Dette kan føre til lavere pris på tjenestene, som igjen kan overføres til økt

salg og økte markedsandeler.

Selskapet har en flåte på 58 skip og oppnår skalafordeler på flere områder.

Innkjøpsavdelingen oppnår kvantumsrabatter ved innkjøp av driftsvarer som bunkersolje, smøreoljer og andre driftsprodukter. I tillegg blir de faste administrasjonskostnadene fordelt på flere skip. Størrelsen på flåten kan derfor sees på som en ressurs som gir skalafordeler. Selskapet har en solid økonomi. Selv om de to siste årene har vært dårlige i bransjen, har de klart å få frem gode resultater. Med en egenkapitalandel på 48 prosent, og en kontraktsdekning på 78 % av flåten allerede 2010, står selskapet sterkt dersom det oppstår prosjekter med behov for lånefinansiering. Hovedkontoret og regionskontorene er plassert i viktige bransjeknutepunkter og maritime klynger, og informasjon beveger seg raskt i slike områder. Dette gir selskapet en fordel ved at de raskt oppfatter viktig informasjon i markedet, og kan raskt tilpasse seg endringer. I tillegg gjør den geografiske spredningen det mulig for selskapet å raskere overføre deler av flåten til markeder med høyere rater (Farstad Shipping ASA, Årsrapport fra 2009).

#### **4.2.2 Innovasjon**

Innovasjon er utviklingen av nye, eller forbedring av eksisterende, produkter eller prosesser. Produktinnovasjon er tilstede når nye produkter blir utviklet, eller egenskapene ved eksisterende produkter blir forbedret. Dette gir produktet merverdi, og selskapet kan forlange høyere pris. Prosessinnovasjon er utviklingen av nye prosesser som kan forbedre driften av selskapet, eller forbedring av eksisterende prosesser. Dette kan gi økt effektivitet og lavere kostnader, og selskapet kan selge sitt produkt billigere, eller forbedre resultatet. Begge disse innovasjonstypene vil føre til at selskapet tilfører markedet noe nytt, og kan gi konkurransefordeler. Hill og Jones (2007) tror at innovasjon i lengden vil være det viktigste konkurransefortrinnet.

Farstad Shipping har over 50 års erfaring som leverandør av tjenester til oljebransjen. Selskapet investerer i innovasjon og utvikler stadig ny og forbedret teknologi til bruk om bord i selskapets skip, og i 2009 var innovasjonsbidraget på over 100 millioner kroner (Farstad Shipping ASA, årsrapport 2009). Selskapet utvikler nye og mer miljøvennlige systemer som vil føre til lavere utslipp fra skipene i flåten. Nye prosesser for å bedre kommunikasjon, øke datasikkerhet og et nytt opplæringscenter vil bidra til å effektivisere

selskapets drift.

### **4.2.3 Kvalitet**

Kvalitet ligger i egenskapene til et produkt eller en prosess. Dersom en kunde oppfatter at et selskap leverer produkter og tjenester som overgår andre lignende produkter i ytelse eller holdbarhet, vil produktet bli sett som av bedre kvalitet. Dette gir kunden en følelse av merverdi, og kunden vil derfor være villig til å betale mer enn for andre lignende produkter.

Farstad tilbyr tjenester til offshorebransjen, og fokuserer på kvalitet gjennom hele organisasjonen. For å øke kvaliteten på sine tjenester utvikles selskapet kontinuerlig. Mannskapet om bord selskapets flåte må operere teknisk avanserte instrumenter, og Farstad har derfor etablert et kompetansehevende simulerings- og opplæringscenter. Selskapet utviklet nye skip med driftssystemer som fører til lavere forbruk av drivstoff og mer miljøvennlige skip enn det dagens lover krever. I tillegg har Farstad verdens kraftigste offshorefartøy som overgår trekkraften til lignende skip med over 50 %.

### **4.2.4 Kundeorientering**

Kundeorientering handler om å tilfredsstille kundens behov. I hvilken grad selskapet tilpasser sitt produkt og sine tjenester til kunden viser graden av kundeorientering i selskapet. Kundetilfredshet er av merverdi for kunden og betalingsviljen øker.

Kundetilfredshet er knyttet til selskapets tjenester og produktenes egenskaper, og er følgelig avhengig av kvalitet og innovasjon i selskapet (Hill & Jones 2007).

Farstad sin flåte består av spesialkonstruerte skip som betjener et krevende marked.

Selskapet har en langsiktig befraktningsstrategi, og har et tett samarbeid med store operatører i offshorebransjen. Offshoremarkedet er i stadig utvikling, både når det gjelder krav fra regjeringer angående miljømessige forhold, og geografiske arbeidsområder.

Offshore servicefartøy er ofte spesialkonstruerte skip som er skreddersydd for å tilfredsstille kundens behov. Ved at selskapet utvikler skip i samarbeid med kundene, og videre drifter skipene i lengre perioder, er kundeorientering en viktig del av selskapets

strategi. Ved å være kundeorientert, i kombinasjon med høy kvalitet og innovasjon, har selskapet bygget seg opp et godt rykte og et solid merkenavn (Farstad Shipping ASA, Årsrapport fra 2009).

#### **4.2.5 Oppsummering av KIKK analysen**

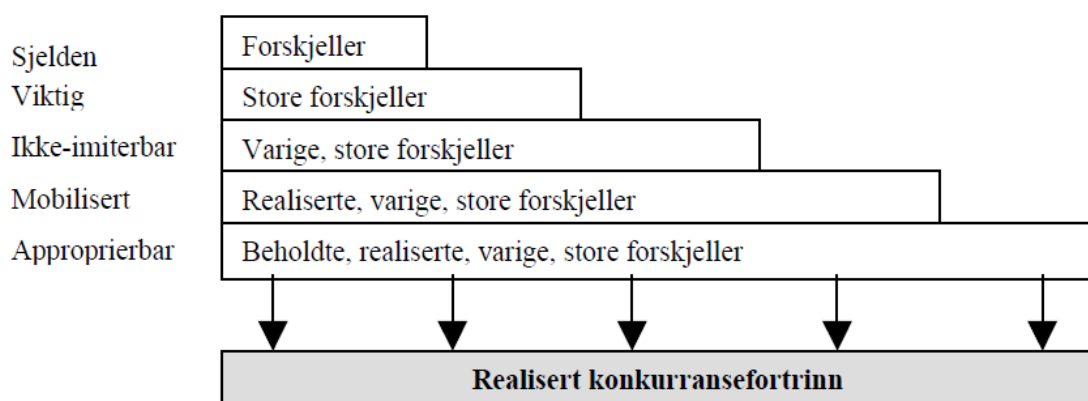
KIKK analysen ser på hvilke områder et selskap kan opparbeide seg konkurransefortrinn i. Farstad har flere muligheter, og kan opparbeide seg fortrinn i alle områdene. Om selskapet klarer å opparbeide seg fortrinn er avhengig av ressursene og egenskapene ved disse. De viktigste ressursene til Farstad er de ansatte med høy erfaring og kompetanse, selskapets store flåte av moderne skip, den solide økonomien som åpner for mulige investeringer, den geografiske plassering av selskapene i konsernet, samt selskapets merkenavn og renommé som de har opparbeidet i løpet av 54 år i offshorebransjen. De fem ressursene i Farstad som er identifisert som mulige kilder til konkurransefortrinn er

- Ansatte
- Flåte
- Kapital
- Geografisk plassering
- Merkenavn og renommé

For å finne ut om disse ressursene kan føre til langvarige konkurransefortrinn, som gir selskapet superprofitt, utføres det en SVIMA analyse på hver av ressursene.

### **4.3 SVIMA analysen**

Dersom et selskap skal kunne oppnå superrentabilitet må selskapet besitte ressurser som gir overlegne konkurransefortrinn. Fem betingelser må være tilstede for at ressursen skal kunne føre til et realisert og varig konkurransefortrinn. Figur 7 viser hvilke egenskaper en ressurs må besitte for å gi et realisert og varig konkurransefortrinn.



Figur 7: SVIMA- trappen (Jakobsen og Lien 2001).

- **Sjelden**; Dersom konkurrentene ikke besitter den samme ressursen i mengde eller kvalitet, er ressursen sjelden. Selskapet som besitter denne ressursen har en fordel og det har oppstått en forskjell mellom konkurrentene.
- **Viktig**; Dersom ressursen har stor effekt på bedriftens kostnader, kundens betalingsvilje eller begge deler, er den i tillegg viktig. Dette forsterker forskjellen mellom konkurrentene, og forskjellene er store i markedet.
- **Ikke imiterbar**; Dersom ressursen ikke kan kopieres eller erstattes med et lignende produkt, er de store forskjellene i markedet varige.
- **Mobilisert**; Dersom selskapet klarer å ta i bruk ressursen og utnytte dens egenskaper, vil ressursen tilføre selskapet en særdeles høy økonomisk verdi.

**Approprierbar**; Dersom selskapet sitter igjen med den høye økonomiske verdien som ressursen genererer, har selskapet et realisert konkurransefortrinn. Det er ikke garantert at selskapet som besitter denne økonomisk verdifulle ressursen vil sitte igjen med den verdien som skapes. Ligger ressursen i de ansatte er den leid og kan forsvinne med de ansatte. Er den kjøpt vil den høye økonomiske verdien muligens allerede ha blitt betalt i kjøpsprisen. Er ressursen en del av et avhengighetsforhold mellom selskapet og leverandører eller samarbeidspartnere, vil deler av denne verdien også tilfalle den andre part i forholdet. Når selskapet først har klart å sitte igjen med hele verdien ressursen genererer, vil selskapet ha et realisert og varig konkurransefortrinn som gir superprofitt (Jakobsen og Lien 2001).



Det er vanskelig å oppnå et realisert og varig konkurransefortrinn, særlig i internasjonale bransjer med høy konkurranse. Et selskap kan uansett tjene på å fokusere på noen av ressursene, og få et delvis fortrinn ovenfor konkurrentene, som igjen kan hjelpe selskapet enten med å senke sine kostnader, eller øke sine inntekter, eller muligens begge deler. De forskjellige egenskapene ressursene gis fører samlet til et utfall som illustreres i SVIMA skjemaet under.

Sjelden	Viktig	Ikke-immiterbar	Mobilisert	Approprierbar	Utfall
Nei	Ja	Ja	Ja	Ja	<b>Paritet</b>
Ja	Nei	Ja	Ja	Ja	<b>Trivielt fortrinn</b>
Ja	Ja	Nei	Ja	Ja	<b>Midlertidig fortrinn</b>
Ja	Ja	Ja	Nei	Ja	<b>Potensielt varig fortrinn</b>
Ja	Ja	Ja	Ja	Nei	<b>Varig, ikke beholdt fortrinn</b>
Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	<b>Varig, beholdt fortrinn</b>

Figur 8: SVIMA skjema

Fem betingelser må være tilstede i en ressurs for at den skal kunne føre til et realisert og varig fortrinn. Fra KIKK analysen fant jeg frem til 5 ressurser som kan føre til konkurransefortrinn. De skal nå, hver for seg, bli analysert ved for å bestemme i hvilken grad de gir et fortrinn

#### **4.3.1 Ansatte**

Bransjen utvikles stadig, og dyktige medarbeidere er en forutsetning for videre vekst. Det er sterk konkurranse om kvalifisert arbeidskraft, særlig de kommende årene når flåteveksten er sterk. Farstad sine konkurrenter har også lang fartstid fra bransjen, og det er rimelig å tro at deres ansatte også har tilegnet seg erfaringer og kunnskap som opparbeides over tid. Selv et relativt nystartet selskap vil med tiden kunne tilegne seg denne erfaringen. På kort sikt så er ressursen sjelden, men på lengre sikt er den det ikke.

Medarbeiderne i selskapet står bak mange av de mulighetsområdene som gir Farstad et konkurransefortrinn. Erfarne og kompetente medarbeidere sørger for at selskapet leverer tjenester av høy kvalitet, noe som igjen bygger opp selskapets merkenavn og renommé. Dyktige forhandlere sørger for at selskapet har en jevnt over høy kontraktsdekning, som i 2010 er på 78 %. Det gode samarbeidet med kundene fører også til innovative løsninger både i skip og prosesser, og viser at selskapets ansatte er kundeorienterte. Denne ressursen er absolutt viktig for Farstad sin virksomhet.

Som nevnt tidligere så kan kunnskap og erfaringer fra bransjen tilegnes over tid. I tillegg kan konkurrerende selskap vinne over ansatte ved å tilby høyere lønn, bedre vilkår osv. Ressursen er dermed imiterbar.

De ansattes egenskaper generer mye av verdien i selskapet. Resultatene som selskapet viser i sine rapporter støtter konklusjonen om at medarbeiderne gjør jobben sin riktig, og derfor er denne ressursen også mobilisert.

Det er vanskelig å bestemme om denne ressursen er appropriert eller ikke. Ansatte er ikke en eid ressurs, men en leid ressurs. Ansatte kan velge å forlate selskapet, og tar med seg sine egenskaper. På den andre siden så ser selskapet resultatene denne ressursen gir ganske raskt, gjennom utført salg og innovasjon som blir i selskapet uavhengig om den ansatte forsvinner. I tillegg utvikler dagens ansatte stadig prosesser som blir satt i system, slik at nye ansatte raskt kan tilegne seg den kunnskapen som erfarne medarbeidere har opparbeidet. Selv om ressursen ikke er eid, vil jeg kategorisere den som appropriert på bakgrunn av systemer som fanger opp og lagrer de ansattes kunnskaper.

#### **4.3.2 Flåte**

Skalafordeler og tjenestespekter er fordelene ved å ha en stor flåte. Skalafordeler senker selskapets kostnader. Farstad opererer i et marked med flere store konkurrenter. Det er ikke urimelig å tro at disse også oppnår skalafordeler for sin flåte. At selskapets skip kan utføre flere forskjellige typer tjenester for kunden, vil føre til at kundens betalingsvilje øker. Men det er heller ikke uvanlig blant store rederier å tilby flere typer tjenester. Farstad prioriterer

kvalitet fremfor lavere kostnader, men er også bevisst på kostnadsstrukturen. Lave kostnader øker fortjenesten i tider med høye rater, men i dårlige tider kan lave kostnader være avgjørende for selskapets overlevelsessevne. Flåten er dermed ikke en sjelden ressurs, men den er viktig.

Det er som nevnt mange konkurrenter i supply markedet med store flåter, og Farstad Shipping ASA er blant verdens 10 største. Selv om det er svært kapitalkrevende å bygge opp en stor flåte, og ikke minst tidskrevende, er denne ressursen imiterbar. Allerede nå er det mange rederier som har samme ressurs, og ved fusjoner kan konkurrentene sine flåter vokse raskt.

Farstad bruker selskapets flåte som en styrke til å forhandle frem gode leverandøravtaler og gode kontraheringspriser. Ressursen er da mobilisert.

Flåten er en eid ressurs. Det er mange leverandører i markedet, og Farstad kan dermed forhandle frem gode avtaler som senker selskapets kostnader. Det at selskapet tilbyr flere tjenester kommer både selskapet og kunden til gode. Det er vanskelig å måle denne inntekten ettersom den er avhengig av kundens ønsker og behov. Uansett sitter selskapet igjen med den fulle økonomiske verdien en stor flåte genererer, og den er da appropriert.

### **4.3.3 Kapital**

Selskapet har en solid egenkapitalandel på 48 prosent. Dette gjør at selskapet lettere kan ta opp lån og investere i nye prosjekter. Ikke alle konkurrenter er like solide, men det er grunn til å tro at de som har vært i bransjen lenge også har tilgang til kapital. Ressursen er da ikke sjelden, men viktig med tanke på vekst, og særlig drift i dårlige tider.

Egenkapital økes ved å tilføre overskudd, eller ny egenkapital ved emisjon. Dette er prosesser som tar tid, særlig emisjonsprosessen. Men det er fullt mulig for et selskap å skaffe seg mer kapital selv om det kan ta litt tid, så ressursen er imiterbar.

Selskapet utnytter sin kapital til blant annet etableringen av et opplæringscenter, bestilling av nye skip, forbedring av prosesser osv. Dette kommer selskapet til gode, og ressursen kan sies å være både mobilisert og appropriert.

#### **4.3.4 Geografisk plassering**

Farstad har selskap i Europa, Asia, Sør-Amerika, Australia og Vest Afrika. Selskapets geografiske spredning betyr at de opererer i flere forskjellige markeder. Med denne spredningen kommer kunnskap om lokale lover, markedssituasjoner, kunder og leverandører. Nærhet til markedene selskapet opererer i fører til at de raskere kan oppfatte kundens behov og tilfredsstille disse. Med tanke på at kontorene er plassert i sentrale klynger, er det ganske sikkert å anta at flere konkurrenter også har kontorer i samme område. Ressursen er ikke sjelden, men viktig.

Dersom en konkurrent ønsker å komme inn i dette markedet vil det ta litt tid, men det er fullt mulig for konkurrenter å etablere seg i samme området som Farstad opererer i. Ressursen er dermed imiterbar.

Farstad er aktiv i flere markeder, både gjennom egne selskap og joint ventures. Det er i markedene utenfor Nordsjøen selskapet har vokst mest de siste 10 årene. Asia, Australia og Sør Amerika har blitt mye større foretningsområder for Farstad, og investeringer som har blitt gjort gir gode resultater. Selskapets kontorer er i full drift, så ressursen er mobilisert. I tillegg får selskapet den økonomiske gevinsten ved å være godt geografisk spredt, og ressursen er derfor også appropriert (Farstad Shipping ASA, Årsrapport fra 2009).

#### **4.3.5 Merkenavn og renommé**

Farstad Shipping ASA var en av offshore supply pionerene i Nordsjøen på 70- tallet. I nærmere 40 år har selskapet levert innovative tjenester av god kvalitet til offshore bransjen. Selskapet har opparbeidet seg et sterkt merkenavn og renommé, og er en viktig ressurs ettersom kvalitet på tjenestene offshorebransjen kjøper er svært viktig. Selv om en del av

konkurrentene har opparbeidet seg en slik ressurs, vil det allikevel ta svært lang tid for et nytt selskap å opparbeide seg det samme merkenavnet. Det er derfor også en sjelden ressurs.

Et selskap som over tid leverer god kvalitet vil opparbeide seg et bra merkenavn og renommé. Selv om dette tar tid, er det mulig for konkurrerende selskap å oppnå den samme ressursen, og den er derfor også imiterbar.

Farstad har et merkenavn som blir gjenkjent av kunder i markedet, og blir sett på som solid ettersom de i mange år har levert tjenester av høy kvalitet. Dette gir Farstad fordel ved forhandlinger, særlig der hvor de konkurrerer med mindre og mer ukjente selskap.

Ressursen fører til flere kontrakter, som fører til økt økonomisk gevinst. Selv om det er mulig at kundene til Farstad tjener på at de bruker en leverandør med et sterkt merkenavn, sitter Farstad igjen med den økonomiske verdien ressursen generer. Merkenavnet Farstad Shipping ASA og dets renommé er mobilisert og appropriert.

#### 4.3.6 Oppsummering av SVIMA analysen

Her vises en oversikt over hvilke egenskaper hver ressurs besitter, og hvilket utfall den gir når det kommer til konkurransefortrinn:

Ressurs	Ikke					Utfall
	Sjelden	Viktig	imiterbar	Mobilisert	Appropriert	
<b>Ansatte</b>	nei	ja	nei	ja	ja	<b>Paritet</b>
<b>Flåte</b>	nei	ja	nei	ja	ja	<b>Paritet</b>
<b>Kapital</b>	nei	ja	nei	ja	ja	<b>Paritet</b>
<b>Geografisk plassering</b>	nei	ja	nei	ja	ja	<b>Paritet</b>
<b>Merkenavn og renommé</b>	ja	ja	nei	ja	ja	<b>Midlertidig fortrinn</b>

Figur 9:

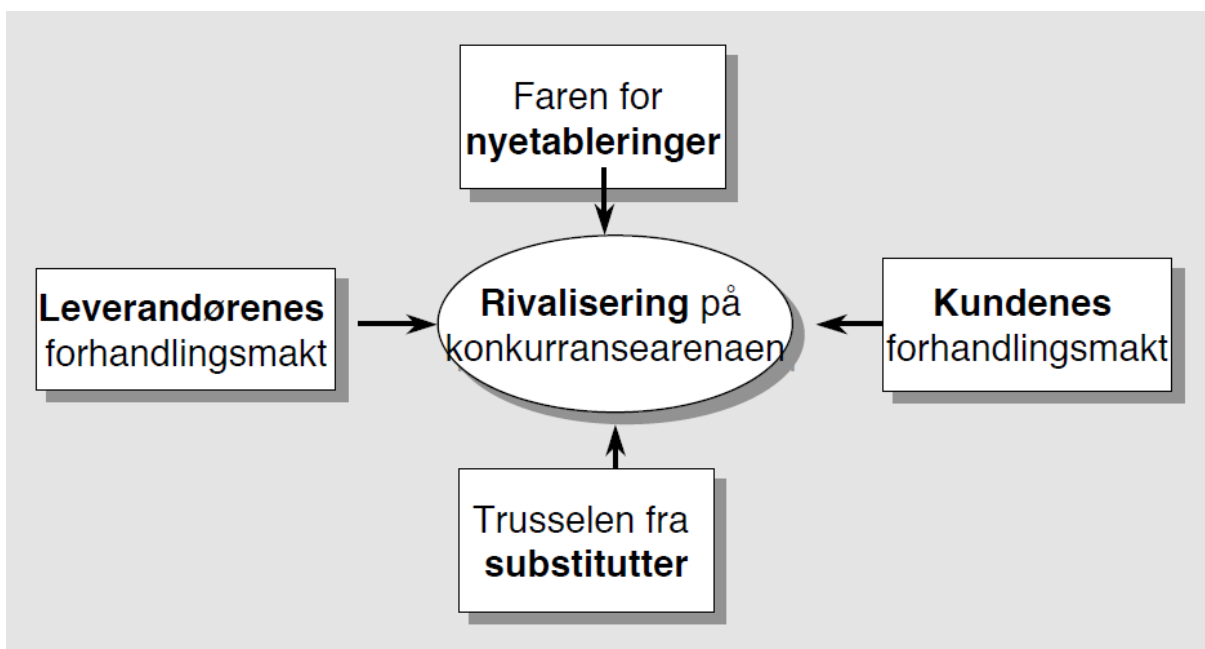
Det er vanskelig for Farstad å opparbeide seg et varig og beholdt konkurransefortrinn av flere grunner. Ingen av ressursene er så unike at konkurrentene ikke har mulighet til å skaffe seg de samme ressursene, enten ved bruk av økonomiske midler eller ta tiden til hjelp. I tillegg gir den eneste ressursen jeg anser som sjelden kun en midlertidig fordel. Med tiden vil flere konkurrenter kunne opparbeide seg denne ressursen og den vil derfor ikke lenger være sjelden. Ut ifra denne analysen er det ingen av de interne ressursene til selskapet som kan føre til et varig og beholdt fortrinn, og dermed genereres det ingen superprofitt på grunn av de interne ressursene.

## 5 Ekstern analyse

Den eksterne analysen ser på muligheter og trusler som finnes i selskapets omgivelser. Disse omgivelsene deles inn i to deler, hvor den ene er bransjespesifikk og den andre er den mer generelle makroøkonomiske. For å analysere den bransjespesifikke delen bruker jeg Porters 5 krefter som ser på hvor konkurransutsatt bransjen er. Videre vil jeg gjennom en PEST analyse kartlegge de viktigste markøkonomiske faktorene i omgivelsene som påvirker selskapets og bransjens lønnsomhet.

### 5.1 Bransjeanalyse

Porters fem krefter analyserer selskapets konkurranseomgivelser, gjennom å studere den interne rivaliseringen, kundens forhandlingsmakt, potensielle inntrengere, leverandørens forhandlingsmakt samt substitutter som finnes i selskapets bransje. Analysen gir en indikasjon på hvem som sitter med forhandlingsmakten, og på hvor attraktiv bransjen er for mulige nye konkurrenter.



Figur 10: Analyse av konkurranseomgivelser

### **5.1.1 Intern rivalisering**

Hvor høy lønnsomhet det er mulig for et selskap å oppnå er avhengig av konkurrentene og rivaliseringen i bransjen. Konkurransen i et marked fører til at aktørene bruker virkemidler for å tiltrekke seg kunder. Sterk markedsføring og konstant utvikling av nye produkter er eksempler på virkemidler som er kostbare, mens en prisrig med senking av priser fører til lavere inntjening. Disse tiltakene besvares ofte med nye tiltak, som igjen kommer kunden til gode, men ikke bransjen. Det er hovedsakelig tre forskjellige faktorer som bestemmer hvor sterk rivalisering det er mellom konkurrentene. Selskapet må ta hensyn til strukturen i bransjen, hvordan markedet vil utvikle seg i fremtiden, og ikke minst utgangsbarrierene i bransjen. (Jacobsen og Lien, 2001).

Med strukturen mener jeg antallet konkurrerende selskap i bransjen og hvordan samhandlingen er mellom dem. Supply bransjen består av små og mellomstore rederier, hvor ingen er store nok til å ha en prissettende makt. Selv om noen av selskapene leverer høyere kvalitet og innovative tjenester, har ingen klart å differensiere seg som den dominerende. Det gjenstår å se hvordan det svake markedet vil påvirke strukturen i bransjen, men det er foreløpig ingen tegn til større konkurser eller eventuelle fusjoner som vil kunne senke antallet konkurrenter i bransjen.

Den fremtidige etterspørselen er også en faktor som påvirker den interne rivaliseringen. Høy etterspørsel fører til lavere konkurranse mellom selskapene ettersom det finnes flere oppdrag. Men i dårlige tider er etterspørselen lav, og selskapene vil konkurrere sterkt om kontraktene. Dagens marked er svakt, men viser tegn til bedring, og etterspørselen øker (Pareto 2010).

Den sterke veksten i flåten frem til 2011 vil dempe denne effekten, og holde konkurransenivået høyt frem til tilbud treffer etterspørsel.

Før et selskap velger å etablere seg i en bransje er det viktig at utgangsbarrierene kartlegges. Disse barrierene representerer kostnader som selskapet ikke vil få igjen ved et eventuelt salg eller en nedleggelse, såkalte irreversible kostnader. I tillegg kommer kostnader ved utbetaling av pensjonsforpliktelser og lignende. I supply bransjen blir ofte skip kontrahert for å dekke en kundes spesielle behov. Dette kan føre til at noe av verdien i



skipet forsvinner dersom en annen kunde ikke har behov for de samme spesifikasjonene. Ettersom skipenes verdi utgjør de største verdiene i et supply selskap, vil dette representere en utgangsbarriere. Til tross for dette er det muligheter for å selge skip ettersom det er muligheter for å ombygge skipene.

Den interne rivaliseringen mellom konkurrentene ligger mellom sterk og middels. Dette fører til at det er vanskelig å oppnå høy lønnsomhet i bransjen, særlig i dagens marked. Det volatile markedet gjør det vanskelig å si noe om den langsiktige utviklingen, men den kortsiktige tilsier at situasjonen ikke vil bedre seg de nærmeste årene, tvert imot vil konkurransen bli sterkere grunnet flåteveksten (Jacobsen og Lien, 2001).

### **5.1.2 *Kundens forhandlingsmakt***

Lønnsomheten til et selskap avhenger også av kundenes forhandlingsmakt. En sterk kunde vil kunne overføre deler eller hele verdiskapningen til seg selv, og dermed senkes fortjenesten til selskapet. Følgende forhold vil gi kunden økt makt; få kunder i markedet, produktet er ikke differensiert, produktet utgjør en stor del av kundens utgifter og kunden truer med baklengs integrasjon (Hill & Jones 2007).

Kundene i supplybransjen er hovedsakelig oljeselskap. Fra midten av 1920 årene begynte selskapene å skille ut deler av sin drift, som transporten av oljen. I dag konsentrerer selskapene seg om kjernevirksomheten sin, som hovedsakelig er å finne olje og utvinne den. Det er derfor lite sannsynlig med baklengs integrasjon.

Kundemassen består av mange kunder av varierende størrelse, men ingen er dominerende. Prisen settes derfor av markedsforsholdet mellom tilbud og etterspørsel, noe som betyr at kunden ikke vil kunne påvirke prisen.

Mange supply selskap inngår langsiktige kontrakter som krever spesialtilpasning av fartøyene for å tilfredsstille kundens behov. Dette vil si at produktet som leveres er differensiert. Ut ifra dette kan jeg konkludere med at kundene har lav forhandlingsmakt.

### ***5.1.3 Leverandørens forhandlingsmakt***

Leverandørene kan også påvirke et selskap sin lønnsomhet. En sterk leverandør vil kunne presse opp prisene for sitt produkt og dermed senke fortjenesten til selskapet. Leverandører kan oppnå makt dersom; få leverandører leverer produktet kunden trenger, produktet som leveres ikke kan substitueres, produktet har høy verdi for selskapets drift, eller leverandøren truer med vertikal integrasjon. Leverandørene er blant annet verftene som bygger skipene, leverandører av driftstoff og verft som tilbyr reparasjons- og vedlikeholdstjenester.

Antallet verft i verden har økt sterkt de siste 10 årene, og rundt 30 land har en veletablert verftsindustri (Drewry 2009). Ofte vil de samme verftene som bygger skip også kunne tilby reparasjons- og vedlikeholdstjenester. Konkurransen i den internasjonale verftsindustrien er sterk, og leverandørenes makt er lav.

Leverandører av bunkers har makt i den forstand at bunkers ikke kan substitueres med andre produkter, men antallet leverandører i dette markedet er også stort. I tillegg vil mange av de større rederiene kunne oppnå stordriftsfordeler, og leverandørmakten er derfor også lav.

### ***5.1.4 Trusselen fra substituttene***

Et substitutt blir i Barney (2002) beskrevet som et annerledes produkt enn ens eget, men som tilfredsstillende kundens behov på samme måte.

Supply tjenester blir levert fra høyt teknologiske fartøy, som ofte er spesialkonstruerte til å tilfredsstillende enkeltkundens behov. Selv om andre typer skip kan utføre noen av supply skipenes oppgaver, ser jeg ingen fullgode substitutter og ser på denne trusselen som lav.

### ***5.1.5 Faren for nyetableringer***

Faren for nyetableringer i bransjen bestemmes ut ifra inngangsbarrierene. Dersom barrierene er lave, vil nye konkurrenter raskt kunne etablere seg i markedet når det gode

tider, og verdiskapningen vil da bli fordelt på flere aktører. Inngangsbarrierene som kan gjøre det mindre attraktivt for nye etableringer er blant annet; skalafordeler, produktdifferensiering, kostnadsfordeler, byttekostnader og etableringskostnader (Barney 2002).

Et selskap med stor flåte vil få større kvantumsrabatter og kunne tilby lavere pris for sitt produkt, eller få lavere faste kostnader per skip. Det tar flere år å bygge opp en organisasjon og flåte som gir skalafordeler.

Byttekostnadene relateres til en kundes kostnader ved å bytte leverandør. Det er kostbart å bryte kontrakter, særlig dersom skipet er konstruert for å tilfredsstille kundens spesielle behov. Det må sterke grunner til for at en kunde vil bryte sin kontrakt med eksisterende leverandør. Nyetablerte selskap vil derfor til en viss grad kun ha mulighet til å kjempe om nye kontrakter, og frem til oppstart av de tildelte kontraktene vil de måtte operere i det usikre spotmarkedet.

Bransjen er kapitalintensiv, og det kreves omfattende finansiering for å etablere seg. Kredittinstitusjoner har strammet inn på utlånsvilkår, og dette i seg selv utgjør en høy inngangsbarriere. Etablerte supply selskap vil ha opparbeidet seg fordeler som erfaringer, kundeportefølje og en flåte som kan gi fordeler. Slike fordeler er imiterbare, men gjerne ikke i et kortsiktig tidsperspektiv, og det er derfor en høy inngangsbarriere til bransjen

### 5.1.6 Oppsummering av bransjeanalysen

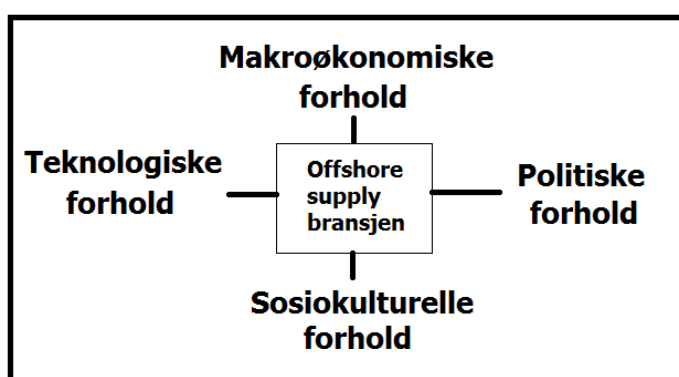
	RIVALISERING	NYETABLERINGER	SUBSTITUTTER	LEVERANDØRER	KUNDEPORTEFØLJE
Høy	X (<2011)				
Middels	X (>2011)				
Lav		X	X	X	

Figur 11:

Grunnet høye inngangsbarrierer er faren for nyetableringer lav. Det finnes ingen kjente substitutter for supply skip, og trusselen fra substitutter er derfor lav. Verken leverandører eller kunder har særlig makt ettersom de også opererer i en sterk konkurranseutsatt bransje. Den interne rivaliseringen i bransjen vil holde seg høy frem til 2011. Når markedet har stabilisert seg vil den interne rivaliseringen i bransjen synke til middels.

## 5.2 Analyse av makroøkonomiske forhold

De viktigste makroøkonomiske faktorene kan kartlegges ved å utføre en PEST analyse. Faktorene blir delt inn i politiske, makroøkonomiske, sosiokulturelle og teknologiske forhold. Et selskap blir påvirket av disse faktorene, men selskapet har ingen eller liten mulighet til å kontrollere faktorene. De markøkonomiske faktorene påvirker selskapets og bransjens lønnsomhet, og kan derfor være trusler eller muligheter (Hill & Jones 2007).



Figur 12:

### 5.2.1 Politiske forhold

De politiske forholdene som påvirker et selskap omfatter blant annet rettslige reguleringer, restriksjoner, skattepolitikk og sikkerhetskrav (Hill & Jones 2007).

I Norge har rederibeskatningen vært et aktuelt tema de siste årene. Staten ble saksøkt av flere rederier grunnet innføring av en ny skatteordning som krevde at rederiene

tilbakebetalte opptjent ubetalt egenkapital fra 1996 til 2007. Bransjen vant søksmålet, men det er ventet at staten vil utarbeide et nytt forslag for å kreve inn deler av det opprinnelige kravet. En eventuell tilbakebetaling vil føre til svekkelse av selskapets egenkapital, og videre investeringsmuligheter vil også svekkes. En ustabil skattepolitikk kan føre til at norske rederiers internasjonale konkurranseposisjon forverres, og nye investeringer blir satt til andre mer stabile land.

Internasjonalt blir nye krav fremsatt for å kutte utslipp av klimagasser som vil føre til økte utgifter for selskapene. Riggulykken i Mexicogulfen i april 2010 vil føre til strengere krav ved oljeutvinning, og kortsiktig vil stans i utvinningen føre til redusert etterspørsel etter supply tjenester.

Den politiske innflytelsen øker sterkt ved nasjonalisering av et lands ressurser. Bolivia har nasjonalisert sine gassforekomster, Venezuela har gjort det samme med sin olje.

### **5.2.2 Makroøkonomiske forhold**

De mest betydningsfulle makroøkonomiske faktorene er inflasjonsraten, rentenivået og inntektsveksten (Hill & Jones 2007).

Offshore supply bransjen er en internasjonal bransje som blir sterkt påvirket av de makroøkonomiske forholdene. Inntektene i bransjen er svært avhengige av oljeprisen som påvirker offshoreaktiviteten til oljeselskapene. Den høye oljeprisen i begynnelsen av 2008 førte til rater i supplybransjen på opp mot to millioner kroner dagen. Det sterke fallet i oljeprisen senere samme år førte til at oljeselskapene kuttet raskt ned på sin letevirksomhet og utsatte flere prosjekter. Dette førte til et stort fall i etterspørselen etter supplyskip og ratene stupte til under hundre tusen kroner dagen. Oljeprisen ligger på rundt 80 dollar fatet og offshoreaktiviteten har tatt seg opp igjen, det samme har etterspørselen etter offshore supplyskip. Dette vil først og fremst påvirke inntekten til skip som seiler i spot markedet. Denne risikoen kan selskapene delvis reservere seg mot ved å inngå langsiktige kontrakter.

Supplybransjen er kapitalintensiv, og blir sterkt påvirket av rentenivået. Finanskrisen førte til at kredittinstitusjoner strammet inn på sine utlånsvilkår, og gjorde den vanskelige

situasjonen verre ved at lånerenten økte. En økning i rentene fører til at investeringer må utsettes, en senking av renter vil slå positivt ut på investeringsviljen.

### **5.2.3 Sosiokulturelle forhold**

De sosiokulturelle forholdene er knyttet til hvordan sosiale og kulturelle forhold påvirker markedet. De viktigste er fordelingen av inntekter, demografiske endringer og endringer i forbrukernes preferanser.

Den økonomiske veksten i land som blant annet Kina og India har ført til økt velstand blant befolkningen. Den økte velstanden fører til økt etterspørsel etter goder, som biler, klær osv. Olje blir brukt til blant annet fremstilling av driftstoff, plast, medisiner og tekstiler, så det er naturlig at etterspørselen etter olje øker grunnet endringene i de sosiokulturelle forholdene.

Etter hvert som lønninger i lavkostland stiger, vil bransjen sine lønnskostnader også stige ettersom mannskapet om bord i skipene ofte kommer fra slike land.

Hensyn til miljø har vokst de siste årene, og nye krav blir framsatt. Dette vil føre til økte utgifter for selskapene ettersom de vil bli nødt til å innføre nye tekniske løsninger.

Alternativet vil være økte utgifter grunnet nye utgifter på utslipp av miljøgasser

### **5.2.4 Teknologiske forhold**

De teknologiske forholdene tar for seg områdene innovasjon, offentlig forskning og kommunikasjonsteknologi (Hill & Jones 2007).

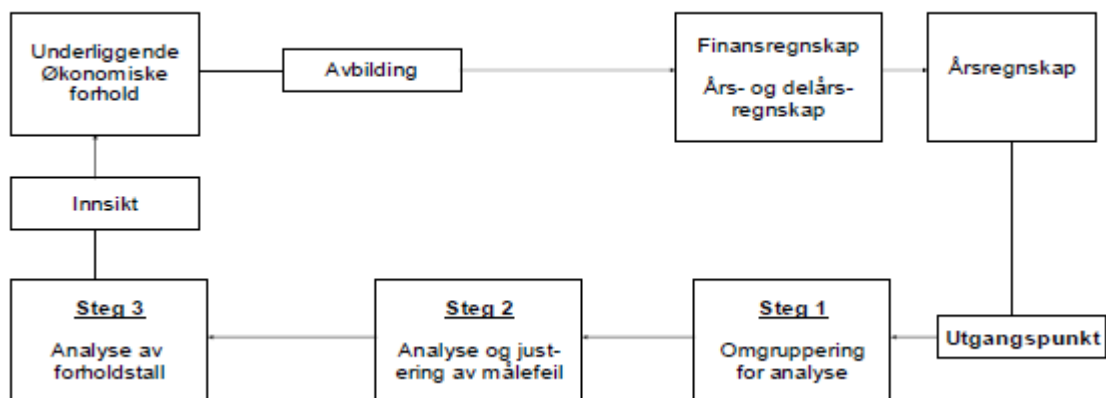
Krav til mer miljøvennlig drift har de siste årene økt. Kravene kommer fra både kundene og det offentlige. Kundene ønsker en grønnere profil, og mange miljøsertifiseringer setter også krav til kundenes leverandører. Disse kravene blir nå satt frem ved nye anbudsrunder. I tillegg har offentlige myndigheter økt miljøavgiftene for å presse selskapene til å redusere sine utslipp. Dette har ført til at rederiene selv har investert store summer i forskning av ny og mer miljøvennlig teknologi som reduserer de miljøskadelige utslippene

## 6 Regnskapsanalyse

I dette kapitlet skal jeg gjennomføre en strategisk regnskapsanalyse av Farstad Shipping, med utgangspunkt i offentlige tilgjengelige regnskapstall. Analysen har som formål å avdekke underliggende økonomiske forhold, og gi et bilde av den historiske, nåværende og fremtidige økonomiske situasjonen i selskapet.

### 6.1 Rammeverk for regnskapsanalysen

Regnskapsanalysen gjennomføres i tre steg, og tar utgangspunkt i årsregnskapene som finnes i finansregnskapet. I det første steget omgrupperes regnskapstallene til et investororientert perspektiv. I steg 2 analyseres og justeres det for mulige målefeil. Siste steg er en analyse av forholdstall mellom selskapet og bransjen. Innsikten fra disse tre stegene danner grunnlaget for budsjettering og fremtidsregnskapet.



Figur 13:

Perspektiv for analysen, analysenivået, analyseperioden og den komparative bransjen er viktige momenter som må avklares.

### **6.1.1 Perspektiv for analysen**

Formålet med oppgaven er å verdsette selskapet og utarbeide en fornuftig handelsstrategi til hjelp for dagens eiere eller potensielle investorer. Perspektivet for analysen skal derfor være investororientert, og medfører at årregnskapene må omgrupperes og justeres.

### **6.1.2 Analysenivå**

Farstad Shipping ASA er et stort konsern som består av flere selskap som driver virksomhet innen forskjellige forretningsområder. Det ideelle ville vært å analysere hvert selskap eller hvert forretningsområde individuelt. Ettersom flere av selskapene er registrert i utlandet, er det vanskelig å innhente regnskapsinformasjon for alle selskapene. I tillegg er ikke regnskapsinformasjonen jeg har innhentet divisjonalisert i forretningsområder. Av den grunn har jeg valgt å verdsette Farstad Shipping ASA som en enhet og ut ifra konsernregnskapene.

### **6.1.3 Analyseperioden**

Lengden på analyseperioden avhenger av selskapets stabilitet og struktur over tid. Stabile selskap bør analyseres over en lang periode, som for eksempel 10 år. Dersom selskapet har endret struktur de siste årene ved for eksempel oppkjøp eller salg av forretningsområder, vil eldre regnskapstall være mindre relevante, og en kortere periode bør velges (Knivsflå 2009).

Farstad har operert i bransjen i nærmere 40 år, og kan vise til en stabil utvikling de siste 20 årene. Bransjen selskapet opererer i har derimot vært gjennom noen turbulente år. Oljeprisen har vært oppe i over 140 dollar fattet og nede i rundt 40 dollar fattet de siste to årene. Finanskrisen svekket markedet og endret finansieringsvilkårene. En ustabil skattepolitikk har ført til ekstra skatteutgifter, som senere har blitt reversert. Et relativt nytt markedsområde har vokst frem de siste årene, seismikk og subsea segmentene. Farstad har ønsket om å vokse innen subsea segmentet, og har nylig kjøpt 3 subsea skip. Vilråene i



markedet har endret seg de siste årene, og av denne grunn har jeg valgt en mellomlang analyseperiode, og vil analysere konsernregnskapene fra 2004 til 2009.

#### **6.1.4 Komparativ bransje**

For å få et bedre helhetsinntrykk av utviklingen i Farstad er det viktig å sette opp et sammenligningsgrunnlag. Bransjegjennomsnittet vil fungere som en målestokk, og er satt sammen av to lignende selskap i tillegg til Farstad. Jeg har valgt å inkludere DOF ASA og Eidesvik ASA ettersom selskapsstrukturen er tilnærmet lik Farstad sin struktur. Selskapene har en lignende flåtekombinasjon, er notert på Oslo Børs, og selv om de er mindre enn Farstad opererer de i de samme markedene under de samme vilkårene.

## **6.2 Presentasjon av finansregnskapet**

Regnskapsanalysen vil ta utgangspunkt i resultatregnskapet og balansen til konsernet fra 2004 til 2009. Tallene er offentlig tilgjengelige og hentet fra selskapets årsrapporter som er oppstilt etter IFRS. Først presenteres resultatregnskapet og balansen for hele perioden i oversiktlige tabeller. I 2005 ble IFRS innført som regnskapsstandard, og 2004 ble dermed også endret til IFRS. I mine beregninger har jeg tatt med 2003 (omgjort til IFRS) ettersom jeg trenger dette året i forholdstallanalysen. Av plassmessige årsaker har jeg valgt og ikke å inkludere 2003 i oversikten. Alle tall er rapportert i NOK 1.000.

### 6.2.1 Tabellert resultatregnskapet 2004 til 2009

DRIFTSINNTEKTER	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Fraktinntekter	1 521 197	1 647 534	1 932 110	2 292 736	2 943 241	3 237 111
Andre inntekter	10 233	6 303	8 800	25 500	15 383	20 468
<b>Sum driftsinntekter</b>	<b>1 531 430</b>	<b>1 653 837</b>	<b>1 940 910</b>	<b>2 318 236</b>	<b>2 958 624</b>	<b>3 257 579</b>
Gevinst ved salg av anlegsmidler	30 127	161 877	-	196 068	61 050	0
<b>Sum driftsinntekter og gevinst ved</b>	<b>1 561 557</b>	<b>1 815 714</b>	<b>1 940 910</b>	<b>2 514 304</b>	<b>3 019 674</b>	<b>3 257 579</b>
DRIFTSKOSTNADER						
Mannskapskostnader skip	-502 541	-509 686	-584 954	-702 938	-789 673	-926 878
Andre driftskostnader skip	-255 906	-253 228	-256 101	-305 675	-350 428	-421 208
Administrasjon	-91 139	-98 096	-112 748	-128 857	-150 443	-173 333
<b>Sum driftskostnader</b>	<b>-849 586</b>	<b>-861 010</b>	<b>-953 803</b>	<b>-1 137 470</b>	<b>-1 290 544</b>	<b>-1 521 419</b>
<b>Resultat før avskrivninger (EBITDA)</b>	<b>711 971</b>	<b>954 704</b>	<b>987 107</b>	<b>1 376 834</b>	<b>1 729 130</b>	<b>1 736 160</b>
Avskrivninger	-298 058	-281 415	-286 359	-336 763	-365 438	-454 909
<b>Driftsresultat (EBIT)</b>	<b>413 913</b>	<b>673 289</b>	<b>700 748</b>	<b>1 040 071</b>	<b>1 363 692</b>	<b>1 281 251</b>
FINANSPOSTER						
Finansinntekter	14 652	27 155	41 787	70 493	86 200	78 243
Finanskostnader	-164 372	-139 337	-213 016	-250 138	-307 942	-304 153
Realisert kursgevinst/ (tap) valuta	23 924	192 845	22 668	26 197	83 122	18 843
Urealisert kursgevinst/ (tap) valuta	32 915	-264 829	22 674	38 584	-315 804	349 506
<b>Resultat av finansposter</b>	<b>-92 881</b>	<b>-184 166</b>	<b>-125 887</b>	<b>-114 864</b>	<b>-454 424</b>	<b>142 439</b>
SKATT OG RESULTATER						
<b>Resultater før skatt</b>	<b>321 032</b>	<b>489 123</b>	<b>574 861</b>	<b>925 207</b>	<b>909 268</b>	<b>1 423 690</b>
<b>Skatt</b>	<b>-12 146</b>	<b>12 322</b>	<b>-31 600</b>	<b>-1 014 534</b>	<b>316 287</b>	<b>507 813</b>
<b>Årets resultat</b>	<b>308 886</b>	<b>501 445</b>	<b>543 261</b>	<b>-89 327</b>	<b>1 225 555</b>	<b>1 931 503</b>

Tabell 1: Resultatregnskapet 2004 til 2009

## 6.2.2 Tabellert balanse 2004 til 2009

<b>EIENDELER; TALL I NOK 1.000</b>						
<b>ANLEGGSMIDLER</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>
Goodwill	30 247	30 247	30 247	30 247	30 247	30 247
Skip m.v.	5 346 290	5 152 272	5 938 657	6 743 177	7 871 618	10 237 712
Kontrakter nybygg	322 205	518 466	639 801	550 795	495 380	191 242
Utsatt skattefordel	-	-	-	-	54 831	-
Andre langsiktige	6 027	7 107	7 184	9 927	14 517	24 977
Fordring konsernselskap	-	-	-	-	-	-
Aksjer	8 940	4 458	4 456	4 444	5 123	5 170
<b>Sum anleggsmidler</b>	<b>5 713 709</b>	<b>5 712 550</b>	<b>6 620 345</b>	<b>7 338 590</b>	<b>8 471 716</b>	<b>10 489 348</b>
<b>OMLØPSMIDLER</b>						
Kundefordringer	303 928	265 096	315 716	341 200	533 327	473 130
Beholdninger	13 838	10 946	17 438	10 525	19 665	29 743
Andre kortsiktige	82 200	95 786	101 080	156 963	144 245	296 126
Valuta- og rentesikringsavtaler	50 892	17 600	47 875	38 812	-	15 671
Likvide midler	553 780	1 180 200	972 286	1 461 425	1 743 377	1 713 704
<b>Sum omløpsmidler</b>	<b>1 004 638</b>	<b>1 569 628</b>	<b>1 454 395</b>	<b>2 008 925</b>	<b>2 440 614</b>	<b>2 528 374</b>
<b>Sum eiendeler</b>	<b>6 718 347</b>	<b>7 282 178</b>	<b>8 074 740</b>	<b>9 347 515</b>	<b>10 912 330</b>	<b>13 017 722</b>

<b>EGENKAPITAL OG GJELD; TALL I NOK 1.000</b>						
<b>INNSKUTT EGENKAPITAL</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>
Aksjekapital	39 000	39 000	39 000	39 000	39 000	39 000
Overkursfond	198 396	198 396	198 396	198 396	198 396	198 396
<b>Sum innskutt egenkapital</b>	<b>237 396</b>	<b>237 396</b>	<b>237 396</b>	<b>237 396</b>	<b>237 396</b>	<b>237 396</b>
<b>OPPTJENT EGENKAPITAL</b>						
Annen egenkapital	2 536 226	2 847 836	3 294 087	3 191 897	4 201 936	6 014 499
<b>Sum opptjent egenkapital</b>	<b>2 536 226</b>	<b>2 847 836</b>	<b>3 294 087</b>	<b>3 191 897</b>	<b>4 201 936</b>	<b>6 014 499</b>
Minoritetsinteresser	-	791	2 229	814	656	-
<b>Sum egenkapital</b>	<b>2 773 622</b>	<b>3 086 023</b>	<b>3 533 712</b>	<b>3 430 107</b>	<b>4 439 988</b>	<b>6 251 895</b>

<b>LANGSIKTIG GJELD</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>
Pensjonsforpliktelser	50 015	50 234	57 510	56 721	56 181	60 118
Utsatt skatt	92 189	19 751	21 946	7 989	-	14 902
Obligasjoner	-	300 000	300 000	-	-	-
Leasing forpliktelse	259 915	244 411	294 988	-	-	-
Langsiktig skattegjeld	-	-	-	880 614	508 476	-
Rentebærende gjeld	2 769 857	2 750 510	2 987 416	3 805 923	4 719 722	5 466 499
<b>Sum langsiktig gjeld</b>	<b>3 171 976</b>	<b>3 364 906</b>	<b>3 661 860</b>	<b>4 751 247</b>	<b>5 284 379</b>	<b>5 541 519</b>

<b>KORTSIKTIG GJELD</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>
Leverandørgjeld	90 040	96 821	112 482	165 574	204 593	177 019
Betalbar skatt	11 072	50 957	18 180	122 073	99 514	22 325
Valuta- og rentesikringsavtaler	-	-	-	-	153 134	-
Annen kortsiktig gjeld	143 799	145 465	189 187	183 192	220 041	253 193
Kortsiktig del av langsiktig gjeld	527 838	538 006	559 319	695 322	510 681	771 771
<b>Sum kortsiktig gjeld</b>	<b>772 749</b>	<b>831 249</b>	<b>879 168</b>	<b>1 166 161</b>	<b>1 187 963</b>	<b>1 224 308</b>

<b>Sum gjeld</b>	<b>3 944 725</b>	<b>4 196 155</b>	<b>4 541 028</b>	<b>5 917 408</b>	<b>6 472 342</b>	<b>6 765 827</b>
------------------	------------------	------------------	------------------	------------------	------------------	------------------

<b>Sum gjeld og egenkapital</b>	<b>6 718 347</b>	<b>7 282 178</b>	<b>8 074 740</b>	<b>9 347 515</b>	<b>10 912 330</b>	<b>13 017 722</b>
---------------------------------	------------------	------------------	------------------	------------------	-------------------	-------------------

Tabell 2: Balanse 2004 til 2009

## 6.3 Omgruppering for analyse

Farstad rapporterer regnskapene sine i samsvar med IFRS, en oppstilling som fokuserer på soliditet og risiko i selskapet. En slik oppstilling er nyttig for kreditorer, men mindre nyttig for investorer. Egenkapitalinvestorer ønsker informasjon om inntjeningen til egenkapitalen i dag og hvordan denne vil utvikle seg i fremtiden, for slik å kunne fatte fornuftige avgjørelser. Fokus på oppstillingen må da være på normalisert verdiskapning og utdeling, og den må kunne forklare kildene til normalisert verdiskapning. Dette krever en omgruppering av regnskapstallene, og gjennomføres i fire steg.

### 6.3.1 *Steg 1: Omgruppering av avsatt utbytte*

Ifølge NGRS, som var regnskapsstandarden frem til 2005, skulle foreslått utbytte avsettes og føres som kortsiktig gjeld. Ettersom det er eierne som mottar utbytte vil det i et investorperspektiv være feil å føre avsatt utbytte som gjeld, og det må derfor omgrupperes fra kortsiktig gjeld til egenkapital. IFRS gikk bort ifra dette, og avsatt utbytte skulle ikke lenger føres som kortsiktig gjeld. Farstad har brukt IFRS siden 2005, men har også justert finansregnskapene for 2003 og 2004 ut ifra IFRS prinsippene. Omgruppering for avsatt utbytte er derfor ikke nødvendig, men netto betalt utbytte er tatt med ettersom den skal brukes senere i oppgaven.

### 6.3.2 *Steg 2: Dirty surplus*

Føring av inntekter og kostnader direkte mot egenkapitalen er ifølge regnskapsloven § 4-3 et brudd på kongruensprinsippet, og kalles dirty surplus. Dette oppstår ved endring av regnskapsprinsipp, korrigerende av tidligere årsregnskap, eller når det i samsvar med god regnskapsskikk. Dirty surplus forekommer i Farstad sine finansregnskap blant annet grunnet endring av regnskapsprinsipp, endring av utsatt skatt, omregningsdifferanser valuta og andre egenkapitaleffekter. Tabellen under viser endringer etter omgruppering.

<b>Endring i EK etter omgruppering</b>	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Tall i NOK 1.000						
<b>Egenkapitalen 1/1</b>	<b>2 392 960</b>	<b>2 773 622</b>	<b>3 085 232</b>	<b>3 531 483</b>	<b>3 429 293</b>	<b>4 439 332</b>
Årsresultat	308 886	501 445	543 261	-89 327	1 225 555	1 931 503
+ dirty surplus	169 276	5 165	19 990	104 137	-59 516	76 060
<b>= Fullstendig nettoresultat</b>	<b>478 162</b>	<b>506 610</b>	<b>563 251</b>	<b>14 810</b>	<b>1 166 039</b>	<b>2 007 563</b>
+ NBU	-97 500	-195 000	-117 000	-117 000	-156 000	-195 000
<b>= Egenkapital 31/12</b>	<b>2 773 622</b>	<b>3 085 232</b>	<b>3 531 483</b>	<b>3 429 293</b>	<b>4 439 332</b>	<b>6 251 895</b>

Tabell 3: Endring i EK etter omgruppering

### 6.3.3 Steg 3: *Normalt og unormalt resultat*

Det fullstendige resultatet kan deles inn i to deler, det normale og det unormale resultatet. Det normale resultatet inneholder varige, permanente og normale poster som vil komme tilbake år etter år, og er derfor relevant for budsjetteringen og fremskrivingen. Poster som kun virker inn på en eller få perioder i analysen er lite relevante for fremtiden, og kategoriseres som ekstraordinære, diskontinuerlige eller andre unormale poster (Knivsflå 2009). Jeg har derfor omgruppert og delt inn i normalt og unormalt resultat.

Den foreslåtte endringen av rederibeskatningen fra 2006 førte til at akkumulert antatt skattefritt overskudd fra 1996 til 2006 kom til beskatning. Dom i høyesterett 12.mars 2010 gav rederiene medhold i at overgangsregelen var grunnlovsstridig. Farstad har derfor tilbakeført skatt for tilsvarende beløp, og andre korreksjoner ble også utført på regnskapene fra 2008. Disse postene har jeg kategorisert som andre unormale poster. Andre poster som jeg ser på som unormale inkluderer blant annet inntekter fra gevinst ved salg av skip, valutagevinst og tap, samt dirty surplus. Først presenteres:

Unormale finansinntekter	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Tall i NOK 1 000						
unormale finansinntekter	23 924	192 845	22 668	26 197	83 122	18 843
- unormale finanskostnader	-32 915	264 829	-22 674	-38 584	315 804	-349 506
= Unormalt finansresultat	56 839	-71 984	45 342	64 781	-232 682	368 349
- 28 % skatt på unormalt finansresultat	15 915	-20 156	12 696	18 139	-65 151	103 138
+ ekstraordinært finansresultat	0	0	0	0	0	0
+ finansielt dirty surplus	169 776	5 956	21 428	102 722	-59 674	75 404
<b>Unormalt netto finansresultat</b>	<b>210 700</b>	<b>-45 872</b>	<b>54 074</b>	<b>149 364</b>	<b>-227 205</b>	<b>340 615</b>
Unormal driftsinntekt	30 127	161 877	0	196 068	61 050	0
- unormal driftskostnad	0	0	0	0	0	0
Unormalt driftsresultat	30 127	161 877	0	196 068	61 050	0
- dss % skatt på unormalt driftsresultat	2 772	9 389	0	19 803	5 556	0
unormalt resultat fra driftstilknyttede selskap	0	0	0	0	0	0
+ ekstraordinært netto driftsresultat	0	0	0	0	0	0
+ driftsrelatert dirty surplus	0	0	0	0	0	0
- unormal driftsskatt på normalt driftsresultat	-3 454	12 785	-8 409	-13 504	5 211	19 219
- unormal driftsskatt	0	0	0	943 516	-308 580	-635 595
<b>Unormalt netto driftsresultat til egenkapital</b>	<b>30 809</b>	<b>139 703</b>	<b>8 409</b>	<b>-753 747</b>	<b>358 864</b>	<b>616 376</b>
<b>Unormalt netto resultat</b>	<b>241 509</b>	<b>93 830</b>	<b>62 483</b>	<b>-604 383</b>	<b>131 659</b>	<b>956 992</b>
<b>Nettoresultat til egenkapitalen</b>	<b>2 004</b>	<b>2 005</b>	<b>2 006</b>	<b>2 007</b>	<b>2 008</b>	<b>2 009</b>
fullstendig nettoresultat til egenkapitalen	478 662	506 610	563 251	14 810	1 166 039	2 007 563
- unormalt netto driftsresultat til ek	30 809	139 703	8 409	-753 747	358 864	616 376
- unormalt netto finansresultat	210 700	-45 872	54 074	149 364	-227 205	340 615
<b>Nettoresultat til egenkapitalen (NORMAL)</b>	<b>237 153</b>	<b>412 780</b>	<b>500 768</b>	<b>619 193</b>	<b>1 034 380</b>	<b>1 050 571</b>

Tabell 4: Unormale finansinntekter

Skattekostnaden er også fordelt på det normale og unormale resultatet. Driftsskattesatsen på det unormale finansresultatet har jeg satt til 28 %.

For å finne driftsskattesatsen til det unormale driftsresultatet har jeg benyttet formelen:

$$dss = \frac{SK - 0,28(FR + UFR)}{(DR + UDR)}$$

<b>SK</b>	- skatterapportert kostnad
<b>FR</b>	- normalt finansresultat
<b>UFR</b>	- unormalt finansresultat
<b>DR</b>	- normalt driftsresultat
<b>UDR</b>	- unormalt driftsresultat

Figur 14:

I tillegg regner jeg ut ndss som er den gjennomsnittlige driftsskattesatsen for perioden som analyseres, ved å benytte formelen:

$$ndss = \frac{dss_1 + dss_2 + dss_T}{T}$$

Figur 15:

Driftsrelatert skattekostnad	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Rapportert skattekostnad	12 146	-12 322	31 600	1 014 534	-316 287	-507 813
- skatt på netto finansresultat	-41 922	-31 411	-47 944	-50 300	-62 088	-63 255
- skatt på unormalt finansresultat	15 915	-20 156	12 696	16 376	-69 827	106 941
Unormal skatt	0	0	0	943 516	-308 580	-635 595
= driftsrelatert skattekostnad	38 153	39 245	66 848	104 942	124 208	84 096
Driftsresultat (normalt)	383 786	511 412	700 748	844 003	1 302 642	1 281 251
+ unormalt driftsresultat	30 127	161 877	0	196 068	61 050	0
= driftsresultat før skatt	413 913	673 289	700 748	1 040 071	1 363 692	1 281 251
dss = driftsrelatert skattekostnad/ driftsresultat før skatt	0,092	0,058	0,095	0,101	0,091	0,066
ndss = gjennomsnittlig dss						0,084
ndss - dss = unormal skattesats	-0,008	0,026	-0,011	-0,017	0,007	0,018

Tabell 4: Driftsrelatert skattekostnad

#### 6.3.4 Steg 4: Drift kontra finans

For å finne ut av hvor mye driften koster av seg og hvor mye finansieringen koster er det viktig å skille mellom drift og driftsinvesteringer, og finansiering og finansiell investering (Penman 2007). Dette er viktig i en investororientert analyse som har som et mål å finne kildene til verdiskapning. Resultatregnskapet omgrupperes slik at fokus blir satt på drift og normale poster.

Tall i NOK 1.000	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Frakttinntekter	1 521 197	1 647 534	1 932 110	2 292 736	2 943 241	3 237 111
Andre inntekter	10 233	6 303	8 800	25 500	15 383	20 468
<b>Sum driftsinntekter</b>	<b>1 531 430</b>	<b>1 653 837</b>	<b>1 940 910</b>	<b>2 318 236</b>	<b>2 958 624</b>	<b>3 257 579</b>
Mannskapskostnader skip	502 541	509 686	584 954	702 938	789 673	926 878
Andre driftskostnader skip	255 906	253 228	256 101	305 675	350 428	421 208
Administrasjon	91 139	98 096	112 748	128 857	150 443	173 333
Avskrivninger	298 058	281 415	286 359	336 763	365 438	454 909
<b>Sum driftskostnader</b>	<b>1 147 644</b>	<b>1 142 425</b>	<b>1 240 162</b>	<b>1 474 233</b>	<b>1 655 982</b>	<b>1 976 328</b>
<b>Driftsresultat</b>	<b>383 786</b>	<b>511 412</b>	<b>700 748</b>	<b>844 003</b>	<b>1 302 642</b>	<b>1 281 251</b>
Driftsrelatert skattekostnad	32 238	42 959	58 863	70 896	109 422	107 625
<b>Netto driftsresultat</b>	<b>351 548</b>	<b>468 453</b>	<b>641 885</b>	<b>773 107</b>	<b>1 193 220</b>	<b>1 173 626</b>
Netto finansinntekt	10 549	19 552	30 087	49 460	60 624	44 073
<b>Nettoresultat til sysselsatt kapital</b>	<b>362 097</b>	<b>488 005</b>	<b>671 972</b>	<b>822 567</b>	<b>1 253 844</b>	<b>1 217 699</b>
Netto finanskostnad	118 348	100 323	153 372	174 270	208 254	216 508
netto minoritetsresultat	0	154	-782	153	158	0
<b>Nettoresultat til egenkapital</b>	<b>243 749</b>	<b>387 528</b>	<b>519 382</b>	<b>648 144</b>	<b>1 045 432</b>	<b>1 001 191</b>
Unormalt driftsresultat	30 809	139 703	8 409	-753 747	358 864	616 376
Unormalt finansresultat	210 700	-45 872	54 074	149 364	-227 205	340 615
<b>Fullstendig nettoresultat til egenkapital</b>	<b>485 258</b>	<b>481 359</b>	<b>581 865</b>	<b>43 761</b>	<b>1 177 091</b>	<b>1 958 182</b>
Netto betalt utbytte	98 000	195 000	117 000	117 000	156 000	195 000
Andre endringer til egenkapital	6 596	-25 251	18 614	28 951	11 052	-49 381
<b>Endring egenkapital</b>	<b>380 662</b>	<b>311 610</b>	<b>446 251</b>	<b>-102 190</b>	<b>1 010 039</b>	<b>1 812 563</b>

Tabell 5:

Balansen omgrupperes og fokus skifter fra likviditet til fokus på netto driftskapital. Netto driftskapital er kapital investert i driften av selskapet, og ikke i finansielle eiendeler (Penman 2007).

Netto driftskapital balanse						
Tall i NOK 1.000	2004	2005	2006	2007	2008	2009
netto anleggsmidler	5 556 538	5 631 000	6 529 249	7 259 509	8 395 895	10 384 181
+ driftsrelatert arbeidskapital	155 055	78 585	114 385	37 849	173 089	346 462
<b>= netto driftseiendeler</b>	<b>5 711 593</b>	<b>5 709 585</b>	<b>6 643 634</b>	<b>7 297 358</b>	<b>8 568 984</b>	<b>10 730 643</b>
Egenkapital	2 773 622	3 085 232	3 531 483	3 429 293	4 439 332	6 251 895
+ minoritetsinteresser	0	791	2 229	814	656	0
finansiell gjeld	3 557 610	3 832 927	4 141 723	5 381 859	5 892 013	6 238 270
- finansielle eiendeler	619 639	1 209 365	1 031 801	1 514 608	1 763 017	1 759 522
<b>= Netto finansiell gjeld</b>	<b>2 937 971</b>	<b>2 623 562</b>	<b>3 109 922</b>	<b>3 867 251</b>	<b>4 128 996</b>	<b>4 478 748</b>
<b>= Netto driftskapital</b>	<b>5 711 593</b>	<b>5 709 585</b>	<b>6 643 634</b>	<b>7 297 358</b>	<b>8 568 984</b>	<b>10 730 643</b>

Tabell 6: Netto driftskapitalbalanse



## 6.4 Justering av målefeil

I tillegg til omgrupperingene utført under steg 1 til 4, kan finansregnskapet justeres for målefeil.

Slike feil oppstår når regnskapsført verdi er høyere eller lavere en virkelig verdi. De finnes hovedsakelig tre typer målefeil. Type 1 oppstår ved avvik mellom korrekt historisk kost og virkelig verdi. Målefeil av type 2 skyldes avvik mellom regnskapsføring etter regnskapsloven og korrekt historisk kost, og den siste kommer av kreativ regnskapsføring.

Det er delte meninger om justering av målefeil fører til et mer verdirelevant regnskap eller om det fører til mer støy i regnskapstallene. Det må også vurderes om kostnaden ved å justere for målefeil er høyere enn nytten.

Revisor har ingen bemerkninger som kan tyde på at selskapet driver med kreativ regnskapsføring. Selskapet avskriver verdifulle skipskomponenter etter en fornuftig avskrivningsplan som følger IFRS. Finansiell gjeld og finansielle eiendeler er ført til estimert virkelig verdi i finansregnskapet. Selskapets mest verdifulle driftsmidler er skipene i flåten. Disse blir verdsatt to ganger årlig av tre uavhengige skipsmeglerselskap, og eventuelle nedskrivninger vil basere seg på disse.

Målefeil har en tendens til å viske hverandre ut ettersom de går i forskjellig retning.

Justering er viktig kun dersom man mistenker at feilen kan være stor og betydningsfull. I praksis er justering av målefeil heller uvanlig (Knivsflå 2009).

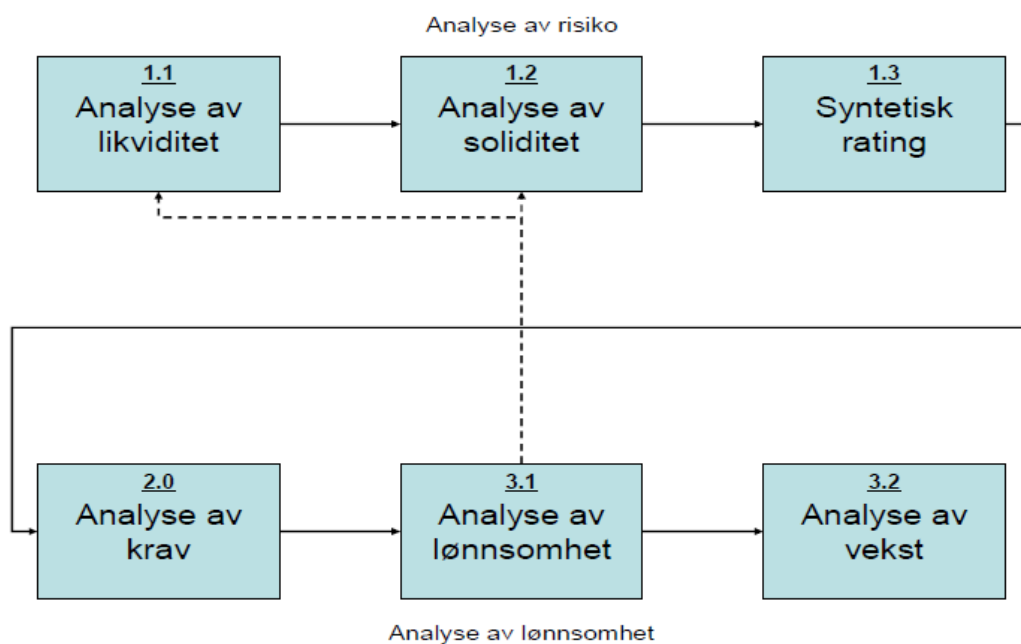
I tillegg besitter jeg som utenforstående mindre informasjon om Farstad Shipping ASA sine underliggende forhold, og føler at et forsøk på justering for målefeil vil kun skape mer støy. Jeg velger av den grunn og ikke å justere for målefeil, og beholde dermed verdiene fra det omgrupperte resultatregnskapet og balansen for videre bruk i analysen.

## 6.5 Analyse av forholdstall

Regnskapstall som presenteres i finansregnskapet er absolutte tall. De forteller lite om underliggende forhold i selskapet ettersom de er avhengige av selskapets størrelse. Ved å se for eksempel resultat i forhold til egenkapital vil forholdstallet vise hvor mye

egenkapitalen kaster av seg i prosent. Ettersom slike tall ikke avhenger av selskapets størrelse, kan de brukes til å sammenligne selskapet med konkurrentene, og danne et bedre bilde av selskapets underliggende forhold.

Det omgrupperte regnskapet vil danne grunnlaget for analysen av forholdstall. Modellen er todelt, hvor den ene delen fokuserer på risiko, og den andre fokuserer på lønnsomhet.



Figur 16: Analyse av risiko og lønnsomhet

### 6.5.1 *Analyse av risiko*

Selskapets risiko analyseres i to deler. Den første delen ser på selskapets kortsiktige risiko gjennom en analyse av selskapets likviditet. Den langsiktige risikoen kartlegges gjennom soliditetsanalysen. En samlet vurdering av risikoen i selskapet blir presentert i den syntetiske ratingen.

### 6.5.2 *Analyse av likviditet*

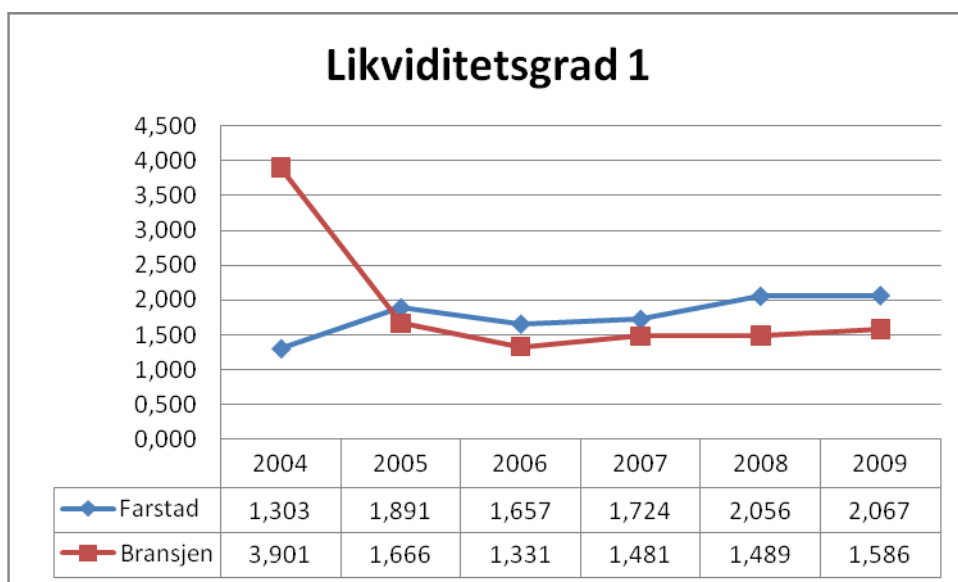
Likviditetsanalysen har som mål å kartlegge selskapets evne til å betale krav etter hvert som de forfaller, og den eventuelle risikoen for konkurs dersom selskapet ikke får

likviditetsproblemer. Risikoen kartlegges ved å analysere likviditetsgrad 1, likviditetsgrad 2, rentedekningsgraden og kontantstrømmen.

**Likviditetsgrad 1** ser på selskapets samlede likvide omløpsmidler i forhold til den samlede kortsiktige gjelden. En tommelfingerregel for likviditetsgrad 1, er i følge kredittvurderingsguiden på [www.bedin.no](http://www.bedin.no) (2007) at forholdstallet skal være over 1,5. Likviditetsgraden finnes ved:

$$lg1 = \frac{DOM_t + FOM_t}{KDG_t + KFG_t}$$

DOM	Driftsrelaterte omløpsmidler
FOM	Finansielle omløpsmidler
KDG	Kortsiktig driftsgjeld
KFG	Kortsiktig finansiell gjeld



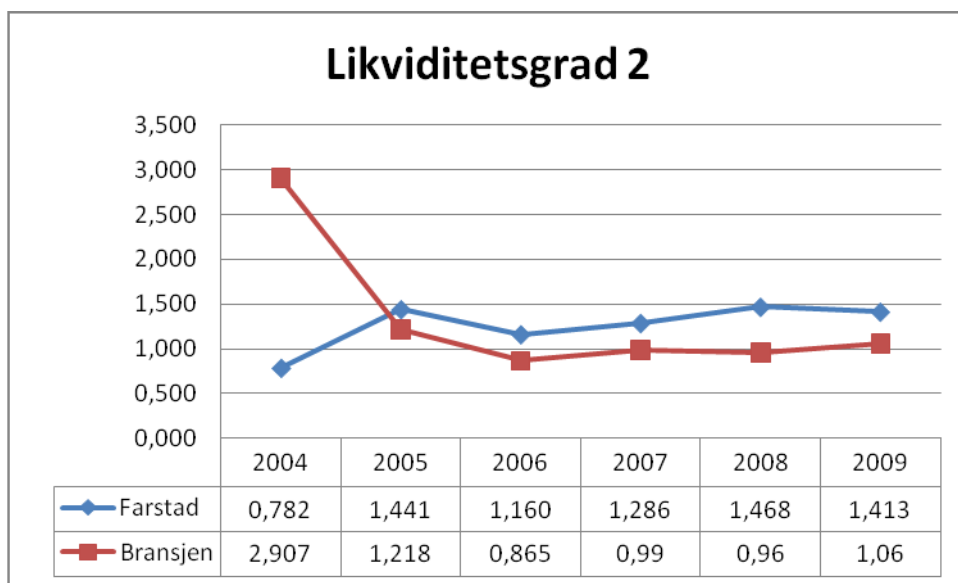
Figur 17: Likviditetsgrad 1

Farstad har holdt seg jevnt over bransjen gjennom hele perioden, med unntak av 2004. Forholdstallet viser at begge har gode evner til å betale sin kortsiktige gjeld ettehvert som den forfaller. Gjennomsnittet til Farstad sin lg1 ligger godt over 1,5, mens gjennomsnittet for bransjen ligger rett over 1,5. Utviklingen de siste årene har vært positiv for både Farstad og bransjen. Dette tyder på at omløpsmidlene har økt mer i forhold til den kortsiktige gjelden.

**Likviditetsgrad 2** ser på selskapets mest likvide omløpsmidler i forhold til den samlede kortsiktige gjelden. Med de mest likvide omløpsmidlene mener jeg de finansielle omløpsmidlene. Tommelfingelregelen for likviditetsgrad 2 forteller at forholdstallet bør være over 1 (Bedin, 2007). Forholdstallet finnes ved:

$$L2 = \frac{FOM}{KDG + KFG}$$

FOM	Finansielle omløpsmidler
KDG	Kortsiktig driftsgjeld
KFG	Kortsiktig finansiell gjeld



Figur 18: Likviditetsgrad 2

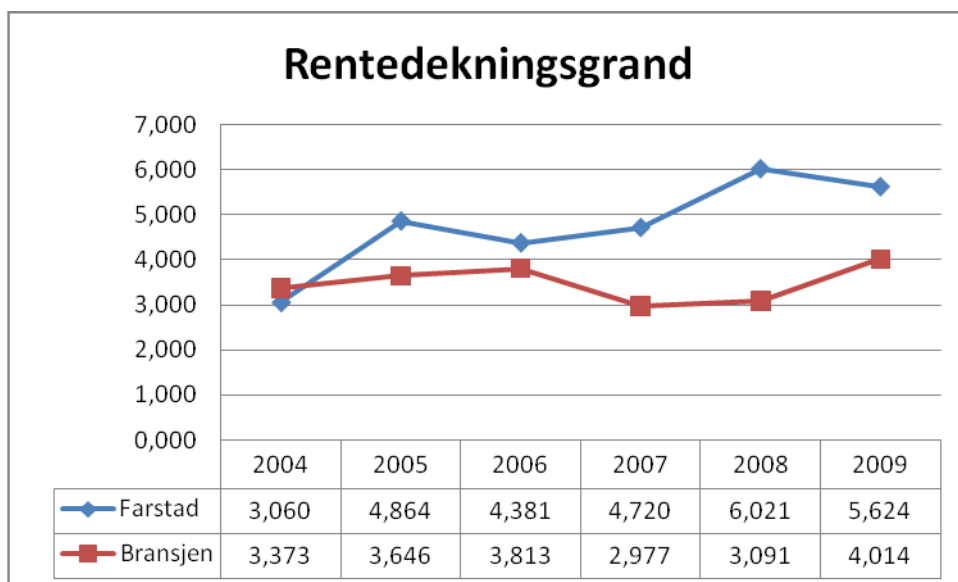
Forholdstallet til Farstad ligger over 1 gjennom hele perioden, med unntak av 2004 hvor den ligger godt under det som anses som bra. Utviklingen har vært positiv for Farstad de siste årene, mens den for bransjen har holdt seg ganske stabil på rundt 1. Dette betyr at bransjen klarer akkurat å dekke den kortsiktige gjelden med de finansielle omløpsmidlene. For Farstad sin del klarer de dette med god margin. Den positive trenden for Farstad viser at forholdet mellom selskapets finansielle eiendeler og kortsiktige gjeld har økt, selv om den i 2009 sank litt.

Analysen viser at selskapet har god likviditet, og jeg anser faren for konkurs som lav. Analysen viser kun situasjonen selskapet er i nå, men den positive veksten taler for at selskapet ikke vil oppleve betalingsproblemer med det første.

**Rentedekningsgraden (rdg)** ser på summen av selskapets netto driftsresultat og netto finansinntekter i forhold til netto finanskostnader. Forholdstallet gir oss en indikasjon på selskapets evne til å betjene sine renteforpliktelser, men tar ikke hensyn til selskapets gjeldsavdrag. Et forholdstall på under 1 betyr at selskapet må finansiere sine finanskostnader med selskapets egenkapital eller mer gjeld, og er svært uheldig. Forholdstallet bør være på over 3 (Bedin, 2007), og finnes ved:

$$rdg = \frac{NDR + NFI}{NFK}$$

NDR	Netto driftsresultat
NFI	Netto finansinntekt
NFK	Netto finanskostnad



Figur 19: Rentedekningsgrad

Rentedekningsgraden har gjennom perioden endret seg grunnet opptak av ny gjeld til flåtevekst, svingninger i gjeldsrenten, samt et volatilt marked i supplybransjen. Farstad sin rdg har i snitt vært på 4,8 og bransjen sitt snitt har vært 3,5. Dette betyr at verken Farstad eller bransjen har problemer med å betale sine renteforpliktelser, men som nevnt tar dette forholdstallet ikke høyde for gjeldsavdragene til selskapet. Jeg anser derfor risikoen for ikke å kunne dekke sine gjeldrenter som lav.

**Kontantstrømanalysen** fokuserer på selskapets likviditet, og ser på endringer i eiendeler og gjeld.

Omgruppert kontantstrøm	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Netto driftsresultat	351 548	468 453	641 885	773 107	1 193 220	1 173 626
Unormalt netto driftsresultat	30 809	139 703	8 409	-753 747	358 864	616 376
Endring i netto driftseiendeler	-20 151	-2 008	934 049	653 724	1 271 626	2 161 659
<b>Fri kontantstrøm fra drift</b>	<b>402 508</b>	<b>610 164</b>	<b>-283 755</b>	<b>-634 364</b>	<b>280 458</b>	<b>-371 657</b>
Netto finanskostnad	118 348	100 323	153 372	174 270	208 254	216 508
Endring i finansiell gjeld	-414 287	275 317	308 796	1 240 136	510 154	346 257
Netto minoritetsresultat	0	791	2 229	814	656	0
Endring i minoritetsinteresser	0	791	1 438	-1 415	-158	-656
<b>Fri kontantstrøm til EK fra drift</b>	<b>-130 127</b>	<b>785 158</b>	<b>-129 122</b>	<b>429 273</b>	<b>581 544</b>	<b>-242 564</b>
Netto utbetalt utbytte	97 500	195 000	117 000	117 000	156 000	195 000
<b>Fri KS til fin.inv. Fra drift</b>	<b>-227 627</b>	<b>590 158</b>	<b>-246 122</b>	<b>312 273</b>	<b>425 544</b>	<b>-437 564</b>
Netto finansinntekter	10 549	19 552	30 087	49 460	60 624	44 073
Unormalt netto finansresultat	210 700	-45 872	54 074	149 364	-227 205	340 615
<b>Endring i finansielle eiendeler</b>	<b>-6 378</b>	<b>563 837</b>	<b>-161 961</b>	<b>511 097</b>	<b>258 963</b>	<b>-52 876</b>
Inngående finansielle eiendeler	619 639	1 209 365	1 031 801	1 514 608	1 763 017	1 759 522
<b>Utgående finansielle eiendeler</b>	<b>613 261</b>	<b>1 773 202</b>	<b>869 840</b>	<b>2 025 705</b>	<b>2 021 980</b>	<b>1 706 646</b>

Tabell 7:

Selskapets netto driftsresultat økte hvert år frem til 2009, delvis grunnet flåtevekst, og dels grunnet det sterke markedet med høye rater. Det kan virke som at selskapet finansierte økningen av netto driftseiendeler ved å ta opp mer lån, ettersom endringer i finansiell gjeld også økte gjennom hele perioden. Dette kan muligens forklares med den positive gjeldsgearingen selskapet har.

Fremtidsutsiktene for markedet gir ingen indikasjon på en rask bedring. Markedet gikk brått fra sterkt til svakt i årskiftet 2008 til 2009. Selv med en større flåte ble netto driftsresultat lavere i 2009 enn 2008. Netto drifteieendeler fortsetter å øke ettersom flåten vokser grunnet levering av skip bestilt før 2009, og det samme gjelder netto netto finansiell gjeld. Rentedeckningsgraden ble også svekket i 2009. Store endringer i kontantstrømmen, i kombinasjon med et svakt marked har svekket likviditeten i selskapet, noe som igjen betyr økt kortsiktig risiko.

### 6.5.3 *Soliditetsanalyse*

Den langsiktige kreditrisikoen til Farstad analyseres gjennom en soliditetsanalyse. Formålet med analysen er å kartlegge om selskapets finansiering evner til å stå imot fremtids tap. Ettersom tap blir ført mot egenkapitalen, vil størrelsen på egenkapitalen

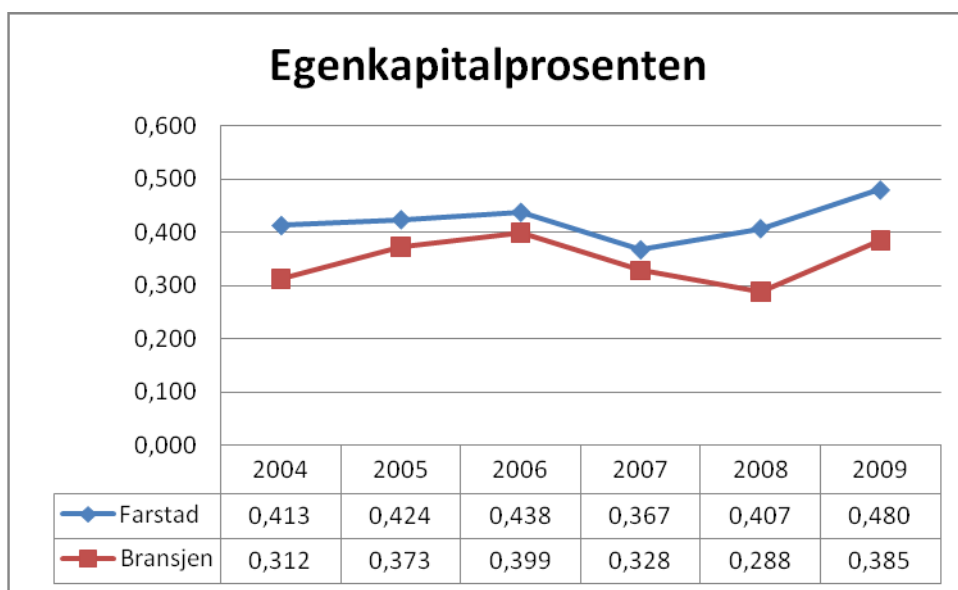
kunne fortelle noe om hvor store tap selskapet kan ta før den risikerer konkurs. Analysen gjennomføres i to deler. Først analyseres egenkapitalprosenten for selskapet gjennom hele perioden, deretter utføres det en statistisk finansieringsmatrise for 2009.

#### 6.5.4 Analyse av egenkapitalprosenten

Egenkapitalprosenten forteller om forholdet mellom egenkapitalen og totalkapitalen, den sysselsatte kapitalen eller netto driftskapital. Jeg har valgt å se på egenkapitalen i forhold til totalkapitalen. Forholdet vil gi et inntrykk av hvor solid selskapet er, og finnes ved:

$$ekp = \frac{EK}{TK}$$

EK	Egenkapital
TK	Totalkapital



Figur 20: Egenkapitalprosenten

Egenkapitalprosenten til Farstad er ligger over 40 % med unntak av i 2007. Utviklingen i Farstad og bransjen følger hverandre, og begge har de siste årene opplevd en positiv økning. Dette tyder på at egenkapitalen har økt mer enn gjelden. Farstad har i snitt en egenkapitalprosent som er 7 % høyere enn bransjegenomsnittet. Dette betyr at Farstad kan tåle mer tap enn bransjen, og er derfor mer solid.

### 6.5.5 Statisk finansieringsmatrise

Den statiske finansieringsmatrisen viser hvordan eiendelene til selskapet er finansiert ved et gitt tidspunkt. Formålet er å få frem hvor risikabel selskapets finansiering er. Finansiering ved egenkapital er den minst risikable, i motsetning til kortsiktig finansiellgjeld som er den mest risikable (Brealey, Myers and Allen, 2006). Desto raskere bunnen av matrisen blir nådd, desto mindre risikabel er finansieringen.

	EK	MI	LDG	LFG	KDG	KGF	2009
DAM	6 251 895	0	75 020	4 132 286			10 459 201
FAM				30147			30 147
DOM				798999			798 999
FOM				505 067	452 537	771 771	1 729 375
TK	6 251 895	0	75 020	5 466 499	452 537	771 771	13 017 722

Tabell 8:

Matrisen viser at rundt 90 % av selskapets eiendeler er finansiert av egenkapital og langsiktig finansiell gjeld. Finansieringsstrukturen til selskapet er dermed lite risikabel. Egenkapitalanalysen viste at selskapet har en høy egenkapital i forhold til totalkapitalen, og er bedre rustet enn bransjen til å tåle tap. I tillegg viser analysen en positiv utvikling av egenkapitalprosenten. Den statiske finansieringsmatrisen viste at selskapet er sterkt finansiert av egenkapital og langsiktig gjeld, to former for finansiering som er forbundet med lav til middels risiko. Den langsiktige kreditrisikoen anser jeg derfor som lav.

### 6.5.6 Syntetisk rating

Selskapets kortsiktige og langsiktige risiko summeres og gis en karakter i form av en syntetisk rating. En syntetisk rating anslår selskapets sannsynlighet for konkurs. Jeg har valgt å bruke Standard & Poor's ratingsystem, som er basert på forholdstallene likviditetsgrad 1 og 2, egenkapitalprosenten og netto driftskapitalrentabilitet. Det siste forholdstallet finne ved:

$$\text{Nettodriftskapitalrentabilitet} = \frac{NDR_t}{NDK_{t-1} + \frac{\Delta NDK_t - NDR_t}{2}}$$

Figur 21:



Ratingsystemet plasserer selskapene inn ratingklasser ut ifra forholdstallene, hvor den beste klassen med lavest risiko er AAA og den dårligste er D. I tillegg til predikere en konkurssannsynlighet, brukes også ratingen for å finne kreditrisikopremien. Først presenteres en syntetisk rating for 2009, og deretter presenteres en tabell som ser på selskapets rating gjennom hele perioden.

		Årlig konkurs	Likviditetsgrad 1	Rentedekningsgrad	Egenkapitalprosent	Netto driftsrentabilitet
AAA	Investment grade	0,0001	8,9	11,6	0,895	0,308
AA		0,0012	4,6	4,825	0,755	0,216
A		0,0024	2,35	2,755	0,55	0,131
BBB	Speculative	0,0037	1,45	1,69	0,38	0,082
BB		0,0136	1,05	1,06	0,27	0,054
B		0,0608	0,75	0,485	0,175	0,026
CCC	High yield & junk	0,3385	0,55	-0,345	0,105	-0,002
CC		0,5418	0,45	-1,17	0,03	-0,03
C		0,7752	0,35	-1,885	-0,1	-0,058
D	In default	0,9999	0,3	-2,41	-0,18	-0,072
<b>SYNTETISK RATING 2009</b>						

Tabell 9:

Rentedekningsgraden er svært god i Farstad, og får ratingen AA i 2009. De resterende forholdstallene blir rated som BBB. I snitt gir dette en rating på BBB/A, og sannsynligheten for konkurs i løpet av neste år er svært lav, kun 0,3 prosent.

	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Likviditetsgrad 1	BB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB
Rentedekningsgrad	A	AA	A	A	AA	AA
Egenkapitalprosent	BBB	BBB	BBB	BB	BBB	BBB
Netto driftsrentabilitet	BB	BBB	BBB	BBB	AA	BBB
Gjennomsnitt Farstad	BBB/BB	BBB/A	BBB	BBB	A	BBB/A
Gjennomsnitt bransjen	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB

Tabell 10:

Tabellen viser at selskapet har oppnådd en god rating gjennom hele analyseperioden, med sitt beste år i 2008. Selskapets har de to siste årene fått en bedre rating enn bransjen. Ratingen selskapet oppnår forteller at Farstad er et stabilt selskap med lav kreditrisiko, og sannsynligheten for konkurs er svært lav.

## 6.6 Analyse av avkastningskrav

For å kunne evaluere om rentabiliteten til en investering er god, må den sammenlignes med avkastningen til andre lignende selskap. Avkastningen skal være minst like god som avkastningen til de lignende selskapene. Dersom den er høyere tyder det på at selskapet har et konkurransefortrinn og genererer superprofitt.

Avkastningskravet til egenkapitalen, finansiell gjeld, netto finansiell gjeld og netto driftskapital har forskjellig avkastningskrav, og disse må beregnes. Verdsettelsen bygger på nominelle størrelser etter skatt, og avkastningskravene vil derfor også følge dette.

### 6.6.1 Avkastningskrav til egenkapitalen

Avkastningskravet vil bli estimert ved bruk av kapitalverdimodellen. For å bruke CAPM forutsettes det blant annet at markedet er perfekt ved at investor kun får betalt for den systematiske risikoen, ikke den usystematiske. Den usystematiske risikoen kan en investor selv fjerne ved å være veldiversifisert. Egenkapitalkravet estimeres ut ifra risikofri rente, markedets risikopremie, beta. En likviditetspremie blir også lagt til dersom selskapets aksjer er lite likvide. Egenkapitalkravet finnes ved:

$$ekk = r_f + (r_m - r_f) * \beta + \lambda$$

Figur 22:

Førts må jeg beregne de forskjellige faktorene.

**Den risikofrie renten** har jeg beregnet ved å bruke 3 måneders effektiv NIBOR. Det er denne renten bankene benytter seg imellom. Ved først å trekke fra et risikotillegg på 10 %, og deretter trekke fra 28 % skatt, finner jeg den risikofrie renten etter skatt som skal benyttes.

Risikofri rente	2004	2005	2006	2007	2008	2009
NOBOR rente 3 mnd	0,020	0,022	0,031	0,050	0,062	0,025
- Risikotillegg; 10 % av NIBOR	0,002	0,002	0,003	0,005	0,006	0,002
= Risikofri rente før skatt	0,018	0,020	0,028	0,045	0,056	0,022
- 28 % skatt	0,005	0,006	0,008	0,012	0,016	0,006
= Risikofri rente etter skatt	0,013	0,014	0,020	0,032	0,040	0,016

Tabell 11:

**Markedets risikopremie** er markedsrenten minus den risikofrie renten. Dette er en premie investorer krever for å ta den ekstra risikoen ved å investere i aksjemarkedet.

Risikopremien er veldig sensitiv overfor lengden av måleperioden. Jeg har derfor valgt å beregne risikopremien ut ifra et vektet snitt, hvor langtidsperspektivet vektlegges med 2/3 og det kortsiktige perspektivet vektlegges med 1/3 (Knivsflå 2009). Det langsiktige perspektivet bygger på normaliserte risikopremie på Oslo Børs mellom 1958 og frem til i dag. Det kortsiktige perspektivet er fra 2004 til 2009.

Vektet	Tid	2004	2005	2006	2007	2008	2009	Gjennomsnitt
(2/3)	Årlig risikopremie 1958 - t	0,031	0,036	0,039	0,038	0,033	0,033	0,035
(1/3)	Årlig risikopremie 1995 - t	0,017	0,021	0,021	0,017	0,008	0,012	0,016
	Risikopremie	0,049	0,057	0,060	0,055	0,041	0,045	0,051

Tabell 12:

**Beta ( $\beta$ )** måler hvor sterk samvariasjonen er mellom selskapets avkastning og markedets avkastning. Jeg har beregnet den historiske betaen til selskapet ved å utføre en regresjon av de daglige avkastningene mellom 31/12/2004 og 31/12/2009 for Farstad mot Oslo Børs. Den gjennomsnittlige betaen ble 0,3841. Etersom beatverdiene på lang sikt vil vende tilbake til markedsbetaen som er 1, justeres beta derfor ved Meryll – Lynch metoden. Den estimerte betaen på 0,3841 justeres ved å vekte markedsbetaen med 1/3 og den estimerte betaen med 2/3. Den justerte betaen blir da 0,5894. Dette estimatet forutsetter at selskapet ikke har endret struktur i løpet av analyseperioden. Farstad sin struktur har vært lik og tilnærmet uendret mellom 2004 og 2009, og estimatet på 0,5894 vil derfor bli brukt videre. For å kunne estimere egenkapitalbetaen for alle år i perioden må netto driftsbeta og netto finansiell gjeldsbeta beregnes. Netto driftskapitalbeta finnes ved:

$$\beta_{NDK} = \beta_{EK} * \frac{EK}{NDK} + \beta_{NFG} * \frac{NFG}{NDK}$$

EK	Egenkapital
NDK	Netto driftskapital
NFG	Netto finansiell gjeld

Figur 23:

Jeg tar utgangspunkt i Miller – Modiglianis første teorem, som sier at verdien av et selskap ikke er avhengig av finansieringsstrukturen og forutsetter dermed at nettopp driftsbeta er konstant gjennom hele analyseperiode (Brealey et.al., 2006). Miller – Modiglianis teorem er mindre realistisk ettersom rentekostnader reduserer skatten, og en konkurs vil føre med seg kostnader. Jeg velger allikevel å stå ved denne antagelsen. Dette tilsier at egenkapitalbetaen kun er avhengig av selskapets finansiering og finnes ved:

$$\beta_{EK} = \beta_{NDK} + (\beta_{NDK} - \beta_{NFG}) * \frac{NFG}{EK + MI}$$

Figur 24:

Netto finansiell gjeldsbeta blir null ettersom det forutsettes at den systematiske risikoen i finansiell gjeld blir balansert med den systematiske risikoen til finansielle eiendeler. Den finansielle gjeldsbetaen finnes ved:

$$\beta_{FG} = \beta_{FE} * \frac{FE}{FG}$$

Finansielle betaverdier	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2004-2009
Finansiell gjeldsbeta (Bfg)	0,019	0,008	0,014	0,010	0,003	0,007	0,010
Finansiell gjeldsvekt (FG/NFG)	1,211	1,461	1,332	1,392	1,427	1,393	1,369
Finansiell eiendelsbeta (Bfe)	0,106	0,024	0,058	0,035	0,011	0,026	0,043
Finansiell eiendelsvekt (FE/NFG)	0,211	0,461	0,332	0,392	0,427	0,393	0,369
Netto finansiell gjeldsbeta	0	0	0	0	0	0	0

Tabell 13:

De finansielle eiendelene består av kontanter, fordringer etter tapsavsetninger og investeringer. Kontanter og fordringer forutsettes å være risikofrie og vil dermed ha en beta på null. Beta til investeringer forutsettes å ha den samme systematiske risikoen som markedet, og settes derfor lik 1. Beta til finansielle eiendeler kan dermed finnes ved:

$$\beta_{FE} = \frac{INV}{FE}$$

Finansiell eiendelsbeta	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Investeringsbeta	1	1	1	1	1	1
Andel plassert i investeringer (INV/FE)	0,106	0,024	0,058	0,035	0,011	0,026
Finansiell eiendelsbeta (Bfe)	0,106	0,024	0,058	0,035	0,011	0,026

Tabell 14:

Ettersom netto driftsbeta er satt som konstant gjennom hele perioden, kan egenkapitalbetaen og minoritetsbetaen beregnes ved å løse ligningen:

$$\beta_{EK} = \frac{\beta_{NDK}}{(EK/NDK) + (MI/NDK)}$$

Netto driftsbeta	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2004-2009
Egenkapitalbeta	0,7071	0,6353	0,6456	0,7306	0,6627	0,5894	0,6618
EK/NDK	0,4856	0,5404	0,5316	0,4699	0,5181	0,5826	0,5214
Minoritetsbeta	0,7071	0,6353	0,6456	0,7306	0,6627	0,5894	0,6618
MI/NDK	0,0000	0,0001	0,0003	0,0001	0,0001	0,0000	0,0001
Netto finansiell gjeldsbeta	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
NFG/NDK	0,5144	0,4595	0,4681	0,5300	0,4819	0,4174	0,4785
Netto driftsbeta	0,3434	0,3434	0,3434	0,3434	0,3434	0,3434	0,3434

Tabell 15:

Minoritetsinteressene er svært lave, og i tillegg ikke til stede i 2004 og 2009.

Egenkapitalbetaen har holdt seg jevnt gjennom hele analyseperioden, med små endringer fra år til år.

**Likviditetspremie ( $\lambda$ )** blir lagt til dersom det oppstår markedssvikt. Dette kan blant annet komme av at investor og selskapet har ulik informasjon, eller investor ønsker å være lite diversifisert.

Likviditetspremien fastsettes ut ifra en vurdering av markedssvikten. Farstad er et familieselskap, med flere langtidsinvestorer på eiersiden. De fem største aksjonærene kontrollerer over 65 % av aksjene, og handelshistorikk fra Oslo Børs viser at selskapets aksjer er mindre likvide. Av den grunn velger jeg å sette likviditetspremien til 2 %.

Jeg har nå regnet ut og estimert alle beregningene som skal til for å kunne beregne

**egenkapitalkravet:**

Egenkapitalkrav	2004	2005	2006	2007	2008	2009	Gjennomsnitt
Risikofri rente etter skatt	0,013	0,014	0,020	0,032	0,040	0,016	0,023
Risikopremie etter skatt	0,049	0,057	0,060	0,055	0,041	0,045	0,051
Betaverdi	0,707	0,635	0,646	0,731	0,663	0,589	0,662
Likviditetspremie	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
Egenkapitalkrav (EKK)	0,067	0,070	0,079	0,092	0,088	0,062	0,077

Tabell 16:

Egenkapitalkravet til Farstad har holdt seg stabilt gjennom hele analyseperioden, og viser til et gjennomsnitt på 7,7 %. Utrekning av avkastningskravet til minoriteten er sett bort ifra ettersom minoriteten er minimal og ikke tilstede i flere av årene.

### 6.6.2 Finansielt gjeldskrav

Dette kravet blir satt av kreditorene, og er prisen de tar for å låne ut penger. Kravet blir beregnet ut ifra risikofri nominell rente, risikopremie for systematisk risiko, kredittrisikopremie og administrasjonskostnader. Det forutsettes at administrasjonskostnadene er inkludert i NIBOR og at kredittrisikopremien blir beregnet ut ifra karakteren selskapet fikk fra den syntetiske ratingen. Gjeldskravet finnes ved:

$$fgk = (risikofri\ rente + adm.kostnader) + \beta_{FG} * risikopremie\ til\ markedet + kredittrisikopremie$$

Finansielt gjeldskrav	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Syntetisk rating	BBB/BB	BBB/A	BBB	BBB	A	BBB/A
Kredittrisikofaktor	0,5	0,325	0,4	0,4	0,025	0,325
Risikofri rente etter skatt	0,013	0,014	0,020	0,032	0,040	0,016
Kredittrisikopremie	0,006	0,005	0,008	0,013	0,001	0,005
Finansielt gjeldskrav (FGK)	0,019	0,019	0,028	0,045	0,041	0,021

Tabell 17:

Det finansielle gjeldskravet varierer litt gjennom hele perioden, noe som er konsistent med hvordan markedssituasjonen i verden har vært de siste årene. Det gjennomsnittlige finansielle gjeldskravet for perioden er på 2,9 %.

### 6.6.3 Finansielt eiendelskrav

Det finansielle eiendelskravet avhenger av hvor selskapet plasser sine finansielle eiendeler. De finansielle eiendelene vil normalt bli plassert i kontanter eller aksjemarkedet. Kravet til kontanter vil være lik den risikofrie renten, og kravet til eiendeler plassert i aksjemarkedet vil være lik markedsavkastningen. Det finansielle eiendelskravet finnes ved:

$$fek = v * r_f + (1 - v) * r_m$$

Finansielt eiendelskrav	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Andel plassert i kontanter	0,894	0,976	0,942	0,965	0,989	0,974
Krav til avkastning (Rf)	0,013	0,014	0,020	0,032	0,040	0,016
Andel plassert i andre fin. midler	0,106	0,024	0,058	0,035	0,011	0,026
Krav til avkastning (Rm)	0,062	0,071	0,080	0,087	0,081	0,061
Finansielt eiendelskrav	0,018	0,016	0,024	0,034	0,041	0,017

Tabell 18:

Det finansielle eiendelskravet til Farstad er forholdsvis lavt, med et gjennomsnitt på 2,5 % for perioden. Dette skyldes at selskapet har få investeringer i finansmarkedet, og ettersom kontanter krever risikofri rente etter skatt, ligger kravet rett over denne.

### 6.6.4 Netto finansielt gjeldskrav

Netto finansielt gjeldskrav finnes ved:

$$nfgk = \left( fgk * \frac{FG}{NFG} \right) - \left( fek * \frac{FE}{NFG} \right)$$

Netto finansielt gjeldskrav	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Finansielt gjeldskrav	0,019	0,019	0,028	0,045	0,041	0,021
Finansiell gjeldsvekt (FG/NFG)	1,211	1,461	1,332	1,392	1,427	1,393
Finansielt eiendelskrav	0,011	0,013	0,018	0,030	0,039	0,015
Finansiell eiendelsvekt (FE/NFG)	0,211	0,461	0,332	0,392	0,427	0,393
Netto finansielt gjeldskrav	0,021	0,022	0,031	0,051	0,042	0,023

Tabell 19:

Netto finansielt gjeldskrav stiger fra 2004 til 2007 hvor den topper på 5,1 %, og synker deretter ned til 2,3 % i 2009. Gjennomsnittet for perioden er 3,2 %.

### 6.6.5 Netto driftskrav

Netto driftskrav beregnes ved å vekte kravet til egenkapitalen og netto finansiell gjeld. Som tidligere nevnt ser jeg bort ifra minoriteter. Kravet finnes ved:

$$ndk = \left( ekk * \frac{EK}{NDK} \right) + \left( nfgk * \frac{NFG}{NDK} \right)$$

Figur 25:

Avkastningskravene skal ifølge Brealey et.al. (2006) beregnes ved å benytte markedsverdiene i vektene. Ettersom jeg utfører en fundamental verdsettelse benytter jeg de balanseførte verdiene.

Netto driftskrav	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Egenkapitalkrav	0,067	0,070	0,079	0,092	0,088	0,062
EK/ NDK	0,486	0,540	0,532	0,470	0,518	0,583
Netto finansiell gjeldskrav	0,021	0,022	0,031	0,051	0,042	0,023
NFG/ NDK	0,514	0,460	0,468	0,530	0,482	0,417
Netto driftskrav	0,044	0,048	0,057	0,070	0,066	0,046

Tabell 20:

Netto driftskrav har økte jevnt fra 2004 til 2007. Dette sammenfaller med at den risikofrie renten har økt i denne perioden, og dermed drevet opp egenkapitalkravet og kravet til netto finansiell gjeld.

## 6.7 Analyse av lønnsomhet

Rentabiliteten er et mål på hvor mye de ulike former for kapital gir i avkastning. Ved å analysere lønnsomheten til Farstad ønsker jeg å få frem egenkapitalrentabiliteten, og måle denne mot egenkapitalkravet til selskapet og til bransjen. Dersom rentabiliteten er høyere



enn kravet betyr det at Farstad har et konkurranseforetrinn og oppnår superrentabilitet. For å avdekke hvilke underliggende forhold som fører til rentabilitet vil egenkapitalen dekomponeres i forhold til netto driftsrentabilitet (Penman 2007). Jeg benytter en egenkapitalrentabilitet på etterskuddsbasis, som finnes ved:

$$\text{rentabilitet} = \frac{\text{resultat}}{IB\text{kapital} + (\Delta\text{kapital} - \text{resultat}) / 2}$$

Figur 26:

### 6.7.1 Egenkapitalrentabilitet

Egenkapitalrentabiliteten finnes ved:

$$\text{Rentabilitet} = \frac{NRE}{EK_{t-1} + (\Delta EK_t - NRE_t) / 2}$$

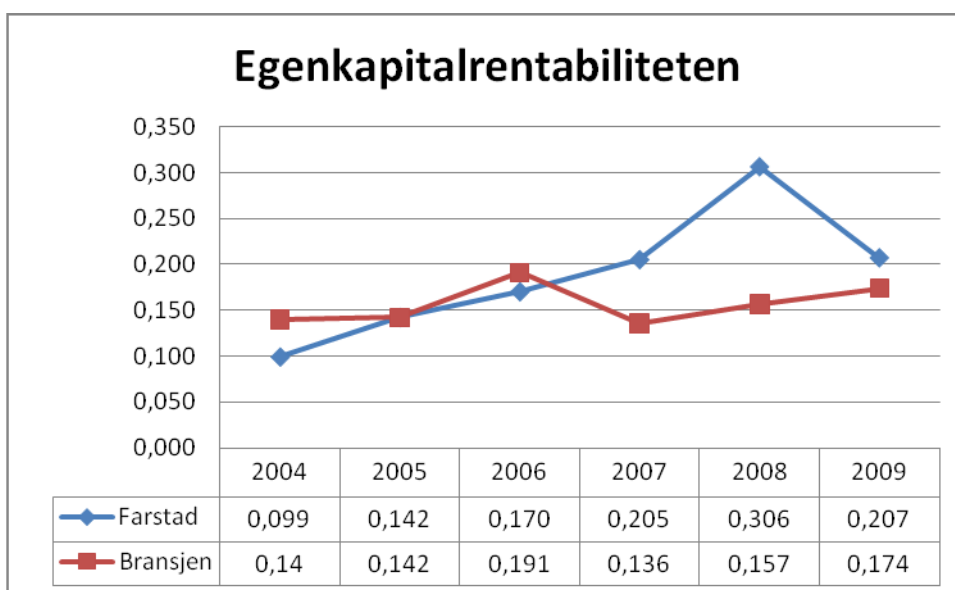
Figur 27:

Dersom egenkapitalen er høyere enn egenkapitalkravet som jeg beregnet tidligere, vil differansen være selskapets superprofitt.

Egenkapitalrentabilitet	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Egenkapitalrentabilitet	0,099	0,142	0,170	0,205	0,306	0,207
Egenkapitalkrav	0,067	0,070	0,079	0,092	0,088	0,062
Superprofitt	0,032	0,071	0,091	0,113	0,219	0,144

Tabell 21:

Beregningene viser at Farstad hadde en stigende rentabilitet frem til 2008. Dette skyldes det sterke markedet som vokste frem grunnet stigende oljepris og den lave renten. Rentabiliteten ble svekket i 2009 grunnet et svakt marked. Selskapet har klart å generere superprofitt gjennom hele perioden, og snittet ligger på 11,2 %. Dette samsvarer med at jeg i den strategiske analysen konkluderte med at selskapet besitter ressurser som generer et kortsiktig konkurransefortrinn.



Figur 27: Egenkapitalrentabiliteten

Grafen viser at selskapet først generer superprofitt mot bransjen i 2007. Den stiger kraftig i 2008, men faller igjen i 2009. Det kan se ut som at rentabiliteten til selskapet går mot bransjegjennomsnittet, ettersom rentabiliteten til Farstad faller og mens bransjen sin rentabilitet øker. Dette er naturlig ved konkurranse (Penman 2007). Dette samsvarer med at jeg i den strategiske analysen konkluderte med at selskapet besitter ressurser som generer konkurransefortrinn, men som ikke er varige.

### 6.7.2 Dekomponering av egenkapitalrentabiliteten

Egenkapitalrentabiliteten til selskapet er lønnsom, og ved å dekomponere egenkapitalen vil jeg finne de underliggende forholdene som fører til dette. Jeg dekomponerer egenkapitalen i drift og finansiering. Drift analyseres ved netto driftsrentabilitet, og finansiering analyseres ved netto finansiell gearing.

**Netto driftsrentabilitet (ndr)** viser forholdet mellom netto driftskapital og netto driftsresultat. Ved å dekomponere etter Du – Pont modellen finner jeg netto driftsmargin og omløpet til netto driftseiendeler. Netto driftsrentabilitet vises ved:

$$ndr = \frac{NDR_t}{NDK_{t-1} + (\Delta NDK_t - NDR_t) / 2} = \frac{NDR_t}{DI_t} * \frac{DI_t}{NDK_{t-1} + (\Delta NDK_t - NDR_t) / 2}$$

Netto driftsrentabilitet	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Netto driftsmargin	0,230	0,283	0,331	0,333	0,403	0,360
* Omløpet til netto driftseiendeler	0,277	0,302	0,286	0,320	0,344	0,290
= Netto driftsrentabilitet	0,064	0,086	0,095	0,107	0,139	0,105
- Netto driftskrav	0,044	0,048	0,057	0,070	0,066	0,046
= Superprofitt i driften	0,020	0,038	0,038	0,036	0,073	0,058
Netto driftsrentabilitet	0,064	0,086	0,095	0,107	0,139	0,105
Bransjegjennomsnitt	0,092	0,091	0,126	0,086	0,096	0,089
Superprofitt i driften	-0,028	-0,005	-0,031	0,021	0,043	0,016

Tabell 22:

Netto driftsrentabilitet til Farstad ligger over kravet gjennom hele analyseperioden, og oppnår en gjennomsnittlig superprofitt på 4,4 %. Sammenlignet med bransjen ligger selskapet de første tre årene rett under bransjesnittet, mens de siste tre årene ligger selskapet over. Superprofitten mot bransjen ligger på 0,2 %.

Selskapet har hatt en jevn stigning i netto driftsmargin frem til 2008. Gjennomsnittlige driftsmargin for perioden ligger på 32,3 %, og betyr at selskapet generer et høyt netto driftsresultat per omsatte krone. Omløpet til netto driftseiendeler har holdt seg relativt stabilt gjennom årene i analyseperioden, og tilsier at selskapet har en stabil kapitaleffektivitet.

**Netto finansiell gearing** analyseres for å finne ut av hvordan gjeldsfinansieringen påvirker egenkapitalrentabiliteten. Effekten til netto finansiell gearing finnes først ved:

$$\text{Netto finansiell gearing} = (ndr - nfgr) * nfgg$$

Netto finansiell gearing	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Netto driftsrenatbilitet	0,064	0,086	0,095	0,107	0,139	0,105
- netto finansiell gjeldsrente	0,037	0,031	0,040	0,032	0,036	0,039
= netto rentemargin	0,027	0,055	0,055	0,075	0,103	0,066
* netto finansiell gjeldsgrad	1,059	0,850	0,881	1,128	0,930	0,716
= netto finansiell gearing	0,029	0,047	0,048	0,084	0,096	0,047

Tabell 23:

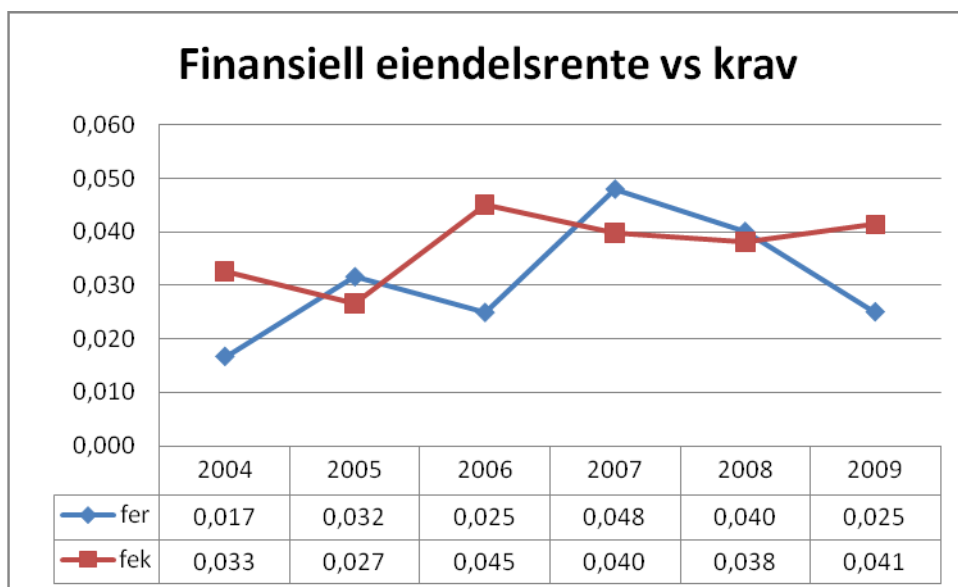
Den positive netto finansielle gearingen i Farstad kommer av at netto driftsrentabilitet har vært høyere enn netto finansiell rente gjennom hele perioden. Den gjennomsnittlige rentemarginen for selskapet har vært på 6,6 prosent. Den finansielle gjeldsrenten følger de naturlige svingningene i markedet, ved først å synke frem til 2007, for deretter å vokse grunnet ustabiliteten i finansmarkedene.

Videre dekomponeres netto finansiell gearing i netto finansiell gjeldsrente og netto finansiell gjeldsgrad.

Netto finansiell gjeldsrente	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Finansiell gjeldsrente (fgr)	0,030	0,028	0,040	0,042	0,039	0,037
* FG/ NFG	1,211	1,461	1,332	1,392	1,427	1,393
- finansiell eiendelsrente (fer)	0,017	0,032	0,025	0,048	0,040	0,025
* FE/ NFG	0,211	0,461	0,332	0,392	0,427	0,393
= netto finansiell gjeldsrente	0,033	0,027	0,045	0,040	0,038	0,041

Tabell 24:

Det finansielle gjeldskravet til Farstad er lavere enn den finansielle gjeldsrenten gjennom store deler av analyseperioden. Dette tilsier at selskapet betaler en høyere pris en ønskelig. Den gjennomsnittlige gjeldsrenten for perioden er på 3,6 %, og det gjennomsnittlige gjeldskravet ligger på 2,9 %, og i snitt er dermed forskjellen minimal.



Figur 28: Finansiell eiendelsrente vs krav

Den finansielle eiendelsrenten og kravet går om en annen gjennom hele perioden, bortsett fra i 2007 når de nesten treffer hverandre på 4 %. Gjennomsnittlig ligger renten 0,5 % lavere enn kravet, noe som betyr at selskapet ikke er langt unna en god utnyttelse av sine finansielle eiendeler.

Netto finansiell gjeldsgrad til Farstad sammenlignes med netto finansiell gjeldsgrad til bransjen.

Netto finansiell gjeldsgrad	2004	2005	2006	2007	2008	2009	Gjennomsnitt	Bransjen
Finansiell gjeldsgrad	1,283	1,242	1,173	1,569	1,327	0,998	1,265	1,764
- finansiell eiendelsgrad	0,223	0,392	0,292	0,442	0,397	0,281	0,338	0,478
= netto finansiell gjeldsgrad	1,059	0,850	0,881	1,128	0,930	0,716	0,927	1,286
Bransjens nfgg	1,64	1,161	0,87	0,967	1,168	1,91		

Tabell 25:

Gjennomsnittlig netto finansiell gjeldsgrad for Farstad er lavere enn for bransjen. Den finansielle eiendelsgraden er litt lavere enn bransjen sin, mens gjeldsgraden er betraktelig lavere enn bransjen sin.

### Konklusjon av lønnsomhetsanalysen

Gjennom hele analyseperioden har selskaper generert en rentabilitet som er i snitt 4,4 % høyere enn kravet. I forhold til bransjen har selskapet generert en gjennomsnittlig superprofitt på 0,2 %, noe som tyder på at selskapet er like lønnsomt som resten av bransjen, i hvert fall gjennom den analyserte perioden.

## 6.8 Analyse av vekst

Den prosentvise endringen i et regnskapstall fra et tidspunkt til et annet, kalles vekst. Denne veksten analyseres for å få innsikt i de underliggende forholdene som fører til vekst i Farstad. Analysen er viktig ettersom innsikten vil bli brukt videre i oppgaven ved budsjettering, fremskriving og verdsettelsen (Penman 2007). Den utføres i to deler, hvor kapitalveksten og resultatveksten analyseres separat.

## Kortsiktig og langsiktig vekst

Farstad besitter noen ressurser som fører til at selskapets vekstrate vil være høyere enn vekstraten til verdensøkonomien. Denne fordelingen vil med tiden jevnes ut grunnet konkurransen i markedet, og selskapets vekstrate vil gå mot vekstraten i verdensøkonomien. Jeg antar at vekstraten da vil ligge på 5 % ettersom inflasjonsmålet er 2,5 % og realvekst i BNP er forventet å være 2,5 % (Statistisk sentralbyrå 2010).

### 6.8.1 Analyse av kapitalvekst

Egenkapitalveksten analyseres ved bruk av normaliserte tall. Det normaliserte utdelingsforholdet til Farstad for perioden er 27,5 %. For bransjen var utdelingsforholdet på 24,8 %.

Fullstendig egenkapitalvekst	2004	2005	2006	2007	2008	2009	Gjennomsnitt	Bransje
Fullstendig tilbakeholdsgrad	0,799	0,595	0,799	-1,674	0,867	0,900	0,381	0,991
* fullstendig egenkapitalrentabilitet	0,203	0,174	0,189	0,012	0,343	0,441	0,227	0,274
= fullstendig egenkapitalvekst	0,162	0,103	0,151	-0,021	0,298	0,397	0,182	0,247

Normalisert egenkapitalvekst	2004	2005	2006	2007	2008	2009	Gjennomsnitt	Bransje
Normalisert tilbakeholdsgrad	0,725	0,725	0,725	0,725	0,725	0,725	0,725	0,752
* egenkapitalrentabilitet	0,099	0,142	0,170	0,205	0,306	0,207	0,188	0,139
= normalisert egenkapitalvekst	0,072	0,103	0,124	0,149	0,222	0,150	0,136	0,112

Tabell 26:

Tabellen viser at egenkapitalen har vært skiftende gjennom hele perioden. Gjennomsnittlig var veksten 18,2 %, en del lavere enn for bransjen som hadde en vekst på 24,7 %. Ettersom utdelingsforholdet ikke er vektet er den gjennomsnittlige egenkapitalrentabilitet regnet som et snitt. Farstad har en geometrisk gjennomsnittlig egenkapitalrentabilitet som er høyere enn for bransjen. Selskapet har en normalisert tilbakeholdsgrad som er nesten identisk med bransjens tilbakeholdsgrad.

Den normaliserte egenkapitalveksten har også vært skiftende i perioden, men den er langt mindre volatil enn den fullstendige egenkapitalveksten. Dette tyder på at det er lurt å bruke den normaliserte egenkapitalveksten i forhold til fremskrivingen. Bransjen og Farstad har en lignende utvikling i den normaliserte egenkapitalveksten, og Farstad ligger litt over bransjen gjennom hele perioden.

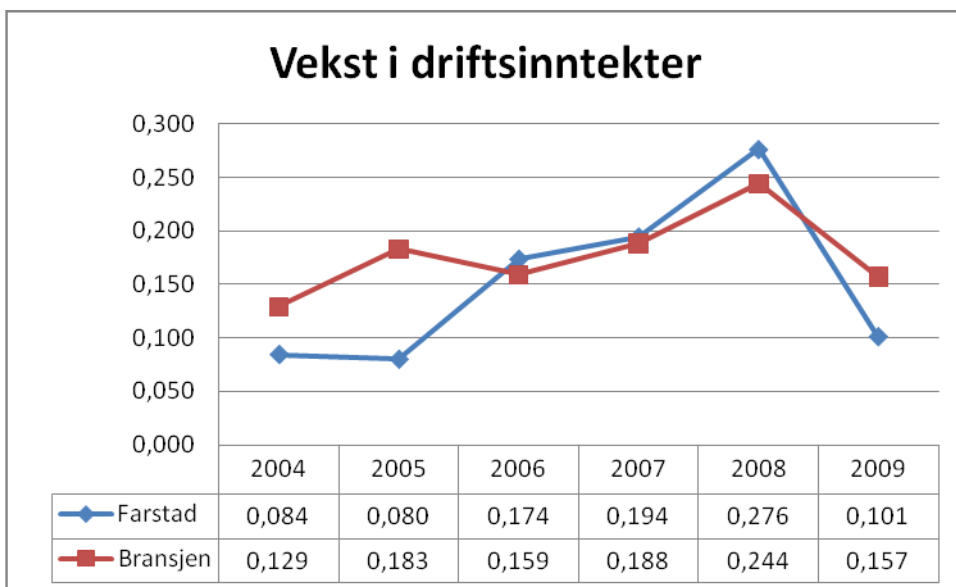
## 6.8.2 Analyse av resultatvekst

Gjennom en trendanalyse vil jeg kartlegge utviklingen til de forskjellige postene i regnskapet gjennom hele analyseperioden. 2004 vil bli brukt som basisår, og utviklingen gjennom perioden vil derfor være relativ til basisåret.

Tall i NOK 1.000	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Frakttinntekter	1	1,08	1,27	1,51	1,93	2,13
Andre inntekter	1	0,62	0,86	2,49	1,50	2,00
Sum driftsinntekter	1	1,08	1,27	1,51	1,93	2,13
Mannskapskostnader skip	1	1,01	1,16	1,40	1,57	1,84
Andre driftskostnader skip	1	0,99	1,00	1,19	1,37	1,65
Administrasjon	1	1,08	1,24	1,41	1,65	1,90
Avskrivninger	1	0,94	0,96	1,13	1,23	1,53
Sum driftskostnader	1	1,00	1,08	1,28	1,44	1,72
Driftsresultat	1	1,33	1,83	2,20	3,39	3,34
Driftsrelatert skattekostnad	1	1,33	1,83	2,20	3,39	3,34
Netto driftsresultat	1	1,33	1,83	2,20	3,39	3,34
Netto finansinntekt	1	1,85	2,85	4,69	5,75	4,18
Nettoresultat til sysselsatt kapital	1	1,35	1,86	2,27	3,46	3,36
Netto finanskostnad	1	0,85	1,30	1,47	1,76	1,83
Nettoresultat til egenkapital	1	1,59	2,13	2,66	4,29	4,11
Unormalt driftsresultat	1	4,53	0,27	-24,46	11,65	20,01
Unormalt finansresultat	1	-0,22	0,26	0,71	-1,08	1,62
Fullstendig nettoresultat til egenkapital	1	0,99	1,20	0,09	2,43	4,04
Netto betalt utbytte	1	1,99	1,19	1,19	1,59	1,99
Endring egenkapital	1	0,82	1,17	-0,27	2,65	4,76

Tabell 27:

Farstad er et relativt stort selskap som har investert tungt de siste årene. En stor flåteøkning, i et marked med historiske høye fraktrater, har ført til relativt store endringer i løpet av analyseperioden. Driftsinntektene har økt med 113 % gjennom perioden, samtidig som driftskostnadene kun har økt med 72 %. Selskapet har høye faste kostnader som ikke påvirkes av driftsinntektene, og ved gode tider vil differansen øke kraftig. Netto driftresultat, nettoresultat til sysselsatt kapital og nettoresultat til egenkapitalen har sitt beste år i 2008, noe som er konsistent med at markedet var på sitt sterkeste dette året.



Figur 29: Vekst i driftsinntekter

Grafen viser at veksten i brutto driftsinntekter til Farstad steg raskt fra 2005 til 2008, og falt kraftig i 2009. Dette skyldes lav etterspørsel og lave rater i markedet. Bransjen derimot har hatt jevnt utviklig, men opplevde også en et fall i 2009. Bransjegenomsnittet for Farstad var for perioden 15,2 %. Den gjennomsnittlige brutto driftsinntektsveksten er 17,7 %, kun 2,5 % over Farstad.

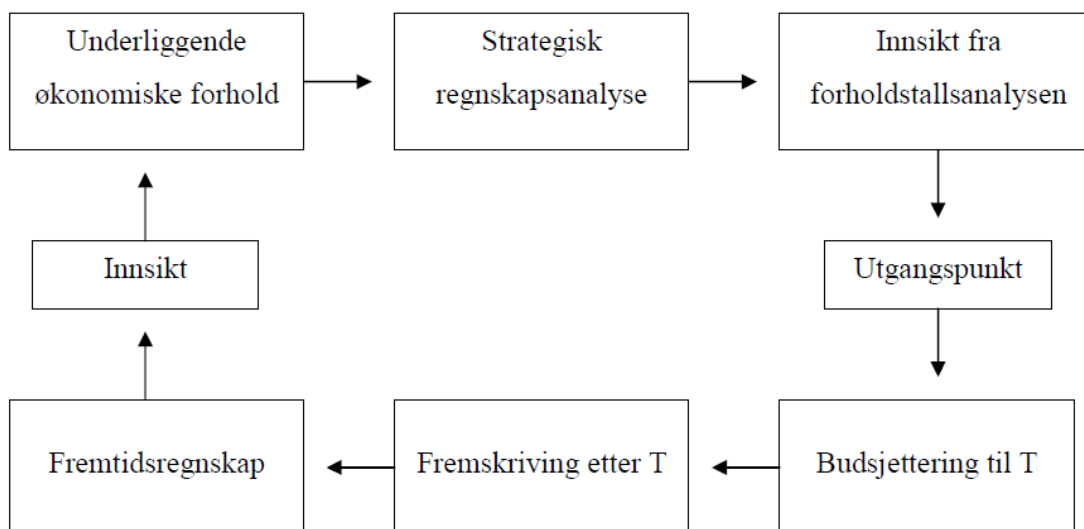
### 6.8.3 Oppsummering av vekstanalysen

Egenkapitalveksten til Farstad har vært positiv gjennom hele analyseperioden. Den vedvarende veksten funnet ved den normaliserte egenkapitalveksten var på 13,6 % i perioden 2004 til 2009. Den ligger 2,4 % over bransjen sin vekst på 11,2 %. 2009 viste svakere vekst en 2008, og tall fra 1.kvartalsrapporten til Farstad 2010 kan tyde på at veksten i 2010 vil bli enda svakere enn i 2009. Trendanalysen viser at selskapets resultater har blitt betydelig bedre sammenlignet med basisåret 2004, men viser en svak nedgang i 2009 grunnet markedssituasjonen. Innsikten fra analysen vil bli brukt videre i budsjetteringen og verdsettelsen.



## 7 Fremtidsregnskapet

For å komme frem til fremtidsregnskapet til Farstad vil jeg benytte følgende rammeverk:



Figur 30: Rammeverk

Innsikten hentet fra den strategiske regnskapsanalysen og forholdstallsanalysen brukes til å budsjettere verdidrivere frem til T. Videre fremskrives de viktigste verdidriverne over horisont T. I fremtidsregnskapet beregner jeg de fremtidige avkastningskravene.

### 7.1 Budsjettering til budsjetthorisont T

Valget av budsjetthorisont bestemmes ut ifra to viktige faktorer. Tid til "steady state" er betegnelsen på det tidspunktetselskapet oppnår en konstant vekst som er lik veksten i den generelle økonomien. Farstad er i en moden fase av livssyklusen, men med fortsatt muligheter for vekst over den generelle verdensøkonomien. Selskapets posisjon i de sterkt voksende markedene i Sør Amerika og Indian Pacific vil føre til videre vekst de neste årene. I tillegg har et nytt forretningsområde vokst frem de siste årene, og Farstad har begynt å bygge opp en flåte som kan betjene dette segmentet. Den andre viktige faktoren som det må tas hensyn til er kvaliteten på regnskapsføringen. Selskapet fører etter IFRS,

og dette taler for en kortere budsjettthorison. Ut ifra disse forholdene velger jeg å sette budsjettthorisonen til 10 år, og antar at selskapet er i stady state i 2020.

En detaljert og kompleks budsjetteringsmodell vil ikke alltid gi et bedre resultat enn en enkel modell ettersom det finnes mye usikkerhet rundt budsjetteringen (Penman 2007). Jeg har derfor valgt å benytte meg av en enkel budsjetteringsmodell og budsjettere utviklingen til syv viktige verdidrivere.

### 7.1.1 Driftsinntektsvekst

Driftsinntektsveksten beregnes ved:

$$div_t = \frac{DI_t - DI_{t-1}}{DI_{t-1}}$$

Figur 31:

Selskapet kan vise til en solid historisk vekst fra 2004 til 2008. Denne veksten ble drevet av en høy oljepris som økte etterspørselen etter supplytjenester. På slutten av 2008 kom finanskrisen som førte til svikt i etterspørselen. 2009 fikk en lavere vekst enn tidligere år. Det ser ut som at finansmarkedet har stabilisert seg og oljeprisen ligger på rundt 80 dollar fatet. Den tilbakevendte veksten i verdensøkonomien har ført til økt oljeetterspørsel, og dermed har også etterspørselen etter offshore supplyskip økt. De senere års optimisme i oljebransjen førte til en betydelig økning i flåten av store og mellomstore supplyskip. Frem til 2011 ventes det at flåten skal øke med rundt 40 % grunnet levering av skip bestilt før 2009. Dette vil føre til at markedet vil fortsette å holde seg lavt de neste to årene. Farstad er godt posisjonert i Sør Amerika og Indian Pacific, som er de områdene hvor etterspørselen vokser raskest. I tillegg har selskapet en moderne og miljøvennlig flåte som er svært ettertraktet. Jeg antar derfor at Farstad vil oppleve en jevn vekst frem til 2015, som deretter vil gradvis gå mot den globale veksten som jeg setter til 5 %

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
div	0,050	0,060	0,070	0,080	0,090	0,100	0,090	0,080	0,070	0,050

Tabell 28:

### 7.1.2 Omløpshastigheten til netto driftseiendeler (onde)

Onde ser på forholdet mellom driftsinntekter og netto driftseiendeler, og beregnes ved:

$$onde_t = \frac{DI_t}{NDE_t}$$

Figur 32:

Den historiske utviklingen til onde i årene 2004 til 2009 fant jeg ved dekomponeringen av netto driftsrentabiliteten tidligere i oppgaven. Denne viser oss hvor effektivt selskapet bruker sin driftskapital. Det historiske snittet til Farstad ligger på 0,303, samtidig som bransjesnittet ligger på 0,412. Onde i Farstad ser ikke ut til å følge en trend, ettersom den synker eller øker annethvert år. Jeg vil anta at selskapet vil kunne stabilisere sin onde, og vil ved steady state i 2020 være lik bransjegjennomsnittet. Selskapets onde vil gradvis øke frem mot 2019, og vil da konvergere mot bransjegjennomsnittet på 0,412.

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
onde	0,313	0,324	0,335	0,346	0,357	0,368	0,379	0,390	0,401	0,412

Tabell 29:

### 7.1.3 Netto driftsresultat

Netto driftsmargin viser forholdet mellom netto driftsresultat og driftsinntektene og beregnes ved:

$$ndm_t = \frac{NDR_t}{DI}$$

Figur 33:

Gjennomsnittlig ndm for Farstad har jeg fra dekomponeringen av netto driftsrentabiliteten, og viser et snitt for perioden på 30,3 %, sammenlignet mot bransjen sitt snitt på 28,7 %. Personalkostnadene vil øke generelt i hele bransjen, ettersom den sterke flåteveksten legger press på kvalifisert arbeidskraft og konkurransen rundt denne vil øke. Innovasjon i bransjen er stor, og eldre fartøy som ønsker være konkurransedyktige mot nye moderne fartøy vil trenge stadige oppdateringer, og vedlikeholdskostnadene vil øke ettersom

konkurransen etter denne typen tjenester også vil øke. Selv om kostnadene øker, vil driftsinntektene de første årene øke mer enn kostnadene, og marginen vil dermed øke de nærmeste årene. Frem mot 2019 vil ndm gå mot bransjegjennomsnittet, men alltid ligge litt over grunnet strategiske fordeler. Bransjesnittet vil også synke ettersom konkurransen øker, og jeg setter bransjesnittet i 2019 til 20,5 %.

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
ndm	0,240	0,225	0,230	0,240	0,240	0,235	0,230	0,225	0,220	0,205

Tabell 30:

#### 7.1.4 Finansiell gjeldandel

Ser på forholdet mellom finansiell gjeld og netto drifteiere. Beregnes ved:

$$fgd_t = \frac{FG}{NDE_t}$$

Figur 34:

Som tidligere nevnt er supply bransjen naturlig syklisk. Vi har vært igjennom noen sterke år fra 2004 til 2008, før finanskrisen satte en stopper for veksten i midten av 2008. I den sterke perioden valgte store deler av bransjen å vokse ved storstilte nybyggingsprogram, noe som førte til at gjeldsdelen i bransjen og Farstad økte sterkt i disse årene. Fra 2004 til 2009 var bransjegjennomsnittet til gjeldsgraden 68,4 %, kun tre prosent over Farstad sitt snitt på 65,4 %. Farstad har nyligg fått levert det siste av 13 nye skip til en verdi av NOK 6,6 mrd. Som direkte årsak av finanskrisen kom det en brå stopp på finansieringsmulighetene, og indirekte førte dette til lavere etterspørsel etter bransjens tjenester. Dette førte til at nesten ingen nye skip ble bestilt i 2009, og det er ikke ventet noen særlige bestillinger i 2010. I dagens marked er det tilbudet større enn etterspørselen, og markedet vil korrigere seg ved få nybestillinger de neste årene, samtidig som den eldre delen av flåten fases ut. Den finansielle gearingen i Farstad er positiv, men avtagende de siste årene. Med stigende gjeldsrenter og lavere rentabilitet vil denne fortsette å synke, og kan ende opp med å bli negativ. Ettersom selskapet ikke har behov for ny gjeld vil den gamle gjelden gradvis bli betalt ned. Jeg antar at flåteveksten vil være jevnt fremover, og

dette vil derfor ikke påvirke gjeldsdelen. Gjeldsdelen vil synke gradvis og nærme seg den gjeldsdelen jeg tror bransjesnittet vil ligge på i 2019, en gjeldsdel på ca. 50 %.

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
fgd	0,550	0,550	0,552	0,545	0,536	0,527	0,518	0,509	0,500	0,500

Tabell 31:

### 7.1.5 Finansielle eiendeler

Ser på forholdet mellom finansielle eiendeler og netto drifteieendeler. Beregnes ved:

$$fed_t = \frac{FE_t}{NDE_t}$$

Figur 35:

I analyseperioden 2004 til 2009 har Farstad hatt en skiftende andel av finansielle eiendeler. På det laveste var selskapets finansielle eiendeler 10,8 % , og på det høyeste 21,2 %. De siste årene har andelen vært ganske stabil, og snittet for perioden ble 17,5 %. Bransjen har vært mer stabil, og har et snitt for perioden på 17,1 %. Jeg velger å tro at Farstad sin fed vil fortsette å være stabil i årene frem mot steady state, og konverger da med bransjen på 17,8 % i 2019.

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
fed	0,164	0,168	0,170	0,172	0,170	0,168	0,170	0,172	0,175	0,178

Tabell 32:

### 7.1.6 Netto finanskostnad

Finansiell gjeldsrente er budsjettdriveren til netto finanskostnad. Beregnes ved:

$$fgr_t = \frac{NFK_t}{FG_t}$$

Figur 36:

Dersom vi antar at kapitalmarkedet er velfungerende, og at netto finansiell gjeld er ført til beste anslag for virkelig verdi i balansen, er det mulig å forutsette at den finansielle

gjeldsrenten vil være lik det finansielle gjeldskravet i budsjettperioden. Jeg har tidligere vurdert at netto finansiell gjeld er balanseført til beste anslag for virkelig verdi i analysen av målefeil og justeringer, og antar derfor at den finansielle gjeldrenten vil være lik gjeldskravet i budsjettperioden.

I analyseperioden var Farstad sin gjennomsnittlige gjeldsrente på 3,6 %, mot kravet som var på 2,9 prosent. Vi har vært igjennom en periode med historisk lav rente, og den er ventet å øke i tiden fremover. Jeg tror at finanskrisen fra 2008 vil endre finansieringsvilkårene for flere bransjer. Ettersom shippingbransjen er svært volatil, og samtidig avhengig av kredit, vil dette føre til at renten vil øke en del i fremtiden. Jeg har valgt å sette gjeldskravet, og dermed også renten, til 5 % i 2019. Den finansielle gjeldsrenten vil gradvis gå mot steady state renten i 2020.

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
fgr	0,031	0,034	0,037	0,040	0,043	0,045	0,047	0,049	0,050	0,050

Tabell 33:

### 7.1.7 Netto finansinntekt

Den finansielle eiendelsrentabiliteten er budsjettdriveren til netto finansinntekt, og beregnes ved:

$$fer_t = \frac{NFI_t}{FE_t}$$

Figur 37:

Dersom vi igjen antar at kapitalmarkedet er velfungerende, og at de finansielle eiendelene er ført til beste anslag for virkelig verdi i balansen, er det mulig å forutsette at den finansielle eiendelsrentabiliteten vil være lik det finansielle eiendelskravet i budsjettperioden. Jeg har tidligere vurdert at de finansielle eiendelene er balanseført til beste anslag for virkelig verdi i analysen av målefeil og justeringer, og antar derfor at den finansielle eiendelsrentabiliteten vil være lik kravet i budsjettperioden.

I analyseperioden var Farstad sin gjennomsnittlige eiendelsrentabilitet på 2,6 %, mot kravet som var på 3,6 prosent. Jeg regner med en svak utvikling i kravet frem til steady state, hvor eiendelsrentabiliteten og eiendelskravet vil være på 3,8 %.

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
fer	0,019	0,021	0,024	0,026	0,028	0,030	0,032	0,034	0,036	0,038

Tabell 34:

## 7.2 Fremskrivning av avkastningskrav

For å kunne gjennomføre verdsettelsen må avkastningskravene til delkapitaler fremskrives. Egenkapitalkrav, netto finansiell gjeldskrav og netto driftskrav fremskrives for budsjettperioden.

### 7.2.1 Egenkapitalkrav

De forskjellige elementene som danner grunnlaget for egenkapitalkravet må estimeres frem til steady state.

**Risikofri rente** vil fortsatt være basert på 3 måneders NIBOR rente, fratrukket skatt og risikopremie på henholdsvis 28 % og 10 %. I 2009 var den risikofrie renten 1,6 %, og per 1.mai 2010 var den fortsatt 1,6 % (Norges Bank 2006).

Et greit estimat for risikofri rente ved steady state vil være den gjennomsnittlige risikofrie renten de siste 10 årene. Renten vil da stige jevnt frem til 2019 og ende på 3 %.

**Markedets risikopremie** vil ved steady state være likt gjennomsnittet fra 1900 til 2008 som er på 5 %.

**Betaverdien** jeg kom frem til ved regresjonen av selskapets avkastning mot Oslo Børs sin totalindeks for perioden 2004 til 2009 vil brukes videre. Betaverdien ved steady state vil derfor være 0,5894.

For å finne egenkapitalkravet til alle årene i budsjettperioden må betaverdien til finansielle eiendeler, finansiell gjeld og netto driftskapital fremskrives. Det forutsettes at netto finansiell gjeldsbeta vil være null gjennom hele perioden. Jeg lar egenkapitalbetaen gå mot sitt historiske gjennomsnitt på 0,043, og regner ut gjeldsbetaen residualt.

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Finansiell gjeldsbeta	0,008	0,009	0,009	0,010	0,011	0,011	0,012	0,014	0,015	0,015	0,015
Finansiell gjeldsvekt	1,424	1,440	1,445	1,461	1,464	1,468	1,489	1,510	1,538	1,553	1,563
Finansiell eiendelsbeta	0,026	0,028	0,030	0,032	0,034	0,036	0,038	0,040	0,042	0,043	0,043
Finansiell eiendelsvekt	0,424	0,440	0,445	0,461	0,464	0,468	0,489	0,510	0,538	0,553	0,563
Netto finansiell gjeldsbeta	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0

Tabell 35:

Egenkapitalbeta på 0,5894 gir en netto drifbeta på 0,343 dersom netto driftsbeta er konstant gjennom hele perioden. Jeg kan nå beregne egenkapitalbetaen for hele perioden.

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Netto driftsbeta	0,588	0,574	0,563	0,561	0,563	0,565	0,563	0,561	0,568	0,574	0,582
Egenkapitalbeta	0,588	0,574	0,563	0,561	0,563	0,565	0,563	0,561	0,568	0,574	0,582
EK/ NDK	0,584	0,598	0,610	0,612	0,610	0,608	0,610	0,612	0,605	0,598	0,590
NFG/ NDK	0,416	0,402	0,390	0,388	0,390	0,392	0,390	0,388	0,395	0,402	0,410
Netto driftsbeta	0,343	0,343	0,343	0,343	0,343	0,343	0,343	0,343	0,343	0,343	0,343

Tabell 36:

**Likviditetspremien** vil fortsette å være 2 % ettersom selskapet fortsatt vil være mindre likvid.

**Egenkapitalkravet** kan nå beregnes for hvert år i perioden.

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Egenkapitalkrav	0,018	0,020	0,022	0,024	0,026	0,028	0,030	0,032	0,034	0,036	0,038
Risikofri rente etter skatt	0,018	0,020	0,022	0,024	0,026	0,028	0,030	0,032	0,034	0,036	0,038
Risikopremie etter skatt	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050
Egenkapitalbeta	0,588	0,574	0,563	0,561	0,563	0,565	0,563	0,561	0,568	0,574	0,582
Likviditetspremie	0,020	0,020	0,020	0,020	0,020	0,020	0,020	0,020	0,020	0,020	0,020
Egenkapitalkrav (EKK)	0,067	0,069	0,070	0,072	0,074	0,076	0,078	0,080	0,082	0,085	0,087

Tabell 37:



### 7.2.2 Netto finansielt gjeldskrav

Ut ifra risikofri rente og kreditrisikopremie regner jeg ut det finansielle kravet. Ut ifra utviklingen i risikofri rente, risikopremien til markedet og den fremskrevne eiendelsbetaen kan jeg regne ut det finansielle eiendelskravet.

Netto finansielt gjeldskrav	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Finansielt gjeldskrav	0,025	0,028	0,031	0,034	0,036	0,039	0,042	0,045	0,048	0,050	0,053
Finansiell gjeldsvekt	1,424	1,440	1,445	1,461	1,464	1,468	1,489	1,510	1,538	1,553	1,563
Finansielt eiendelskrav	0,019	0,021	0,024	0,026	0,028	0,030	0,032	0,034	0,036	0,038	0,040
Finansiell eiendelsvekt	0,424	0,440	0,445	0,461	0,464	0,468	0,489	0,510	0,538	0,553	0,563
Netto finansielt gjeldskrav	0,028	0,031	0,034	0,037	0,040	0,044	0,047	0,050	0,054	0,057	0,061

Tabell 38:

### 7.2.3 Netto driftskrav

Ved å vekte avkastningskravet mellom egenkapitalen og netto finansiell gjeld beregnes netto driftskrav.

Netto driftskrav	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Egenkapitalkrav	0,067	0,069	0,070	0,072	0,074	0,076	0,078	0,080	0,082	0,085	0,087
EK/ NDK	0,614	0,618	0,618	0,627	0,634	0,641	0,652	0,663	0,675	0,678	0,680
Netto finansielt gjeldskrav	0,028	0,031	0,034	0,037	0,040	0,044	0,047	0,050	0,054	0,057	0,061
NFG/ NDK	0,386	0,382	0,382	0,373	0,366	0,359	0,348	0,337	0,325	0,322	0,320
Netto driftskrav	0,052	0,054	0,056	0,059	0,062	0,065	0,067	0,070	0,073	0,076	0,079

Tabell 39:

## 7.3 Fremskrivning etter budsjetthorisonten

De budsjetterte verdiene vil nå brukes til å utarbeide fremtidsregnskapet. De budsjetterte tallene konvergerer med verdiene i steady state ved budsjetthorisont T. Disse brukes til fremskrivning.

Budsjettdriver	T+1
div	0,050

fer	0,038
onde	0,412
ndm	0,205
fgd	0,500
fed	0,178
fgr	0,050

Figur 38:

### 7.3.1 Fremtidsregnskapet

Fremtidsresultatet, fremtidsbalanse netto driftskapital og fremtidig fri kontantstrøm for perioden har blitt beregnet og presenteres:

#### Fremtidsresultat

ÅR	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
DI	3 257 579	3 420 458	3 625 685	3 879 483	4 189 842	4 566 928	5 023 621	5 475 747	5 913 806	6 327 773	6 707 439	7 042 811
NDR	1 173 626	820 910	815 779	892 281	1 005 562	1 096 063	1 180 551	1 259 422	1 330 606	1 392 110	1 375 025	1 373 348
NFI	44 073	35 603	41 732	48 480	56 328	64 283	72 211	82 103	92 010	102 565	115 777	126 486
NRS	1 217 699	856 513	857 511	940 761	1 061 890	1 160 346	1 252 761	1 341 525	1 422 616	1 494 675	1 490 802	1 499 834
NFK	216 508	192 642	209 747	237 554	270 452	299 793	329 266	357 860	384 883	401 601	407 005	427 355
NMR	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
NRE	1 001 191	663 872	647 764	703 207	791 438	860 553	923 496	983 666	1 037 734	1 093 075	1 083 798	1 072 479
UNDR	616 376	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
UNFR	340 615	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
FNR	1 958 182	663 872	647 764	703 207	791 438	860 553	923 496	983 666	1 037 734	1 093 075	1 083 798	1 072 479
NBU	195 000	43 712	60 267	134 569	252 197	487 066	590 380	603 071	553 287	864 426	862 903	790 463
Δ EK	1 812 563	620 159	587 497	568 638	539 241	373 487	333 116	380 595	484 447	228 649	220 895	282 016

Tabell 40:

#### Fremtidsbalanse netto driftskapital

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
NDE	10 730 643	11 190 387	11 580 547	12 109 370	12 792 515	13 651 143	14 447 880	15 163 606	15 779 982	16 280 192	17 094 201	17 948 911
EK	6 251 895	6 865 414	7 156 778	7 483 591	8 020 907	8 654 825	9 261 091	9 886 671	10 462 128	10 989 129	11 589 869	12 205 260
FG	6 238 270	6 160 196	6 369 301	6 684 372	6 971 921	7 317 013	7 614 033	7 854 748	8 032 011	8 140 096	8 547 101	8 974 456
FE	1 759 522	1 835 223	1 945 532	2 058 593	2 200 313	2 320 694	2 427 244	2 577 813	2 714 157	2 849 034	3 042 768	3 230 804
NFG	4 478 748	4 324 973	4 423 769	4 625 779	4 771 608	4 996 318	5 186 789	5 276 935	5 317 854	5 291 062	5 504 333	5 743 652
NDR	10 730 643	11 190 387	11 580 547	12 109 370	12 792 515	13 651 143	14 447 880	15 163 606	15 779 982	16 280 192	17 094 201	17 948 911

Tabell 41:

## Fremtidig fri kontantstrøm

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Netto driftsresultat	1 173 626	820 910	815 779	892 281	1 005 562	1 096 063	1 180 551	1 259 422	1 330 606	1 392 110	1 375 025	1 373 348
Unormalt netto driftsresultat	616 376	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
endring netto driftseiendeler	2 161 659	459 744	390 160	528 823	683 145	858 628	796 737	715 726	616 376	500 210	814 010	854 710
fri kontantstrøm fra drift	-371 657	361 166	425 619	363 458	322 417	237 435	383 814	543 696	714 230	891 900	561 015	518 638
netto finansinntekter	44 073	35 603	41 732	48 480	56 328	64 283	72 211	82 103	92 010	102 565	115 777	126 486
unormale netto finansinntekter	340 615	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
endring finansielle eiendeler	-3 495	75 701	110 308	113 061	141 720	120 382	106 550	150 569	136 344	134 877	193 734	188 036
fri kontantstrøm fra SSK	16 526	321 068	357 042	298 877	237 026	181 336	349 475	475 230	669 896	859 588	483 058	457 088
netto finanskostnader	216 508	192 642	209 747	237 554	270 452	299 793	329 266	357 860	384 883	401 601	407 005	427 355
endring finansiell gjeld	346 257	-78 074	209 105	315 071	287 548	345 092	297 020	240 715	177 263	108 085	407 005	427 355
fri kontantstrøm til ek	146 275	50 352	356 400	376 395	254 122	226 636	317 229	358 086	462 277	566 073	483 058	457 088
netto betalt utbytte	146 275	50 352	356 400	376 395	254 122	226 636	317 229	358 086	462 277	566 073	483 058	457 088

Tabell 42:

## 7.4 Rentabilitet og vekst på horisonten

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Egenkapitalrentabiliteten (ekr)	0,107	0,097	0,101	0,108	0,109	0,109	0,108	0,107	0,107	0,101	0,094
Egenkapitalkrav (ekr)	0,067	0,069	0,070	0,072	0,074	0,076	0,078	0,080	0,082	0,085	0,087
Superrentabilitet	0,039	0,028	0,031	0,036	0,035	0,032	0,030	0,027	0,025	0,016	0,007

Tabell 43:

Farstad sin superrentabilitet synker jevnt fra 2010 frem til tid for steady state. Dette kommer av at konkurransekraftene drar rentabiliteten tilbake ”mean reversion”, og det er ventet at selskapet vil ha samme avkastning som bransjen (Penman, 2007).

## 8 Fundamental verdsettelse

Fundamental verdsettelse av et selskap kan gjennomføres ved en direkte eller indirekte metode. Egenkapitalmetoden verdsetter egenkapitalen direkte, mens selskapskapitalmetoden verdsetter via totalkapitalen og gjeld. Jeg har valgt å verdsette Farstad Shipping ASA ved å bruke den indirekte metoden som verdsetter via totalkapitalen og gjeld. Etersom verdsettelsen bygger på budsjetterte verdier gjennomføres det en sensitivitetsanalyse for å få frem usikkerheten som er knyttet til slike verdsettelse.

### 8.1 Totalkapitalmetoden

Denne metoden verdsetter egenkapitalen ved først å verdsette netto driftskapital, og deretter trekke fra netto finansiell gjeld. Verdsettelsen gjennomføres ved å bruke to modeller, fri kontantstrømmodellen og superprofittmodellen.

#### 8.1.1 Fri kontantstrømmodellen

Denne modellen er basert på kontantstrøm og kalles FKD modellen, og beregner selskapets verdi ved å benytte fri kontantstrøm fra drift. Netto driftskrav blir brukt som diskonteringsfaktor. Verdien beregnes ved:

$$VEK_0 = \sum_{t=1}^T \frac{FKD_t}{(1 + ndk_1)^* (1 + ndk_t)} + \frac{FKD_{T+1}}{(1 + ndk_1)^* (1 + ndk_T)^* (ndk_{T+1} - ndv_{T+1})} - NFG_0$$

Fri kontantstrøm fra drift	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Fri kontantstrøm fra drift	-	361 166	425 619	363 458	322 417	237 435	383 814	543 696	714 230	891 900	561 015	518 638
Diskonteringsfaktor	-	1,05	1,11	1,17	1,24	1,32	1,40	1,50	1,60	1,72	1,85	0,05
Nåverdi	-	343 297	383 740	310 213	259 830	180 204	273 642	363 188	445 871	518 849	303 348	9 804 661
Nåverdi	3 382 182											
PV terminal verdi	9 804 661											
Verdi av netto driftskapital	13 186 843											
Netto finansiell gjeld	4 478 748											
Verdi av egenkapitalen	8 708 095											
Antall aksjer i tusen	39 000											
Aksjeverdi	223,28											

Tabell 44:

FKD modellen setter egenkapitalverdien til NOK 8,7 milliarder, og aksjeverdien til NOK 223,28.

### 8.1.2 Superprofittmodellen

Denne modellen er regnskapsbasert, og tar utgangspunkt i balanseført netto driftskapital fra det omgrupperte regnskapet. Verdien beregnes ved:

$$VEK_0 = EK_0 + \sum_{t=1}^T \frac{(ndr_t - ndk_t) * NDK_{t-1}}{(1 + ndk_1) * (1 + ndk_t)} + \frac{(ndr_{T+1} - ndk_{T+1}) * NDK_T}{(1 + ndk_1) * (1 + ndk_T)(ndk_{T+1} - ndv_{T+1})} - NFG_0$$

Superprofittmodellen	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Balanseført netto driftskapital	10 730 643											
Superprofitt fra drift	-	262 381	208 582	239 627	290 013	305 255	299 600	287 068	268 364	238 374	139 927	29 707
Diskonteringsfaktor	-	1,05	1,11	1,17	1,24	1,32	1,40	1,50	1,60	1,72	1,85	0,05
Nåverdi	-	249 399	188 058	204 522	233 717	231 677	213 601	191 761	167 531	138 670	75 661	561 602
Nåverdi	1 894 598											
PV terminal verdi	561 602											
Verdi av netto driftskapital	2 456 200											
Netto finansiell gjeld	4 478 748											
Verdi av egenkapitalen	8 708 095											
Antall aksjer i tusen	39000											
Aksjeverdi	223,28											

Tabell 45:

NDK modellen setter egenkapitalverdien til NOK 8,7 milliarder, og aksjeverdien til NOK 223,28. Denne verdien er identisk med verdien fra FGD modellen.

## 8.2 Sensitivitetsanalyse

Den fundamentale verdsettelsen av Farstad tilsier at aksjeverdien er 223,28. Estimater baserer seg på de budsjetterte verdiene fra fremtidsregnskapet. Disse verdiene er svært usikre av flere grunner. Personen som estimerer kan være påvirket av markedssituasjonen, bransjen kan være volatil og lite forutsigbar, samt det kan oppstå hendelser som ikke kan forutsees. Sensitivitetsanalyser gir et anslag på hvor sensitiv verdiestimatet er for endringer i de forskjellige budsjett- og verdidriverne. Jeg skal se på effekten ved estimatendringer på

+30, +20, +10, -10, -20, -30 prosent i forhold til det opprinnelige estimatet. Eksempel:  
 estimat= 15 %, denne endres med + 10 %, nytt estimat 16,5 %.

### Driftsinntektsveksten

Estimatendring	-30 %	-20 %	-10%	ESTIMAT 2010	10 %	20 %	30 %
Driftsinntektsvekst	3,5 %	4,0 %	4,5 %	5,0 %	5,5 %	6,0 %	6,5 %
Aksje verdi	222,23	222,58	222,93	223,28	223,63	223,98	224,33
Aksjeverdiendring i %	-0,5 %	-0,3 %	-0,2 %	0,0 %	0,2 %	0,3 %	0,5 %
Estimatendring	-30 %	-20 %	-10%	ESTIMAT 2020	10 %	20 %	30 %
Driftsinntektsvekst	3,5 %	4,0 %	4,5 %	5,0 %	5,5 %	6,0 %	6,5 %
Aksje verdi	223,05	223,13	223,20	223,28	223,36	223,43	223,51
Aksjeverdiendring i %	-0,10 %	-0,07 %	-0,03 %	0,00 %	0,03 %	0,07 %	0,10 %

Tabell 46:

Driftsinntektsveksten blir nesten ikke berørt av endringer, verken ved endringer på kort eller lang

### Omløpet til netto driftseiendeler

Estimatendring	-30 %	-20 %	-10%	ESTIMAT 2010	10 %	20 %	30 %
Onde	0,2268	0,2592	0,2916	0,324	0,3564	0,3888	0,4212
Aksje verdi	216,87	219,53	221,65	223,28	224,61	225,75	226,68
Aksjeverdiendring i %	-2,9 %	-1,7 %	-0,7 %		0,6 %	1,1 %	1,5 %
Endring i forhold til estimat	-30 %	-20 %	-10%	ESTIMAT 2020	10 %	20 %	30 %
Ny onde 2020	0,2884	0,3296	0,3708	0,412	0,4532	0,4944	0,5356
Aksje verdi	-19,49	82,95	160,78	223,28	274,62	317,59	354,93
% vis endring ift estimat	-108,7 %	-62,8 %	-28,0 %		23,0 %	42,2 %	59,0 %

Tabell 47:

Estimatet endrer seg svakt ved endring av onde på kort sikt. På lang sikt endrer den seg kraftig. Ved å øke estimatet med 10 %, øker aksjeverdien med 23 %. Senker vi onde med 20 %, synker verdien av aksjen med over 60 %.

### Netto driftsmargin

Estimatendring	-30 %	-20 %	-10%	ESTIMAT 2010	10 %	20 %	30 %
Ndm	0,168	0,192	0,216	0,24	0,264	0,288	0,312
Aksje verdi	217,21	219,23	221,25	223,28	225,32	227,36	229,41
Aksjeverdiendring i %	-2,7 %	-1,8 %	-0,9 %		0,9 %	1,8 %	2,7 %
Endring i forhold til estimat	-30 %	-20 %	-10%	ESTIMAT 2020	10 %	20 %	30 %
Ndm	0,1365	0,156	0,1755	0,195	0,2145	0,234	0,2535
Aksje verdi	50,66	107,06	166,58	223,28	283,12	340,13	400,31
% vis endring ift estimat	-77,3 %	-52,1 %	-25,4 %		26,8 %	52,3 %	79,3 %

Tabell 48:

Estimatet endrer seg svakt ved endring av ndm på kort sikt. Et fall i ndm på 30 % vil kun føre til at aksjeverdien faller med 2,7 % på kort sikt. På lang sikt faller verdien med over 50 %. Estimatet er sensitivt for endringer på lang sikt.

### Risikofri rente

Estimatendring	-30 %	-20 %	-10%	ESTIMAT 2010	10 %	20 %	30 %
Risikofri rente	0,0126	0,0144	0,0162	0,018	0,0198	0,0216	0,0234
Aksje verdi	224,28	224,08	223,68	223,28	222,88	222,49	222,30
Aksjeverdiendring i %	0,45 %	0,36 %	0,18 %		-0,18 %	-0,35 %	-0,44 %
Endring i forhold til estimat	-30 %	-20 %	-10%	ESTIMAT 2020	10 %	20 %	30 %
Risikofri rente	0,0266	0,0304	0,0342	0,038	0,0418	0,0456	0,0494
Aksje verdi	332,95	288,06	249,21	223,28	204,71	190,72	182,28
% vis endring ift estimat	49,1 %	29,0 %	11,6 %		-8,3 %	-14,6 %	-18,4 %

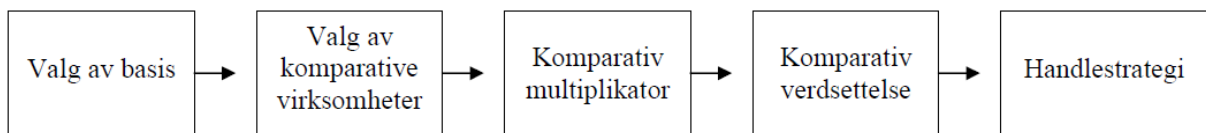
Tabell 49:

Ved renteendringer vil verdien på kort sikt endre seg lite. På lang sikt vil endringene bli større. Økes estimatet med 10 % vil verdien synke med 8,3 %. Dette skyldes den kortsiktige rentens påvirkning på avkastningskravet. Høy rente gir høyere avkastningskrav. Det samme gjelder dersom renten senkes. Størst effekt kommer ved en reduksjon i renten.

## 9 Komparativ verdsettelse

Den komparative verdsettelsen er et supplement til den fundamentale verdsettelsen, ettersom den ikke tar hensyn til mange faktorer som for eksempel gjeldsgraden i selskapene. Metoden er enkel og mindre kostbar enn en fundamental verdsettelse, kan utføres uten noe særlig innsikt i selskapet som skal analyseres. Den kan gjennomføres ved en multiplikatormodell eller en substansverdimodell.

Den komparative verdsettelsen gjennomføres ved å følge fem enkle steg.



Figur 39:

Jeg har valgt å bruke multiplikatormodellene P/B som har netto driftskapital som basis, og P/E som har netto driftsresultat som basis.

De komparative selskapene jeg har valgt er Eidesvik og DOF ettersom de begge er børsnoterte, de tilbyr lignende tjenester, og begge har blitt brukt tidligere i oppgaven.

Den komparative multiplikatoren er lik gjennomsnittet til det komparative selskapet.

### 9.1 P/B

For å ta hensyn til ulikhetene i selskapenes kapitalstruktur velger jeg å bruke selskapskapitalmetoden. Regnskapstallene henter jeg fra siste års finansregnskap.

Utrekningen av P/B beregnes ved:

$$\frac{VNDK}{NDK} = \frac{NDK + (VEK - EK)}{NDK}$$

VEK	Virkelig verdi av egenkapitalen
VDK	Virkelig verdi av netto driftskapital

Figur 40:



Først beregnes VEK

	Aksjekurs pr. 20/05/2010	Utenforstå-ende aksjer (tall i 1000)	VEK (tall i 1000 NOK)
DOF	42,6	91 040	3 878 304
Eiedesvik	36	30 150	1 085 400
Farstad	155	39 000	6 045 000

Tabell 49:

Virkelig verdi av komparative selskap

Deretter beregner vi den komparative multiplikatoren

	FARSTAD	EIDESVIK	DOF
NDK	10 730 643	4 663 131	18 005 592
+ VEK	6 045 000	1 085 400	3 878 304
- EK	6 251 895	1 901 514	6 809 077
= VNDK	10 523 748	3 847 017	15 074 819
VNDK / AKSJEKURS	67 895	128	166
/ NDK/AKSJEKURS	69 230	155	198
= MULTIPLIKATOR	0,98	0,82	0,84

Tabell 50:

Komparativ multiplikator

Ved å bruke gjennomsnittet av selskapenes multiplikator, som ble 0,88, beregner jeg det komparative verdierestimatet (P/E) for Farstad Shipping ASA:

Komparativ multiplikator	0,881
*ndk	10 730 643
= estimert virkelig verdi ndk	9 453 464
- nfg	4 478 748
= Estimert virkelig verdi egenkapital	4 974 716
/ utestående aksjer	39000
Verdi pr. aksje	128

Tabell 51:

Komparativt verdierestimat (P/E)

## 9.2 P/E

P/E er forholdet mellom aksjeprisen og fortjenesten per aksje. Ved å justere for kapitalstrukturen kan P/E beregnes ved:

$$\frac{VNDK}{NDR} = \frac{\text{Virkelig verdi egenkapital} + NFG}{\text{Netto driftsresultat}}$$

P/E	Eidesvik	DOF	Farstad
vndk aksje	127,60	165,58	269,84
NDR aksje	10,77	14,45	30,09
Multiplikator	11,853	11,461	8,967

Tabell 52:

### Komparativ multiplikator

Ved å bruke gjennomsnittet, som ble 10,75, beregner jeg komparative verdier til (P/E) for Farstad Shipping ASA

Komparativ multiplikator	10,760
*ndr	1 173 626
= estimert virkelig verdi ndk	12 628 215
- nfg	4 478 748
= Estimert virkelig verdi egenkapital	8 149 467
/ utestående aksjer	39000
Verdi pr. aksje	209

Tabell 53:

### Komparativt verdier til (P/E)

### **9.3 Oppsummering**

Begge estimatene er lavere enn verdien funnet ved den fundamentale verdien. Jeg regner ut snittverdien til de komparative estimatene og får en aksjepris på NOK 168,5. Denne ligger 25 % under den fundamentale verdien, noe som kan tyde på at mitt estimat er overvurdert.

## 10 Oppsummering

Den strategiske analysen og regnskapsanalysen gav meg et godt innblikk i Farstad Shipping og bransjen selskapet operer i. Den strategiske analysen viste at selskapet er ledende i sin bransje, har et godt rykte og renommé og satser sterkt på innovasjon. Regnskapsanalysen viste at selskapet er solid, med lav risiko for konkurs og har oppnådd superprofitt de siste årene.

Ved å budsjettere og fremskrive regnskapet over horisonten kunne jeg utføre den fundamentale verdsettelsen. Ved å bruke selskapskapitalmetoden kom jeg frem til et verdianslag på NOK 223. Viktige budsjett og verdidrivere ble analysert for å avdekke sensitiviteten de har mot endringer i estimatet, gjennom en sensitivetsanalyse. Jeg valgte å supplere verdsettelsen ved å gjennomføre en komparativ verdsettelse. Jeg brukte P/B og P/E multiplikatoren til Farstad, Eidesvik og DOF, og fikk et samlet verdianslag på NOK 168.

### 10.1 Handelsstrategi

Formålet med den fundamentale verdsettelsen var å estimere en verdi på selskapets egenkapital, for deretter å lage en fornuftig handelsstrategi for både interne og eksterne investorer.

Verdien på egenkapitalen per aksje beregnes ved å vekte den fundamentale verdsettelsen med  $\frac{3}{4}$  og den komparative verdsettelsen med  $\frac{1}{4}$ .

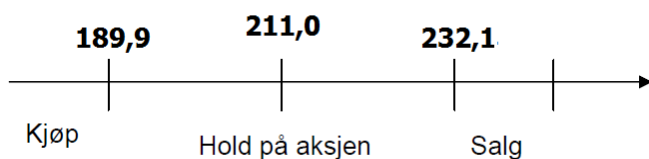
Verdsettelse	Estimert verdi	Vekting	Vektet verdi
Verdi fundamental verdsettelse	225	3/4	168,75
Verdi komparativ verdsettelse	168	1/4	42
Estimert vektet verdi av Farstad Shipping ASA aksjen			211

Tabell 54:

Kursmål for Farstad Shipping ASA

Handelsstrategien bestemmes ut ifra den estimerte kursen til selskapet, og dagens markedspris. Dersom estimert pris er lavere enn markedspris, vil strategien være å selge seg ut av selskapet. Det motsatte ville være å kjøpe seg opp i selskapet.

Aksjer er volatile, særlig shippingaksjer. Det vil alltid være en viss bevegelse i markedet, og jeg vil tillate kursen å bevege seg med 10 % fra kursmålet.



Figur: 41:

Går aksjekursen under 189,9 vil jeg anbefale kjøp ettersom jeg da ser på aksjen som undervurdert. Går kursen over 232,1 vil den være overvurdert, og salg anbefales. Intervallet mellom 189,9 og 232,1 har en hold anbefaling.

Aksjekursen til Farstad var 15.mai 2010 på NOK 155,00. Dette vil si at mitt estimerte kursmål er 26,5 % over markedsprisen og det betyr at selskapet er underpriset. Jeg vil anbefale investorer å kjøpe aksjen, i hvert fall til kursen kommer opp i 189,9. Jeg vil anbefale investorer som allerede har aksjen i sin portefølje om å holde på den, og eventuelt kjøpe seg mer opp i selskapet.

Farstad står i en sterk posisjon med sin moderne flåte og høye kontraktsdekning for 2010 og 2011. Shippingbransjen er naturlig syklisk, og befinner seg nå i en dyp lavkonjunktur. Selv i et dårlig marked som 2009 klarte selskapet å generere vekst. Gjennom mine analyser av selskapet har jeg kommet frem til et kursmål for selskapets aksjer på NOK 211,0, et kursmål jeg føler er fornuftig ut ifra dagens markedssituasjon.

## Kildehenvisning

### BØKER:

Barney, Jay B. (2002). *Gaining and sustaining competitive advantage*. (2<sup>nd</sup> edition). Upper Saddle River: Prentice Hall

Brealey, Richard A., Stewart C. Myers and Franklin Allen (2006). *Corporate Finance*. (8<sup>th</sup> edition). Boston: Published by Mc Graw-Hill/Irwin

Damodaran, Aswath (2002). *Investment valuation: Tools and techniques for determining the value of any asset*. (2<sup>nd</sup> edition). New York: Published by Wiley & Sons, Inc.

Gjesdal, Frøystein og Thore Johnsen (1999). *Kravsetting, lønnsomhetsmåling og verdivurdering*. Oslo: Cappelen Akademiske Forlag.

Hill, Charles W.L and Gareth R. Jones (2007). *Strategic Management: An Integrated Approach* (7<sup>th</sup> edition). Boston: Published by Houghton Mifflin Company.

Jacobsen, Erik W. og Lasse B. Lien (2001). *Ekspansjon: Strategi for forretningsutvikling*. Oslo: Gyldendal Norsk Forlag AS.

Koller, Tim, March Goedhart and David Wessels (2005). *Valuation: Measuring and managing the value of companies* (4<sup>th</sup> edition). Hoboken, New Jersey: Published by Wiley & Sons, Inc.

Penman, Stephen H. (2007). *Financial Statement Analysis and Security Valuation*. (3<sup>rd</sup> edition). Boston: Published by McGraw-Hill/Irwin.

Porter, Michael E. (1985). *Competitive advantage: Creating and sustaining superior performance*. New York: Free Press.

Stopford, Martin (2009). *Maritime Economics* (3rd edition). USA and Canada: Published by Routledge.

#### **INTERNETTKILDER:**

Becker, Cecilie Langum (18.6.2007). *Verftene strømmer til Kina*. Hentet fra:  
<http://www.dn.no/energi/article1117308.ece>

Bedin (Bedriftsinformasjon på Internett). (26.9.2007). *Økonomiske nøkkeltall som er nyttige ved kredittvurdering*. Hentet fra:  
<http://www.bedin.no/CWObjekter/Nokkeltall-kredittvurdering.pdf>

Byberg, Øystein (8.6.2010). *Røkke, Fredriksen og Siem slåss for BP*. Hentet fra:  
<http://www.hegnar.no/okonomi/article430334.ece>

Dyrnes, Sverre (2004) *Verdsettelse med bruk av multiplikatorer*. I: Praktisk økonomi & finans nr. 1/2004. Hentet fra:  
[http://www.idunn.no/file/ci/1872099/pof\\_2004\\_01\\_pdf.pdf](http://www.idunn.no/file/ci/1872099/pof_2004_01_pdf.pdf)

Gründer økonomisk rapport (1.2.2007). *Supplymarkedet koker – kjøp denne aksjen*. Hentet fra: ([http://www.grunder.no/\\_supplymar/](http://www.grunder.no/_supplymar/)).

Hågøy, Torgeir (25.8.2006). *Rekordrater i supplymarkedet*. Hentet fra:  
<http://www.offshore.no/nyheter/sak.aspx?Id=14621>

IEA (International Energy Agency) (2009). *World Energy Outlook: Executive summary*. Hentet fra:  
[http://www.worldenergyoutlook.org/docs/weo2009/WEO2009\\_es\\_english.pdf](http://www.worldenergyoutlook.org/docs/weo2009/WEO2009_es_english.pdf)

Kliwer, Gene (1.2.2010). *Asia-Pacific offshore pace to grow*. Hentet fra:

[http://www.offshore-mag.com/index/article-display/8130476407/articles/offshore/volume-70/issue-2/asia--\\_pacific/asia-pacific-offshore.html](http://www.offshore-mag.com/index/article-display/8130476407/articles/offshore/volume-70/issue-2/asia--_pacific/asia-pacific-offshore.html)

Norges Bank (25.11.2006). *NIBOR: Norsk pengemarkedsrente*. Hentet fra:

[http://www.norges-bank.no/templates/article\\_55481.aspx](http://www.norges-bank.no/templates/article_55481.aspx)

Parr, Odd Steinar (3.3.2010). *Farstad raker inn kontrakter "down under"*. Hentet fra:

<http://www.hegnar.no/bors/shipping/article412164.ece>

Pareto World Wide Offshore AS (2010) *Kvartal 1*. Hentet fra:

<http://www.pareto.no/upload/Pareto%20Universal%20Fonds/rapporter/POK2010Q1.pdf>

Skaug, Ole Martin (29.3.2010). *Kina vil investere 360 mrd. I olje*. Hentet fra:

<http://e24.no/boers-og-finans/article3585882.ece>

Statistisk sentralbyrå (2010) *Konjungturtendensene for Norge og utlandet*. Hentet fra:

<http://www.ssb.no/kt/>

## **ÅRSRAPPORTER**

DOF ASA, Årsrapport fra 2008

DOF ASA, Kvartalsrapport fra 4.kvartal 2009

Drewry Shipping Consultants Ltd. (2009). *World Shipbuilding Market Review & Forecast: Annual report 2009/2010*. United Kingdom: Drewry Publishing Independent Maritime Intelligence.

Eidesvik Offshore ASA, Årsrapport fra 2008



Eidesvik Offshore ASA, kvartalsrapport fra 4. kvartal 2009

Farstad Shipping ASA, Årsrapport fra 2009

Farstad Shipping ASA, kvartalsrapport fra 4. kvartal 2009

## **FORELESNINGSNOTATER**

Knivsfå, Kjell H. (2009). *Strategisk regnskapsanalyse*. Forelesningsnotater.  
Bergen: Norges Handelshøyskole.

## **LOVER**

Regnskapsloven § 4-3