



Universitetet
i Stavanger

Universitetet i Stavanger

Stavanger, 12. juni. våren 2013

Masterutredning i spesialiseringen: Anvendt finans

Veileder: Marius Sikveland

Verdsettelse av Havila Shipping ASA

Av: Andreas Fiskerstrand





Universitetet
i Stavanger

**DET SAMFUNNSVITENSKAPELIGE FAKULTET,
HANDELSHØGSKOLEN VED UIS
MASTEROPPGAVE**

STUDIEPROGRAM: Master i Økonomi og Administrasjon		OPPGAVEN ER SKREVET INNEN FØLGENDE SPESIALISERINGSRETNING: Anvendt finans ER OPPGAVEN KONFIDENSIELL? Nei (NB! Bruk rødt skjema ved konfidensiell oppgave)
TITTEL: Verdsettelse av Havila Shipping ASA ENGELSK TITTEL: Valuation of Havila Shipping ASA		
FORFATTER(E)		VEILEDER:
Studentnummer: 215406	Navn: Andreas Fiskerstrand	Marius Sikveland

OPPGAVEN ER MOTTATT I TO – 2 – INNBUNDNE EKSEMPLARER

Stavanger,/..... 2013

Underskrift administrasjon:.....

Sammendrag

Oppgavens tema har vært å foreta en verdivurdering av rederiselskapet Havila Shipping ASA. Selve problemstilling for utredningen var å komme frem til en estimert egenkapitalverdi, for så kunne komme med en handelsanbefaling for eksterne investorer i forhold til selskapets aksje som er notert på Oslo Børs.

Oppgaven er bygd opp etter prinsipper knyttet til en fundamental verdsettelsesmetode. Den første delen går derfor ut på å analysere strategiske forhold i og rundt selskapet. Dette gjøres for å identifisere potensielle konkurransefortrinn som selskapet måtte ha, og se på hvilken påvirkning utenforstående faktorer har på selskapets evne til å utnytte ressursene fullt ut. Videre ble det utført en regnskapsanalyse for å avdekke selskapets lønnsomhet, risiko og vekst i en valgt historisk analyseperiode. Denne analysen, i samsvar med strategianalysen, dannet grunnlaget videre når jeg skulle lage prognoser for selskapets fremtidig budsjett. Tilhørende dette budsjettet ble det også laget en diskonteringsfaktor som skulle representere eiere og långivernes krav til selskapets kapitalavkastning. Den fundamentale prosessen gav et verdiestimat på selskapets egenkapital på 46,16 kroner per aksje.

Videre ønsket jeg å belyse at metoden var bygd på variabler som var preget av stor usikkerhet. Spesielt ettersom prognosene ikke var av reelle, men av budsjetterte verdier. Ved å gjennomføre en sensitivitetsanalyse og en Monte Carlo simulering avdekket jeg de antakelsene jeg hadde knyttet til usikkerheten og i hvilken grad de påvirket det fundamentale verdiestimatet.

Med det som utgangspunkt ønsket jeg å supplere den første metoden jeg brukte med en komparativ metode. Dette gjorde jeg hovedsakelig for å få mer innsikt og dermed et bedre beslutningsgrunnlag for konklusjon og anbefaling. Den komparative verdsettelsesmetoden ga samlet sett et verdiestimat på selskapets egenkapital på 40,61 kroner per aksje.

Med en reel aksjekurs for selskapet på 28,80 kroner per aksje (31.mai.2013) og et samlet verdiestimat fra oppgaven på 44,23 kroner per aksje, valgte jeg derfor å konkludere med en kjøps- og hold-anbefaling for eksterne investorer.

Forord

Masterutredningen er skrevet som en avslutning på det toårige masterstudiet jeg har tatt ved Universitetet i Stavanger. Med utgangspunkt i spesialiseringen anvendt finans, valgte jeg i denne anledning å utføre en verdivurdering av det norske rederiet Havila Shipping ASA.

Gjennom spesialiseringsretningen har temaet; verdsettelse, vært en naturlig del av pensum i flere av kursene jeg har hatt i løpet av de to årene. Spesielt har fagene MØA220 – Finansiell rapportering og analyse og MØA370 – Verdsetting, bidratt til at emnet rent personlig har blitt oppfattet som det mest interessante. I tillegg til interessen for emnet, mener jeg også at en oppgave av denne typen vil være en fin måte å oppsummere de fleste områdene man er innom i løpet av siviløkonom-utdanningen. For å gjennomføre en god verdivurdering vil man naturlig komme innom elementære temaer som finans, strategi og regnskap. Ved å være innom flere store temaer har oppgaven vist seg å være nokså arbeidskrevende, men samtidig svært lærerik å gjennomføre.

For selve oppgaven valgte jeg å skrive om et rederi som opererer innenfor oljeindustrien. Foruten å være en del av en svært sentral næring i dette landet, valgte jeg selskapet hovedsakelig på grunn av deres lokale forankring i fylket hvor jeg kommer fra. Meg bekjent hadde det heller ikke blitt skrevet en liknende oppgave om selskapet tidligere.

For de fleste analytikere i finansbransjen vil man være nødt til å forholde seg til ekstern informasjon når man utfører en verdivurdering av et selskap. Jeg har derfor valgt å ta samme utgangspunkt og basert oppgaven på offentlige årsrapporter, markedsundersøkelser og annen offentlig informasjon. Dette mener jeg vil være nok til å utrede et godt verdiestimat, men erkjenner at det vil kunne inneholde noen mangler og svakheter ettersom det vil mangle intern informasjon som kan være av betydningsfull og avgjørende art.

Til slutt vil jeg rette en stor takk til veileder Marius Sikveland, postdoktor ved Universitetet i Stavanger, for gode og konstruktive innspill gjennom hele skriveprosessen.

Stavanger, Juni 2013

Andreas Fiskerstrand

1	Innledning	1
1.1	Formål	1
1.2	Problemstilling	1
1.3	Metode	1
2	Presentasjon av bransje og selskap	3
2.1	Bransjen	3
2.1.1	Markedssegment	4
2.2	Selskapet	7
2.2.1	Historikk	7
2.2.2	Visjon og Forretningsidé	7
2.2.3	Organisering	8
	Flåte og Kontrakt	10
3	Verdsettelsesteori	12
3.1	Oversikt over hovedmetoder	12
3.1.1	Fundamental Verdsettelse	12
3.1.2	Komparativ verdsettelse	13
3.1.3	Opsjonsbasert verdsettelse	14
3.2	Valg av metode	15
3.3	Rammeverk for fundamental verdsettelse	16
4	Strategisk Analyse	18
4.1	Rammeverk	18
4.2	Ekstern analyse	18
4.2.1	Porters fem krefter	19
4.2.2	Oppsummering	29
4.2.3	Makroøkonomiske forhold	30
4.3	Intern analyse	34
4.3.1	VRIO	34
4.3.2	Oppsummering	37
4.4	SWOT	38
5	Regnskapsanalyse	39
5.1	Rammeverk	39
5.1.1	Analysefokus	40
5.1.2	Analysenivå	40
5.1.3	Analyseperiode	40
5.1.4	Komparativ bransje	41
5.2	Opprinnelig finansregnskap	42
5.3	Omgrupperinger	44
5.3.1	Avsetning til utbytte	44
5.3.2	Unormale kontra normale poster	45
5.3.3	Dirty Surplus	45
5.3.4	Driftsrelaterte og driftsfremmede eiendeler	46
5.3.5	Sysselsatt kapital og rentefri gjeld	47
5.4	Justering for målefeil	51
5.5	Forholdstallanalyse	52
6	Risikoanalyse	53
6.1	Likviditetsanalyse	53
6.1.1	Likviditetsgrad 1	53
6.1.2	Likviditetsgrad 2	54
6.2	Kapitalstrukturanalyse	55
6.2.1	Egenkapitalandel	55
6.2.2	Rentedekningsgrad	56

6.2.3	Finansieringsskjema	57
6.3	Syntetisk rating	58
7	Avkastningskrav	60
7.1	Kapitalverdimodellen.....	61
7.2	Finansielt gjeldskrav.....	69
7.3	Finansielt eiendelskrav.....	70
7.4	Netto finansielt gjeldskrav.....	71
7.5	Netto driftskrav.....	71
8	Lønnsomhetsanalyse.....	72
8.1	Egenkapitalrentabilitet.....	72
8.2	Driftsrentabilitet	74
8.3	Finansiell gearing.....	76
9	Vekst.....	78
10	Fremtidsregnskap	81
10.1	Vekst i driftsinntekter.....	83
10.2	Netto driftseiendeleres omløpshastighet	84
10.3	Netto driftsresultat	84
10.4	Andel finansiell gjeld.....	85
10.5	Andel finansielle eiendeler	86
10.6	Finansinntekt.....	86
10.7	Finanskostnad.....	87
10.8	Minoritetsandel.....	88
10.9	Minoritetsresultat	88
11	Fremtidig avkastningskrav	90
11.1	Krav til Egenkapital	90
11.1.1	Risikofri rente	90
11.1.2	Egenkapitalbeta.....	92
11.1.3	Risikopremie	93
11.1.4	Likviditetspremie	93
11.2	Krav til netto finansiell gjeld	93
11.3	Krav til netto driftskapital	94
12	Fundamental Verdsettelse	95
12.1	Kontantstrømmetoden	97
12.2	Superprofittmetoden	98
12.3	Sensitivitetsanalyse	99
12.4	Simulering	104
13	Komparativ verdsettelse.....	106
13.1	P/B	107
13.2	P/E.....	108
13.3	Oppsummering.....	110
14	Avslutning	111
14.1	Oppsummering.....	111
14.2	Anbefalt handelsstrategi.....	112
	Referanseliste.....	114
	Vedlegg.....	118

Tabelliste:

Tabell 1: Hovedaksjonærer.....	9
Tabell 2: Oppsummert ressursanalyse.....	37
Tabell 3: Opprinnelig resultatregnskap.....	42
Tabell 4: Opprinnelig balanse.....	43
Tabell 5: Omgruppert historisk resultatregnskap 2007-2012.....	49
Tabell 6: Omgruppert historisk balanse ”sysselessatt kapital”.....	50
Tabell 7: Omgruppert historisk balanse ”netto driftskapital”.....	51
Tabell 8: Likviditetsgrad 1.....	53
Tabell 9: Likviditetsgrad 2.....	54
Tabell 10: Egenkapitalandel.....	56
Tabell 11: Rentedekningsgrad.....	57
Tabell 12: Finansieringsskjema 2012.....	58
Tabell 13: Syntetisk rating 2012.....	59
Tabell 14: Rating Analyseperioden 2007-2012.....	59
Tabell 15: Historisk risikofri rente.....	62
Tabell 16: Regresjonsstatistikk.....	64
Tabell 17: Finansiell eiendelsbeta.....	66
Tabell 18: Beta finansielle poster.....	66
Tabell 19: Egenkapitalbeta.....	67
Tabell 20: Markedets risikopremie.....	68
Tabell 21: Egenkapitalkrav 2007-2012.....	69
Tabell 22: Finansielt gjeldskrav.....	70
Tabell 23: Finansielt krav til eiendeler.....	70
Tabell 24: Netto finansielt gjeldskrav.....	71
Tabell 25: Netto krav til driftskapital 2007-2012.....	71
Tabell 26: Egenkapitalrentabilitet.....	72
Tabell 27: Driftsmargin.....	74
Tabell 28: Omløpshastighet.....	75
Tabell 29: Netto driftsrentabilitet.....	76
Tabell 30: Finansiell gearing.....	76
Tabell 31: Vekst i resultatregnskapet 2007-2012.....	78
Tabell 32: Prognoser vekst.....	84
Tabell 33: Prognoser omløpshastighet netto driftseiendeler.....	84
Tabell 34: Prognoser netto driftsmarginer.....	85
Tabell 35: Historisk gjeldsandel.....	85
Tabell 36: Prognoser finansiell gjeldsandel.....	86
Tabell 37: Historisk finansiell eiendelsandel.....	86
Tabell 38: Prognoser finansiell eiendelsandel.....	86
Tabell 39: Historisk finansiell eiendelsrentabilitet.....	87
Tabell 40: Prognoser finansinntekt.....	87
Tabell 41: Prognoser finanskostnad.....	87
Tabell 42: Historisk minoritetsandel.....	88

Tabell 43: Prognoser minoritetsinteresser.....	88
Tabell 44: Historisk avkastning minoritet.....	88
Tabell 45: Prognose minoritetsavkastning.....	89
Tabell 46: Prognose fremtidsbalanse ”netto driftskapital”.....	89
Tabell 47: Prognose fremtidsresultat.....	89
Tabell 48: Prognose fremtidig kontantstrøm fra drift.....	89
Tabell 49: Statsobligasjoner.....	91
Tabell 50: Prognose risikofri rente.....	92
Tabell 51: Prognose finansiell beta.....	92
Tabell 52: Prognose egenkapitalbeta.....	92
Tabell 53: Prognose krav til egenkapital.....	93
Tabell 54: Prognose finansielt gjeldskrav.....	93
Tabell 55: Prognose finansielt eiendelskrav.....	94
Tabell 56: Prognose krav til netto finansiell gjeld.....	94
Tabell 57: Prognose krav til netto driftskapital.....	94
Tabell 58: Verdiestimat egenkapital ved fri kontantstrøm fra drift.....	97
Tabell 59: Verdiestimat egenkapital ved superprofitt fra drift.....	98
Tabell 60: Sensitivitet omløpshastighet netto driftseiendeler.....	99
Tabell 61: Sensitivitet driftsinntektsvekst.....	101
Tabell 62: Sensitivitet netto driftsmargin.....	102
Tabell 63: Sensitivitet risikofri rente.....	102
Tabell 64: Monte Carlo simulering.....	105
Tabell 65: Virkelig verdi egenkapital bransje.....	107
Tabell 66: Netto driftskapital og bokført egenkapital fra bransje.....	107
Tabell 67: Verdiestimat (P/B).....	108
Tabell 68: Verdiestimat (P/E).....	109

Figurliste:

Figur 1: Organisasjonskart.....	8
Figur 2: Historisk kursutvikling Havila Shipping ASA.....	9
Figur 3: 20 største offshore rederier.....	10
Figur 4: Kontraktoversikt.....	11
Figur 5: Rammeverk for fundamental verdsettelse.....	16
Figur 6: Rammeverk for strategisk analyse.....	18
Figur 7: Porters konkurransemodell.....	19
Figur 8: Kontraheringer 2013.....	26
Figur 9: Historisk ratenivå for ankerhåndteringsfartøy.....	27
Figur 10: Historisk ratenivå for forsyningsfartøy.....	27
Figur 11: Porters fem krefter oppsummert.....	29
Figur 12: Global oljeetterspørsel.....	31
Figur 13: Sammenheng mellom oljepris og investeringsaktivitet.....	33
Figur 14: Rammeverk for regnskapsanalysen.....	39

Figur 15: Driftsrelaterte og driftsfremmede eiendeler.....	47
Figur 16: Omgruppert gjeldsoppstilling.....	48
Figur 17: Likviditetsgrad 1.....	54
Figur 18: Likviditetsgrad 2.....	55
Figur 19: Egenkapitalandel.....	56
Figur 20: Rentedeckningsgrad.....	57
Figur 21: Rammeverk for avkastningskravet.....	60
Figur 22: Punktdiagram.....	64
Figur 23: Egenkapitalrentabilitet.....	73
Figur 24: Dekomponering av driftsrentabilitet.....	74
Figur 25: Driftsinntektenes vekstrate.....	79
Figur 26: Rammeverk for fremtidsregnskap.....	81
Figur 27: Sensitivitet omløpshastighet netto driftseiendeler (kortsiktig).....	100
Figur 28: Sensitivitet omløpshastighet netto driftseiendeler (langsiktig).....	100
Figur 29: Sensitivitet vekst i driftsinntekter (kortsiktig).....	101
Figur 30: Sensitivitet netto driftsmargin (kortsiktig).....	102
Figur 31: Sensitivitet risikofri rente etter skatt (langsiktig).....	103
Figur 32: Rammeverk for komparativ verdsettelse.....	106
Figur 33: Anbefalt strategi.....	113

1 Innledning

I dette kapittelet vil jeg se nærmere på oppgavens formål og ikke minst hensikten med å studere akkurat denne oppgavens tema. Videre vil jeg formulere en presis problemstilling før jeg beskriver oppgavens metode og hvordan den er bygget opp fra begynnelse til slutt.

1.1 Formål

Som jeg nevnte i forordet er utredninger av denne typen en fin måte å oppsummere en masterutdanningen med spesialisering innenfor finans. Valget av selskap og bransje er ikke tilfeldig ettersom norsk industri preges i stor grad av olje og gass, og valg av selskap som berøres av denne industrien blir dermed fort naturlig. For valg av det eksakte selskapet har det sitt opphav fra samme fylke som jeg kommer fra og med en personlig interesse for bransjen ble det dermed naturlig for meg å velge Havila Shipping som analyseobjekt. Siden selskapet ble børsnotert i 2005 har kursen variert i stor grad, der man spesielt har sett en negativ trend i en periode der bransjen opplever sine beste tider. Dette har vakt en interesse som gjør at jeg ønsker å undersøke nærmere hvilke forhold som bidrar til nettopp denne kursutvikling.

Formålet med denne oppgaven blir derfor å beregne verdien til Havila Shipping sine underliggende økonomiske verdier og sammenligne den med dagens kurs (31.mai.2013). Jeg vil da forhåpentligvis være i stand til å komme med en anbefaling og en handelsstrategi for eksisterende investorer og andre aktører i aksjemarkedet som ikke sitter med aksjepost om man bør kjøpe, selge eller holde aksjen.

1.2 Problemstilling

Problemstillingen til denne utredningen blir derfor formulert som:

- I. Hvilken verdi har selskapets egenkapital per 31.12.2012?
- II. Tatt denne verdien i betraktning, vil jeg anbefale å kjøpe, holde eller selge selskapets aksje sammenlignet med dagens reelle kurs?

1.3 Metode

Når det kommer til innsamling av data vil jeg benytte meg av eksternt informasjon som offentlige årsrapporter, publiserte markedsrapporter og annen offentlig informasjon. For oppgavens design vil jeg fokusere på to ulike metoder ved selve verdsettelsen; fundamental verdsettelse og komparativ verdsettelse. I tillegg til selskapet og deres historiske prestasjoner vil jeg også bruke andre selskap i samme bransje for å sammenligne når det vil være

nødvendig. Som representanter for bransjen har jeg derfor valgt selskapene Farstad ASA, DOF ASA og Siem Offshore ASA som kan sies å være tre selskap som er relativt lik Havila Shipping ASA. Videre vil den første delen av oppgaven handle om en kort presentasjon av selskapet og den tilhørende bransjen i **kapittel 2**.

Videre vil jeg i **kapittel 3** se nærmere på hvilke teorier som er alternativ for denne oppgavens formål og veie disse opp mot hverandre. Kapittelet avsluttes med at jeg konkluderer med hvilke metoder som passer best i dette tilfellet og hvilke som dermed benyttes videre.

Kapittel 4 går med til å analysere selskapets posisjon i markedet og identifisere hvilke aktører som er med på å prege selskapet fra utsiden. Helt eksakt blir dette gjort gjennom ulike analysemetoder som vil kulminere i en oppsummerende SWOT – analyse, som illustrerer selskapets styrker og svakheter og ikke minst bransjens muligheter og trusler.

Kapittel 5-9 vil jeg bruke til å analysere Havila Shipping sine historiske prestasjoner gjennom lønnsomhet, risiko- og vekstanalyser. En viktig faktor i denne anledning vil være å beregne avkastningskravet, som gjøres i kapittel 7, for å konkludere om selskapet evner å skape verdier utover eierne- og långivernes krav.

Den informasjonen jeg har tilegnet meg i løpet av de foregående kapitlene vil dermed danne grunnlaget for **kapittel 10**, der jeg vil presentere prognoser for selskapets fremtidige finansregnskap. Kontantstrømmene fra disse prognosene vil videre bli diskontert med et avkastningskrav som beregnes i **kapittel 11**, som da vil gi meg et verdiestimat av selskapets egenkapital basert på fundamentale verdsettelsesmetoder i **kapittel 12**.

Kapittel 13 vil illustrere den alternative metoden som jeg har valgt å benytte, og sammen med estimatet i kapittel 12 vil denne gi en god nok innsikt til at jeg skal kunne komme med en fornuftig anbefalt handelsstrategi i **kapittel 14**.

2 Presentasjon av bransje og selskap

Før jeg går løs på teorien rundt selve verdsettelsen, og ikke minst de omfattende analysene, vil jeg ta for meg en kort introduksjon av selskapet og den respektive bransjen de tilhører.

2.1 Bransjen

Havila Shipping er et offshorerederi som utfører arbeid innen det som kan betegnes som supplybransjen. Hovedsakelig er arbeidsoppgavene for rederiene i denne type bransje knyttet til utførelse av ulike servicetjenester for oljeselskapene, som leter etter og produserer olje offshore. Tjenestene som blir utført kan være alt fra å frakte mat, drivstoff og mannskap til oljeplattformene, til langt mer avanserte operasjoner over og under vannoverflaten.

Bransjen i seg selv kjennetegnes ved at den er svært volatil og rederienes virksomhet har vist seg å være signifikant påvirket av internasjonale konjunktursvingninger (Rederiforbundet, 2013). Etterspørselen etter rederienes tjenester knyttes tett opp i mot investeringer og aktivitetsnivået fra kunden, som altså er oljeselskapene, som leter etter og produserer olje. Oljeselskapenes aktiviteten er igjen svært avhengig av hvilken etterspørsel det er etter olje og gass på verdensbasis og ikke minst hvilken pris de kan få solgt råvarene for. Trenden internasjonalt de seneste årene kan vise til en relativt stabilt høy oljepris, foruten finanskrisen for noen år tilbake (2009), og aktiviteten fra oljeselskapene og ikke minst etterspørselen etter rederienes tjenester har derfor vist seg å være rekordhøy. I 2012 kunne norske rederier vise til en omsetningsvekst på hele 12 prosent og undersøkelse viser at det forventes en betydelig vekst også i 2013 (Rederiforbundet, 2013). Nylige rapporter indikerer også at veksten i leting og produksjon fra oljeselskapene på norsk sokkel også vil fortsette å være positiv i årene som kommer og med det vil behovet for supplytjenestene med stor sannsynlighet vedvare. Forbeholdene er selvfølgelig hvordan oljeprisen og konjunkturer i verden vil utvikle seg, noe jeg vil se nærmere på i den strategiske analysen i kapittel 4.

De maritime rederiene kan deles opp i følgende hovedgrupper; Shortsea, Deepsea, Offshore og Offshore-entreprenører (Maritimt Forum, 2013). Fartøyene som Havila Shipping opererer med (offshore) kan videre klassifiseres i følgende underkategorier; forsyningsfartøy, subsea-fartøy og seismikk fartøy. I denne oppgaven vil jeg først og fremst fokusere på de to første kategoriene, ettersom Havila Shipping ikke utfører tjenester innen seismikk.

Oppdrag og arbeid for mannskap og fartøy deles inn i korte kontrakter (spot) og langtidskontrakter. Fartøy som opererer i spot-markedet er leid inn i perioder på cirka 1 til 3 uker.

Mens lange kontrakter, som per dags dato (3. Juni 2013) omfatter over 90 prosent av flåten, har en varighet fra et halvt år til 6-7 år på det lengste (se figur 4).

Jeg vil nå kort illustrere hva som kjennetegner de forskjellige type fartøyene som selskapet innehar. Først ut er forsyningsfartøy som kan deles inn i fartøy myntet på forsyningsfartøy for plattformer (PSV) og ankerhåndteringsfartøy (AHTS).

2.1.1 Markedssegment

PSV

Dette er en type skip som spesialisere seg på å transportere utstyr og mannskap til og fra oljeplattformene. På fartøyets dekk blir det gjerne oppbevart rør, utstyr og containere, mens det under dekk vil være tilrettelagt for tanker til å frakte væsker som vann, sement, drivstoff og borevæske.

Kapasiteten til denne type fartøy er ofte rangert på bakgrunn av:

- Total lastekapasitet (dødvekt i tonn)
- Størrelse på dekk
- Størrelse på tanker og oppbevaring under dekk

Vi ser en tydelig trend, spesielt i Nordsjøen, men også ellers i verden at kapasiteten til denne type fartøy bare blir større og større. Tidligere ville man definere store forsyningskip til plattformer til å inneha en kapasitet på cirka 2500 tonn i dødvekt. I dag ligger de fleste nye fartøy til Nordsjøen og store deler av markedstonnasjen på rundt 3000 tonn i dødvekt. Fartøy med denne kapasiteten og opp til 4500 tonn blir karakterisert som mellom-store. Større enn 4500 tonn blir karakterisert som store. (Pareto Securities, 2013). Normal levetid er rundt 20-30 år.



Ankerhåndteringsfartøy

Denne type fartøy er gjerne større og mer komplekst utrustet bygd for å utføre installasjoner, sleping og ankring av oljeplattformer. Selv om det ikke er deres primæroppgave, er skipene også bygd for å kunne utføre redningsaksjoner og brannslukning. Fartøyene blir også brukt til transportering av mannskap til og fra riggene.

Ettersom bruksområdene for AHTS og PSV er forskjellige, blir også kapasiteten til ankerhåndteringsfartøy målt ulikt i forhold til PSV. Operasjonene som blir utført krever at fartøyene er større og ikke minst har større motorkapasitet. I likhet med PSV har kravene til kapasiteten til denne typen også økt de siste årene. Dette kommer ikke bare av at operasjonene har blitt vesentlig mer krevende, men mer av at fokuset på sikkerhet og effektivitet i de vanskelige forholdene (Nordsjøen / Brasil) har fått et betydelig større fokus.

Kapasiteten blir ofte målt på bakgrunn av:

- Tauekapasitet, Break Horse Power (BHP)
- Kapasitet til vinsj (Tonn)
- Forsyningskapasitet (Oppbevaring og dekk-kapasitet)
- Redningskapasitet (I den grad fartøyet er utrustet til denne type operasjoner)

Som jeg nevnte angående utviklingen til krav og kapasitet til nye forsyningsfartøy til plattformer (PSV), kan vi se en lignende tendens i AHTS- markedet. Det mest vanlige målet på AHTS er motorkapasiteten (BHP). Små fartøy har en kapasitet på mindre enn 10.000 BHP, mellomstore ligger mellom 10.000 og 20.000 og store har mer enn 20.000 i BHP (Pareto Securities, 2013). De vanskelige arbeidsforholdene i Nordsjøen gjør at de fleste som opererer i dette markedet er såkalte mellomstore og store ankerhåndteringsfartøy. Normal levetid til denne type fartøy blir estimert til å være rundt 30 år.



Subsea

Havila Shipping er også involvert i markedet som omfatter kategorien; subsea. Fartøyene blir da brukt til konstruksjonsarbeid og operasjoner som blir gjort under vannoverflaten. De er gjerne utstyrt med store kraner, landings-plattform til helikopter og ulike dynamiske system. Oppdragene som blir utført omfatter ofte drilling, leting og utvikling av oljefelt under vann. Fartøy som inkluderes i denne kategorien kan videre deles inn i (Havila (b), 2013):

- Offshore konstruksjonsfartøy (OCV)

- Store PSV fartøy som er utstyrt med ekstra utstyr som er beregnet til undervannsoperasjoner.

- Anvendelige forsyningsfartøy (MPSV)

- Store konstruksjons-fartøy som utstyres med kraner med høy kapasitet og stort dekk-område.

- Fartøy beregnet på undervanns dykker-system. (DSV)

- I tillegg til stor kran-kapasitet, er denne type fartøy spesialisert på undervanns-system og innehar miniubåter (ROV).



2.2 Selskapet

Havila Shipping ASA er i dag et ledende selskap innen offshore-supplybransjen og utfører med sine 27 fartøy ulike tjenester for oljeselskapene innen subsea, ankerhåndtering og forsyning. Selskapet har sitt hovedkontor plassert i Fosnavåg, Møre og Romsdal og har per 31.12.2012 nærmere 635 ansatte, der 600 arbeider offshore (Havila (c), 2013). Hovedsakelig er virksomhetens marked Nordsjøen, både på norsk og britisk side. Men de har etterhvert utvidet sitt engasjement i henholdsvis det sør-amerikanske, afrikanske og asiatiske supplymarkedet.

Jeg vil nå se nærmere på selskapets historikk, hvordan de er organisert, hvilke visjoner og mål som legges til grunn og ikke minst presentere en oversikt over selskapets nåværende kontraktssituasjon.

2.2.1 Historikk

Havila Shipping ASA er et resultat av flere generasjoners fiske- og shipping drift fra en familie på Søre-Sunnmøre. Etter tiår med fiskeri, startet Per Sævik et supply-selskap i 1981 som var rettet mot den voksende oljeindustrien som hadde kommet til Norge. Fartøyene i selskapet var på denne tiden myntet på redningsaksjoner og transport av mannskap til og fra oljerigger.

Selskapet ble etter hvert kjøpt opp og investorene gjorde stor fortjeneste. Store deler av denne fortjenesten ble videre investert av familien i nye virksomheter, og satsingsområdet dreide seg etter hvert mer mot avanserte og kompliserte oppdrag i industrien. I 2003 ble selskapet Havila Shipping opprettet og besto den gang av ti offshorefartøy.

Selskapet har etter dette fortsatt å vokse betraktelig og investert store beløp i nye og avanserte fartøy. Den største investeringsperioden var i tidsrommet 2007- 2011 der hele 13 fartøy ble kontrahert fra norske skipsverft. 12 av disse fartøyene kom fra verftet Havyard. Brorparten gikk ut i kontrakt med kunder i Nordsjøen, mens fire av dem gikk ut i kontrakt i det asiatiske markedet (Singapore) og har vært der siden.

2.2.2 Visjon og Forretningsidé

Selskapets målsetning er å være en ledende leverandør av kvalitetssikrede offshore supply-tjenester til både nasjonale og internasjonale selskaper (Havila (c), 2013). Målsetningen skal de oppnå gjennom et sterkt fokus på sikre operasjoner og menneskelige ressurser.

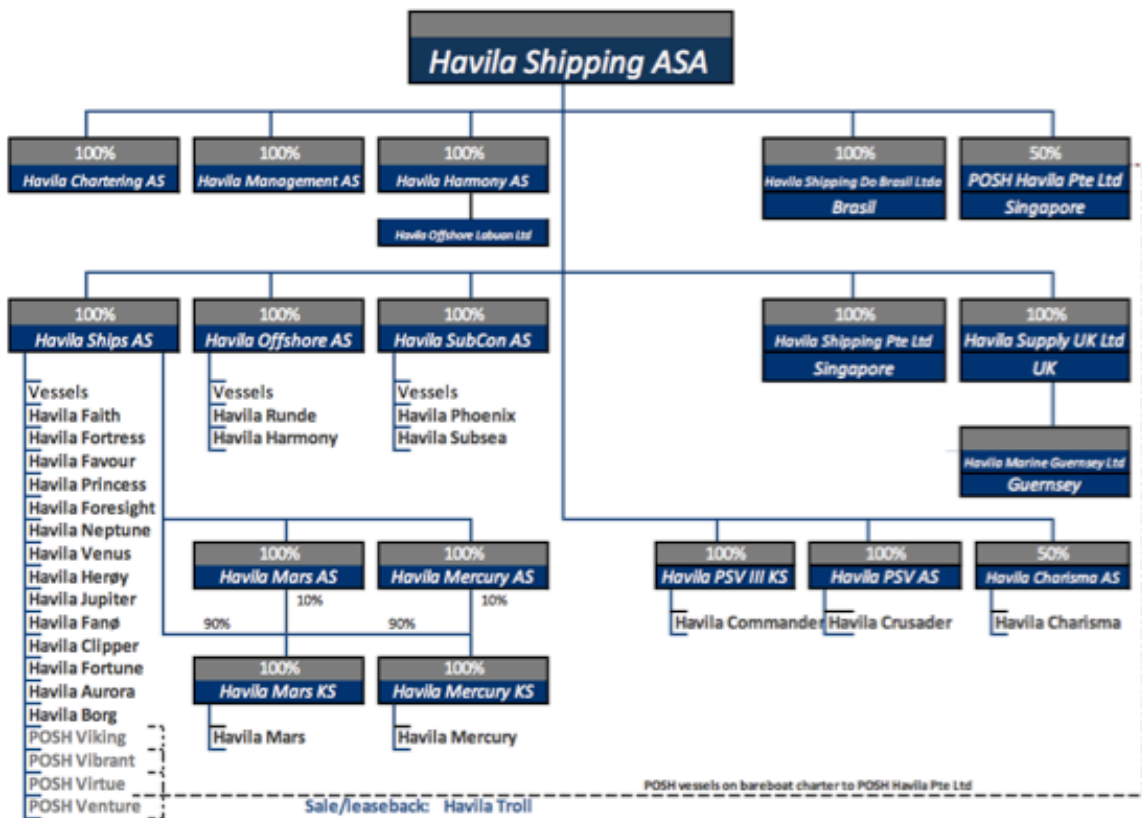
De uttalte kjerneverdiene til Havila Shipping er :

- I) Åpenhet
- II) Ansvarsbevissthet
- III) Likebehandling

Som jeg skal komme nærmere inn på senere, er det innenfor oljesektoren et sterkt fokus på sikkerhet, men også miljø. Havila Shipping ASA har et uttalt mål og kjernesatsing om å ha et kontinuerlig fokus på løsninger som forbedrer utslipp av avgasser og andre stoff.

2.2.3 Organisering

Som det ble nevnt har selskapet i dag rundt 635 ansatte. Kontoret i Fosnavåg har 35 ansatte som står for den daglige driften og 600 er videre fordelt på de 27 fartøyene. Foruten hovedkontoret i Fosnavåg, har selskapet også opprettet avdelinger i Brasil (Rio de Janeiro), Asia (Singapore) og Skottland (Aberdeen). En fullstendig oversikt over selskapsstrukturen kan illustreres ved organisasjonskartet (Pareto Securities, 2013):



Figur 1: Organisasjonskart

Selskapet valgte å notere seg på Oslo Børs mai 2005, og har de seneste fem årene hatt følgende utvikling i aksjeprisen (Oslo Børs, 2013):



Figur 2: Historisk kursutvikling Havila Shipping ASA

Havila Shipping ASA har per 1.6.2013 utestående 30 179 599 aksjer med en markedsverdi på 851,1 millioner. Den største aksjonæren er selskapet Havila AS med hele 50,5 prosent eierskap. Utenom dette eier aksjonærer eierposter i selskapet fra 10 prosent eller mindre. Av de totalt 678 aksjonærene bor 40 av dem utenfor Norge (Havila (c), 2013). Tabellen nedenfor viser oversikten over de 20 største aksjonærene til selskapet:

Shareholder/Aksjonær	Address/Adresse	Shares/Aksjer	Interest/Shares
HAVILA HOLDING AS	FOSNAVÅG	15 227 130	50,5 %
ODIN OFFSHORE	OSLO	2 042 500	6,8 %
PARETO AKSJE NORGE	OSLO	1 687 795	5,6 %
PARETO WORLD WIDE SHIPPING AS	OSLO	1 617 433	5,4 %
TORGHATTEN ASA	BRØNNØYSUND	1 223 100	4,1 %
MAVI XV AS	TRONDHEIM	916 475	3,0 %
PARETO AKTIV	OSLO	713 615	2,4 %
JEKI PRIVATE LIMITED	SINGAPORE	500 000	1,7 %
CARVALLO INTERNATIONAL LTD	SINGAPORE	394 726	1,3 %
PARETO VERDI	OSLO	368 600	1,2 %
ODIN MARITIM	OSLO	282 604	0,9 %
PARETO OFFSHOREINVEST AS	OSLO	231 062	0,8 %
HUSTADLITT A/S	MOLDE	227 448	0,8 %
BAKKELY INVEST A/S	ULSTEINVIK	214 800	0,7 %
OLAV MAGNE TVEITÅ	HORNNES	208 141	0,7 %
KS ARTUS	FOSNAVÅG	203 800	0,7 %
LØREN HOLDING AS	OSLO	200 000	0,7 %
PACIFIC CARRIERS LTD	SINGAPORE	185 926	0,6 %
VERDIPAPIRFONDET DNB	OSLO	181 418	0,6 %
ARTHUR SÆVIK	FOSNAVÅG	137 331	0,5 %
20 largest/20 største		26 763 904	88,7 %
OTHER/ANDRE		3 415 695	11,3 %
Total number of shares / Antall aksjer totalt		30 179 599	100,0 %

Tabell 1: Hovedaksjonærer

Flåte og Kontrakt

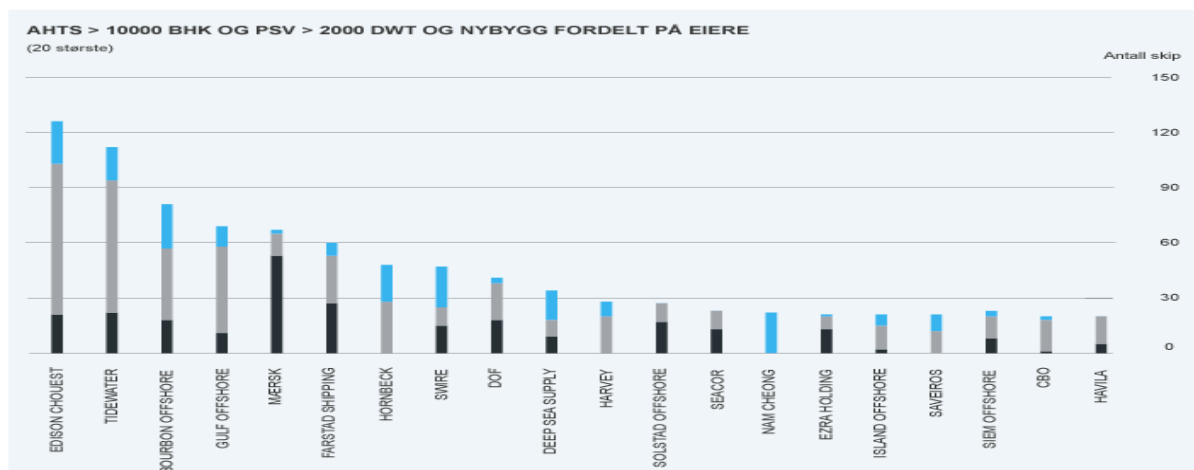
Selskapet eier og drifter en flåte på 27 offshore supplyfartøy. Disse opererer hovedsakelig på norsk, britisk og dansk side av Nordsjøen. Virksomheten har også fartøy i Malaysia, Angola og Brasil. I tillegg er de også involvert i det asiatiske markedet gjennom sin deltakelse i POSH Havila Pte Ltd (ref. figur: 1).

Selskapet har ni ankerhåndteringsfartøy, der tre av dem per dags dato (1.6.2013) opererer i det såkalte spot-markedet. Blant de seks gjenværende er to av dem ute i langtidskontrakt med Statoil, mens de siste fire blir leid ut til joint-venture selskapet i Singapore. Snittalderen på ankerhåndteringsflåten er cirka 3 år.

Dette markedet er som nevnt tidligere dominert av større skip, hovedsakelig på grunn av de tøffe arbeidsforholdene. De fleste fartøyene ligger på mellom 12.000-35.000 BHP.

Kapasiteten til Havilas ankerhåndteringsflåte som utfører arbeid i Nordsjøen har alle over 16.000 BHP og kategoriseres dermed som mellomstore eller store fartøy. Forholdene i Asia er ikke like krevende og har dermed ikke samme preferanser til kapasitetskrav. Selskapets ”minste” fartøy er derfor plassert i dette markedet.

Selskapets tonnasje består også av 13 forsyningsfartøy som blant annet er under kontrakt med oljeselskaper som Petrobrás, Shell, Maersk og Statoil. I likhet med ankerhåndteringsfartøyene, er selskapets forsyningsfartøy moderne og innehar en høy kapasitet. PSV-flåten til selskapet består kun av mellom-store og store fartøy. Snittalderen ligger på cirka 5 år. Selskapet består altså hovedsakelig av mellomstore og store supplyfartøy. Totalt er det cirka 1240 enheter av denne typen på verdensbasis og utgjør 43 prosent av alle servicefartøy i bransjen (Farstad, 2013). Figuren nedenfor viser de 20 største aktørene på verdensbasis:



Figur 3: 20 største Offshore-rederier

Den siste andelen av selskapets flåte består av tre fartøy som går under kategorien; subsea. Samtlige er utstyrt med store kraner, dynamisk posisjoneringssystem og landingsområde for helikopter. To kan av dem kan betegnes som offshore konstruksjonsfartøy (OCV) mens det siste er av typen Subsea/PSV (MPSV).

Til slutt tar jeg med fartøyet som er ment til rene redningsoperasjoner. Havila Shipping er også eier av et relativt gammelt fartøy som engasjeres når det skal ryddes i oljesøl, slukningsarbeid av brann og evakuering av mannskap. Fartøyet er spesialbygd for dets formål og er utstyrt med redningsbåter, landingsområde for helikopter og avansert slukningsutstyr. En fullstendig oversikt over selskapets flåte og kontraktstatus vises i figuren nedenfor:



Figur 4: Kontraktoversikt (Havila (d), 2013)

3 Verdssettelsesteori

Hovedformålet med denne oppgaven er å analysere og estimere en endelig verdi for egenkapitalen til Havila Shipping. Ved å fastsette hensikten med oppgaven, blir neste steg å identifisere hvilke alternativer man har for hvordan verdsettelsen faktisk kan gjennomføres. Hovedsakelig kan de ulike alternativene kategoriseres ved følgende metoder (Penman, 2010);

- Fundamental verdsettelse
- Komparativ verdsettelse
- Opsjonsbasert verdsettelse

Jeg vil nå drøfte verdsettelsesmetodene, hva de faktisk belyser og i hvilke situasjoner metodene med fordel kan brukes. De ulike teknikkene baserer sine verdiestimat på forskjellige utgangspunkt og ikke minst varierer stort i kompleksitet. Valget er ofte avhengig av hvilken livssyklus selskapet er i, stabilitet i bransje og marked og ikke minst hvilken kunnskap og tallmateriale som er mulig å oppdrive.

3.1 Oversikt over hovedmetoder

Jeg vil nå ta for meg hver enkelt metode for deretter å konkludere hvilke som passer best til denne oppgavens formål (ref. delkapittel 1.1).

3.1.1 Fundamental Verdsettelse

En verdivurdering basert på denne metoden er helt klart den mest ressurskrevende. Estimatet av egenkapitalen tar her utgangspunkt i de underliggende forholdene til selskapet. Ved omfattende analyser av bransjen og selskapet gjennom strategi og historiske regnskaptall ønsker man å tilegne seg nok kunnskap til å kunne estimere et sannsynlig fremtidig budsjett. Fremgangsmåten for hvordan man rent teknisk kommer frem til den endelige verdien av selskapets egenkapital kategoriseres gjerne ved; *egenkapitalmetoden* og *total kapitalmetoden* (Damodaran, 2012). Den første blir definert som den ”direkte”, der man finner egenkapitalverdien til selskapet ved å estimere nåverdien av de fremtidige kontantstrømmene som kun er rettet mot eierne, pluss en terminalverdi. Kravet kontantstrømmene diskonteres med er derfor kun beregnet med tanke på eierens interesse for selskapet. Den andre måten å gjennomføre en fundamental verdsettelse på er ved en mer ”indirekte” tilnærming. Man går da gjennom selskapets total kapital for å komme frem til et verdiestimat på egenkapitalen. Det er kontantstrømmene til selskapets drift som her diskonteres med et krav som tar hensyn til

både eierne og ikke minst långivere. Etter man finner nåverdi av totalkapitalen må man trekke fra netto finansiell gjeld for å få selskapets endelige egenkapitalverdi.

$$\text{Verdi egenkapital(direkte)} = \frac{\text{Kontantstrøm egenkapital}}{\text{krav til egenkapital}}$$

$$\text{Verdi egenkapital(indirekte)} = \frac{\text{Kontantstrøm driftskapital}}{\text{krav til driftskapital}} - \text{netto finansiell gjeld}$$

I utgangspunktet skal begge måtene å utføre verdsettelsen på gi det samme estimatet dersom metodene brukes riktig, og antakelser og inputparameterne som benyttes er samsvarende for begge to (Gjesdal, 2012). På tross av dette kommer det ofte frem i praksis at estimatene varierer ettersom man baserer verdsettelsen på budsjetterte verdier og ikke reelle verdier. Ettersom den direkte tilnærmingen inneholder flere ledd i utførelsen, viser det seg ofte at denne inneholder flere feilkilder enn den indirekte metoden.

3.1.2 Komparativ verdsettelse

Resultatmodeller er langt ifra like komplekse som de fundamentale metodene som vist ovenfor. I denne type modeller forutsetter man at resultatene som kapitaliseres har en sterk korrelasjon til fremtidige netto kontantstrømmer. Verdien av en virksomhet finner man på grunnlag av hvordan andre sammenlignbare selskaper er priset i forhold til forskjellige verdidrivere. Verdidriverne kan være kontantstrømstørrelse, bokførte verdier eller resultatstørrelser. Den kritiske faktoren i dette tilfellet er om de sammenlignbare foretakene og faktoren som blir brukt virkelig er relevant. Det er derfor avgjørende at man justerer for eventuelle forskjeller i risiko og vekst. Ettersom metodene er raske og lite ressurskrevende, blir de ofte brukt som et supplement til fundamentale analyser.

Komparativ verdsettelse blir som oftest utført i følgende fire steg:

- Identifisere sammenlignbare selskaper og markedspriser
- Utføre kalkulasjoner av ulike multiplikatorer
- Estimering av verdi basert på multiplikator
- Vurdere den estimerte verdien opp mot andre metoder og justere for eventuelle avvik

Komparative modeller kan i likhet med de fundamentale deles inn i direkte og indirekte fremgangsmåter. Noen gir uttrykk for egenkapitalverdien direkte, mens andre metoder estimerer først verdien av totalkapitalen. Dersom man bruker direkte modeller må verdidriverne i nevneren også være relatert til egenkapitalen. Eksempler på de mest brukte metodene er:

1. P/E metoden

Forholdstallet viser hvordan forholdet mellom aksjens kursverdi og det ordinære resultat er.

$$\frac{\textit{Pris per aksje (sammenlignbart)}}{\textit{Ordinært resultat per aksje (sammenlignbart)}}$$

2. Pris/bok

Denne modellen sammenligner markedsprisen med de bokførte verdiene i selskapet.

$$\frac{\textit{Pris per aksje (sammenlignbart)}}{\textit{Bokførte verdier per aksje (sammenlignbart)}}$$

Benytter man seg indirekte tilnærminger ved egenkapitalestimeringen, brukes selskapets totale verdi i telleren. Denne fremgangsmåten beregner den totale verdien på selskapets driftskapital, og på samme måte som ved fundamental verdsettelse må man trekke fra verdien av netto finansiell gjeld og minoritetsinteresser for å komme frem til estimatet av egenkapitalverdien (Damodaran, 2012).

1. EBITDA

$$\frac{\textit{Selskapets verdi (sammenlignbart)}}{\textit{EBITDA (sammenlignbart)}}$$

3.1.3 Opsjonsbasert verdsettelse

Denne metoden brukes som regel som et supplement til en fundamental verdsettelse. Man ønsker her å estimere verdien på finansielle eller driftsrelaterte opsjoner og muligheter for fleksibilitet selskapet eventuelt måtte besitte. Dette kan være muligheten for å ekspandere, avvikle eller eventuelt avvente viktige strategiske avgjørelser. Beregnet estimat av selskapsverdien finner man da ved å legge til opsjonsverdien til estimatet fra en fundamental verdsettelse. Metodene er ofte avanserte og blir per dags dato sjeldent praktisert ved verdsettelse av supply-selskaper. Jeg anser derfor denne fremgangsmåten for å ikke være

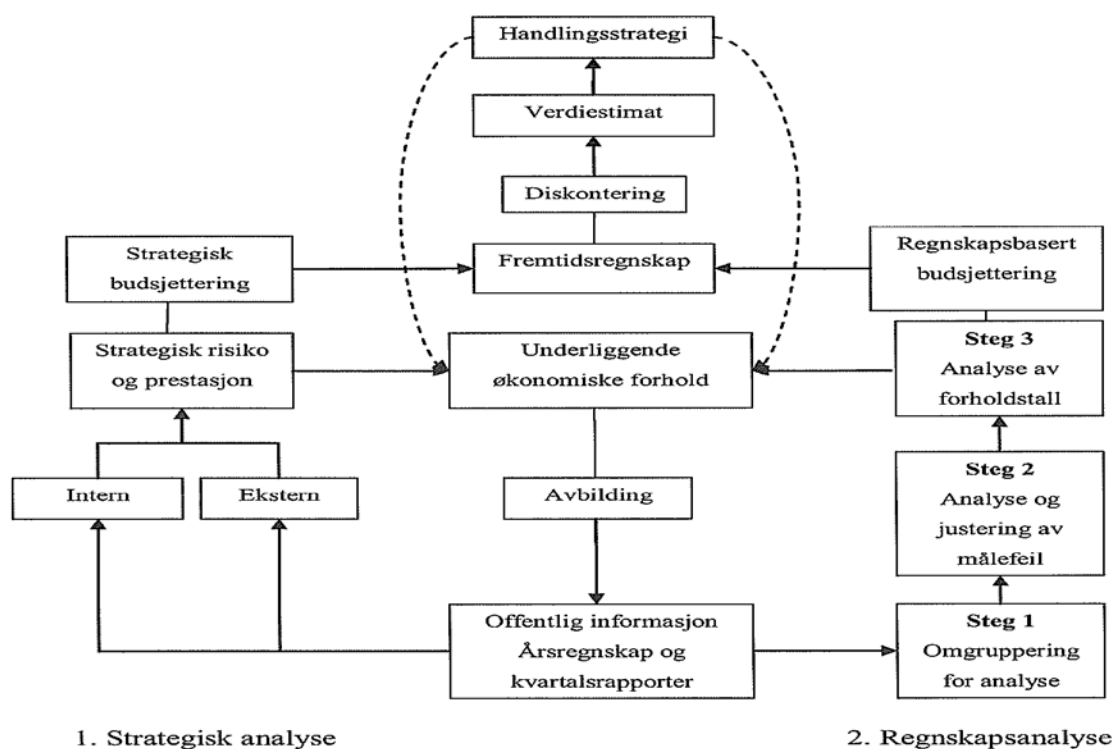
aktuell i dette tilfellet og vil derfor ikke gå noe nærmere inn på forskjellige modeller knyttet til denne metoden.

3.2 Valg av metode

Etter å ha listet opp de ulike metodene for hvordan man kan estimere verdien til et foretak, kan jeg nå på bakgrunn av metodenes styrker og svakheter sette de opp mot Havila Shipping og offshore supplybransjen og vurdere hva som er mest hensiktsmessig i denne oppgavens tilfelle. Fundamental verdsettelse er en kompleks fremgangsmåte der de estimerte kontantstrømmene skal bygge på analyser og prognoser for fremtiden. Det vil i den sammenheng være viktig at selskapet og bransjen har en viss grad for stabilitet og fremtidig estimert kontinuitet. Bransjen for rederier innen oljeindustrien kan i dag ses på som relativt stabil og er inne i en moden fase. Markedene som selskapet er involvert i er preget av aktører med lang erfaring og kontrolleres svært nøye av de respektive markeders land. Som jeg skal gå nærmere inn på i strategianalysen, har aktiviteten for rederi som Havila Shipping vært relativt stabil de seneste årene på tross av at markedet kan betegnes som volatil og korrelerer sterkt med oljepris og verdensøkonomien.

I tillegg til selskapets og bransjen relativt stabile livssyklus, taler også tilgangen til datamateriale for å benytte seg av en omfattende verdsettelsesmetode. I tillegg hva angår Havila Shipping, finnes det offentlige regnskapstall flere år tilbake i tid for de fleste sammenlignbare konkurrentene. Med dette som utgangspunkt har jeg valgt å benytte meg av en fundamental metode når jeg nå skal komme frem til selskapets egenkapitalverdi. Som man kan se i kapittel 13 har jeg også valgt å benytte meg av komparative modeller som et supplement til den første metoden for å få et mer helhetlig perspektiv på verdiestimatet. Jeg kommer i oppgaven til å tilegne meg nok informasjon og beregne fremtidsbudsjett som gjør det mulig å bruke både *egenkapital-* og *totalkapitalmetoden*. Jeg mener det vil være nok å belyse estimatet gjennom kun en av dem, i tillegg til å bruke komparative modeller. Teoretisk skal man få en lik verdi for selskapets egenkapital ved bruk av begge, så lenge finansieringsforutsetningene er konsistente. Jeg har valgt å bruke totalmetoden da kontantstrømmen til totalkapitalen (driftskapitalen) inneholder færre usikkerhetsmoment og avkastningskravet med stor sannsynlighet ikke er sterkt preget av selskapets finansiering.

3.3 Rammeverk for fundamental verdsettelse



Figur 5: Rammeverk for fundamental verdsettelse (Drange, 2012)

Figuren ovenfor illustrerer hvordan verdsettelsen faktisk gjennomføres steg for steg. Hovedsakelig vil analysen ta utgangspunkt i informasjon som man har fått gjennom strategi- og regnskapsanalysen. Gjennom den **strategiske analysen** vil jeg forsøke å avdekke interne styrker, svakheter og ser på eksterne forhold i det aktuelle konkurransemarkedet. Man ønsker først og fremst å finne ut hva som er selskapets posisjon i markedet og om det eksisterer eventuelle konkurransefortrinn. Hovedsakelig ønsker jeg da å undersøke om dette konkurransefortrinnet har bidratt til avkastning (superprofitt) historisk sett, men ikke minst om det finnes grunnlag for at det vil forekomme i fremtiden.

Videre utfører jeg en **regnskapsanalyse** basert på historiske data fra selskapet og bransjen. Jeg ønsker da å få en oversikt over de underliggende økonomiske faktorene og avdekke om forholdene som blir evaluert i strategianalysen faktisk samsvarer med selskapets økonomiske resultater. Spørsmål knyttet til virksomhetens lønnsomhet, historisk avkastning og risiko knyttet til selskapets finansiering vil her bli gjennomgått. Samlet sett skal analysen gi meg en

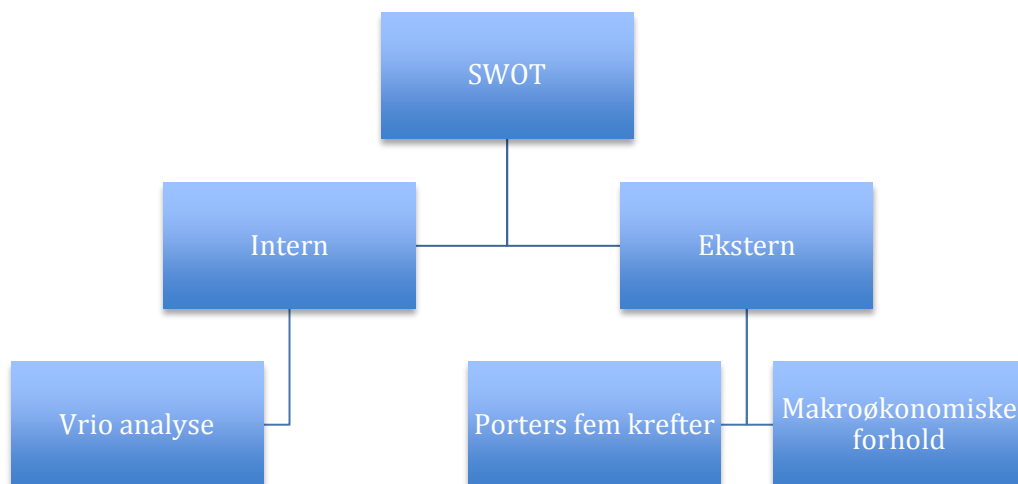
forståelse for de underliggende faktorene og avdekke de forholdene og verdidrivere som selskapets kontantstrømmer faktisk bygger på.

På bakgrunn av denne forståelsen skal jeg videre lage **prognoser for den fremtidige kontantstrømmen**. Til slutt vil jeg da diskontere kontantstrømmene med et **avkastningskrav** som reflekterer risikoen som kontantstrømmen representerer. På bakgrunn av den fundamentale verdsettelsen vil jeg da sitte igjen med et **verdiestimat** av egenkapitalen til virksomheten.

4 Strategisk Analyse

Hovedformålet med å utføre en strategisk analyse i denne sammenhengen er å få en oversikt over hvordan Havila Shipping står i forhold til alle aktørene i markedet og hvordan betydelige mekanismer spiller inn på selskapets posisjon. Analysen deles opp i en ekstern og intern del. Gjennom analyser av bransjens aktører og makroøkonomiske forhold vil jeg avdekke hvilke muligheter og trusler som finnes i markedet. Videre vil en intern analyse av selskapets ressurser identifisere styrker og eventuelle svakheter de måtte ha. Sammen kan analysene sammenstilles og konkluderes gjennom er såkalt SWOT-oversikt (Løwendahl & Wenstøp, 2008). Rammeverket for den strategiske analysen blir da som følger:

4.1 Rammeverk



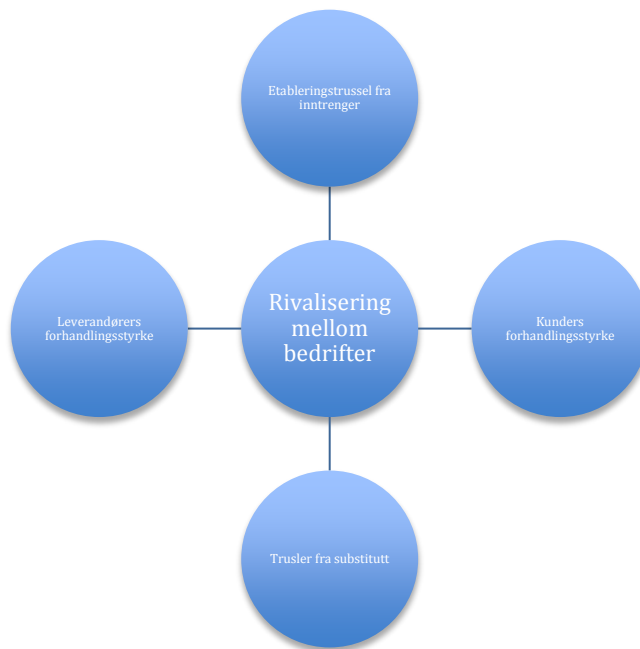
Figur 6: Rammeverk for strategisk analyse

4.2 Ekstern analyse

Jeg vil her analysere den delen som påvirker selskapet utenfra. For å avdekke hvilken faktor dette er, og hvor sterk rolle de spiller, har jeg valgt å ta for meg to forskjellige analysemodeller; Porters fem krefter og makroøkonomiske forhold. Den første vil se på aktørene i bransjen mens den andre tar for seg de mer generelle økonomiske forholdene i samfunnet og hvordan disse har påvirket Havila Shipping historisk, men ikke minst hvordan de fremtidige utsiktene ser ut.

4.2.1 Porters fem krefter

Vesentlige faktorer knyttet til aktørene som påvirker konkurransesituasjonen i supplybransjen kan avdekkes ved hjelp av denne analysen. Michael Porters modell sier at det for en virksomhet finnes fem ulike hovedtyper aktører; nåværende konkurrenter, leverandører, kunder, substitutter og potensielle inntrengere (Løwendahl & Wenstøp, 2008) :



Figur 7: Porters konkurransemodell

I hvilken grad aktørene har innflytelse og forhandlingsmakt er svært avgjørende for Havila Shipping og deres evne til å hente ut gevinster i markedet. Etter å ha analysert hver enkelt aktør, vil jeg kategorisere aktørenes innflytelsen i bransjen ved **liten**, **moderat** eller **stor** forhandlingsmakt. Jo større innflytelsen er, dess vanskeligere vil konkurransesituasjonen være for Havila Shipping.

Potensielle inntrengere

Muligheten for at det skal komme nye konkurrenter, og hvor stor inngangsbarrieren måtte være, har stor betydning for konkurransesituasjonen. I et marked med høye inngangsbarrierer vil det være vanskelig for nye aktører å etablere seg, og de nåværende og etablerte vil dermed stå langt sterkere. De viktigste inngangsbarrierene er kapitalinvesteringer, skalafordeler, produkt differensiering og omfanget av eventuelle byttekostnader.

Kapitalinvesteringer

I tillegg til store investeringer knyttet til anleggsmidlene (fartøy), er det også betydelige kapitalinvesteringer knyttet til de ansatte og utvikling av kompetent arbeidskraft. Som jeg senere vil belyse er utfordringene store når det gjelder rederienes rekruttering av mannskap. Etablerte selskaper vil her ha en fordel opp i mot nyetablerte selskaper som ikke har knyttet relasjoner til ansatte og må starte rekrutteringen fra start av. Men hovedsakelig vil den største barrieren være de store kapitalkravene knyttet til fartøyene. Supplybransjen er, sammenlignet med de fleste andre næringer, svært kapitalintensiv. Sammenligner man segmentene er det i denne bransjen forsyningsfartøyene som krever de minste investeringene. Kostnaden på nye fartøy av denne typen ligger gjerne på rundt 300 millioner og er relativt lite kompliserte med hensyn til driften. Den siste faktoren er nok en stor grunn til at vi har sett at det har blitt kontrahert svært mange fartøy av denne typen de siste årene. ankerhåndtering og subsea-fartøy krever langt større kapitalinvesteringer både innen ren kapitaltilførsel men ikke minst kompetansekravet for å drifte fartøyene og de tilknyttede operasjonene er langt høyere. I utgangspunktet vil det i det moderne kapital-markedet i Norge ikke være vanskelig å skaffe kapital nok, for seriøse aktører vel og merke, til å foreta de nødvendige investeringene. Et svært attraktivt oljemarked gjør at finansielle institusjoner og private investorer har vært svært villige dersom aktørene er seriøse og kompetente. Men nye og strengere regelverk (Basel 111 – standard) gjør at aktørene må vise til langt bedre likviditet og soliditet enn man gjorde tidligere. Strengere krav fra staten med henhold til bankenes kapitaldekning har dermed ført til vanskeligere finansieringsmuligheter for rederiene. En undersøkelse viser at 90 prosent av rederiforbundets medlemmer mener at tilgangen på kapital har endret seg negativt de seneste årene. Det stadig strengere regelverket knyttet til finansiering vil samtidig kunne virke ”beskyttende” for de etablerte aktørene. Bankene vil trolig stille langt strengere krav til nye selskaper som vil inn i bransjen enn man gjorde tidligere.

Skalafordeler

Dersom det eksisterer skalafordeler innenfor noen aktiviteter på en konkurransearena betyr dette at store og etablerte virksomheter har en fordel sammenlignet med nye aktører (Løwendahl & Wenstøp, 2008). I supplybransjen kan eventuelle kvantumsrabatter representere en slik fordel. Rederi som kontraherer flere fartøy og opparbeider et tett samarbeid med leverandørene, skipsverftene, har langt større sjanse for å få innledet samarbeid og ikke minst muligheter for rabatterte pris. Dette vil ikke minst også kunne gjelde den andre veien og rederienes forhold til kunden, oljeselskapene, med tanke på fremtidig

kontraktinngåelse osv. I tillegg vil man kunne finne skalafordeler knyttet til størrelsen på selskapets tonnasje. Etablerte aktører med mange fartøy, og ikke minst som er involvert i flere segmenter, har større forutsetninger for å fordele kostnader og kompetanse på tvers av organisasjonen og fartøyene. Jeg mener at i denne bransjen vil det være store fordeler knyttet til mulige samdriftsfordeler. De fleste store aktørene, Havila Shipping inklusivt, er involvert i flere segmenter og type tjenester og evner derfor å skape synergieffekter gjennom nettopp dette. Et nyetablert selskap vil ikke ha denne muligheten for kompetansedeling og stordriftsfordeler.

Produktdifferensiering

Som det ble nevnt i delkapittel 2.1.1 leverer de aller fleste rederiene i bransjen tjenester innenfor ulike markedssegment som subsea, ankerhåndtering og forsyning. Den strenge kravsettingen fra myndigheter og oljeselskapene vedrørende sikkerhet, miljø og teknologiske løsninger gjør at eventuelle differensieringer er svært krevende å få til. Spesielt i Nordsjøen der fartøyene har en lav snittalder og er svært moderne, er det vanskelig å skille seg ut fra andre konkurrerende aktører. Eventuelle løsninger og metoder som kan differensiere aktørene må utvikles i samarbeid med kunden og leverandører over tid. Ettersom konkurransen i offshore-industrien er stor både nasjonalt og internasjonalt ser vi i dag et større fokus på utvikling og effektivisering en noen gang tidligere. Eventuelle nyetablerte aktører vil kunne få problem med konkurranseintensiteten på dette området i startfasen, men er ikke av de tøffeste barrierene.

Byttekostnad

Som det ble nevnt ovenfor blir det ofte samarbeidet tett mellom aktørene i offshore-industrien. Ofte blir det lagt føringer fra oljeselskapene sin side om spesialtilpassede løsninger fra rederiene og deres fartøy når arbeidet skal utføres. Dette vil igjen kunne skape et samarbeidsklima og en gjensidig avhengighet som øker sjansen for at partene samarbeider også ved en senere anledning. Denne byttekostnaden vil gjøre det vanskeligere for en nyetablert konkurrent i å lykkes.

På bakgrunn av de forskjellige inngangsbarrierene i denne bransjen, mener jeg faren for inntrengere er **moderat**. Men med en kompetent ledelse og finansiell dekning er det ikke umulig å opprette et nytt rederi i bransjen.

Kunder

Jeg analyserer konkurransemarkedet og kundene til rederiene på samme måte som ovenfor og vil med det avdekke hvilken forhandlingsmakt kundene eventuelt besitter. Viktige faktorer er kundekonsentrasjon, produkt differensiering, byttekostnader og eventuelle muligheter for integrasjon (Løwendahl & Wenstøp, 2008).

Kundekonsentrasjon

Dersom konsentrasjonen av kunder er høy, vil det si at det er mange som konkurrerer om relativt få kunder. I supplybransjen er det som nevnt tidligere oljeselskapene som er rederienes kunder. Eksempler på noen av de mest kjente oljeselskapene er Statoil, Petrobas, BP og Exxon Mobil.

Selv om aktiviteten i oljebransjen per dags dato er veldig høy, og estimert vekst for 2014 ligger på rundt 8 prosent blant analytikere (ref. delkapittel 4.2.3), ser vi at tilbudet øker i raskere takt enn etterspørselen. Som jeg skal komme nærmere tilbake til senere, har kontraheringen av nye fartøy overgått etterspørselen etter tjenester fra oljeselskapene (Rederiforbundet, 2013). Dette reflekteres spesielt gjennom de lave rate-nivåene i spotmarkedet i år 2012 og starten av 2013 (Seabrokers, 2013). Denne trenden bidrar til et økt press på rederiene med tanke på levering av kvalitet og produktivitet for å tiltrekke seg nye oppdrag i en markedssituasjon der oljeselskapene per dags dato har gode kort hva angår alternativer og pris. Kundene har ikke bare norske rederier og velge mellom, men har også store offshore rederier internasjonalt, spesielt i Asia, som prinsipielt kan levere tjenester opp i mot samme nivå som de norske og Havila Shipping kan. Dersom kontrahering av nye fartøy fortsetter i samme omfang de neste årene, i tillegg til de store internasjonale valgmulighetene, vil kundenes posisjonen bare styrke seg dersom det ikke skulle skje drastiske endringer i etterspørselen av rederienes tjenester. Dette vil altså si at rederiene må ta til takke med lavere kontraktspriser (spotmarked) fremover.

Produkt differensiering/Byttekostnad

Ettersom teknologien er godt kjent og leverandører av fartøyene leverer på tvers av rederiene, er differensieringen av mindre omfang i denne bransjen. En måte å skille seg ut på som kan skape et bånd mellom rederiene og oljeselskapene er lojalitetsbånd knyttet ved erfaringer. I bransjen hender det regelmessig at oljeserviceselskapene krever spesifikke instruksjoner om løsninger knyttet til arbeidet som skal utføres. På denne måtene anser jeg lojalitetsbåndet til

rederiene er nokså signifikant i bransjen og mulighetene for videre samarbeid øker ved positive erfaringer.

Eventuelle integrasjoner

Dersom oljeselskapene erfarer at rederiene tar for høye marginer eller at de kan utføre tjenestene selv, kan dette være en trussel for virksomheter som Havila Shipping. Det er egentlig ikke noe som står i veien for dette spesielt med tanke på de finansielle musklene denne type selskap pleier å besitte. Men til nå har partene fokusert hver til sitt og det er ingenting som tyder på at oljeselskapene skal starte opp tjenester som kan være truende for rederiene.

Konkurransen er preget av mange oljeselskaper, men samtidig også mange som kan utføre tjenestene de etterspør. Forhandlingsmakten mener jeg per dags dato er **moderat**.

Leverandører

I oljeservice-bransjen kan vi si at det er skipsverft og mannskapet om bord på fartøyene som er leverandører sett fra rederienes perspektiv. Faktorene som avgjør forhandlingsmakten til disse to partene er ganske likt med de jeg har sett på ovenfor. Michael Porter peker på indikatorer som leverandørkonsentrasjon, produkt differensiering, byttekostnad og leverandørens kunnskap om konkurransesituasjonen som avgjørende i så måte.

I dag er det rundt 25 skipsverft i Norge som kan anses som fullverdige leverandører av oljeservice-fartøyer. I likhet med de andre aktørene i bransjen, har de fleste skipsverftene opplevd en enorm fremgang og omsetningsvekst de seneste årene (Rederiforbundet, 2013). Siden 2004 har omsetningen steget kontinuerlig og toppet seg i 2011 med rekordhøye driftsmarginer. Verftene har spilt en viktig rolle for norsk oljeindustri og har bidratt sterkt til at norske rederier er verdensledende innenfor innovative- og miljøvennlige løsninger. Det største verftet i Norge heter Vard Brevik (tidligere STX) og hadde en omsetning på 12,5 milliarder i 2012 (Vard, 2013). I Norge finner vi de fleste verftene som leverer fartøy til offshore-industrien i Møre og Romsdal. Internasjonalt opplever de sterkest konkurranse fra indiske, koreanske og kinesiske verft. Selv om verftene i Norge opplever rekordmarginer, ser vi tegn til at konkurransesituasjonen for verftene internasjonalt bare blir sterkere. Norske rederier har hatt et veldig tett og utviklende samarbeid med lokale verft de seneste årene, men flere velger å kontrahere internasjonalt enn tidligere. Dette medfører et sterkere press på de nasjonale verftene som igjen kommer rederiene til nytte både når det gjelder pris og kvalitet.

Ettersom verftene både nasjonalt og internasjonalt er mange, og kvaliteten som blir levert er svært høy og ikke utpreget differensiert, vil jeg si at forhandlingsmakten til denne leverandørgruppen er **moderat til lav**.

Også mannskapet kan sees på som leverandører i denne konkurransearenaen. Med sin kunnskap og kompetanse er det de som utfører det fysiske arbeidet på de ulike fartøyene og i de forskjellige markedssegmentene. I Norge er sjøfolk og ingeniører per år 2013 en knapp ressurs. Dette gjelder ikke bare for offshorerederi men også for rederi knyttet til tankere. En undersøkelse gjort av rederiforbundet viser at 80 prosent av rederiselskapene i Norge mener det er vanskelig å få tak i nok kvalifisert personell (Rederiforbundet, 2013). I tillegg til at sysselsettingen er svært lav, viser målinger at befolkningen arbeider stadig mindre. Dette merkes i de fleste industrier, men har spesielt satt press på selskaper som driver innen oljeindustrien, derav også rederiene. Prognosene for nærmeste fremtid indikerer at aktiviteten i næringen fortsatt vil være høy, noe som gjør at denne flaskehalsen vil kunne sette stort press på kort sikt. I tillegg til utfordringer knyttet til å skaffe nok kvalifisert arbeidskraft, er den relative prisen de norske rederiene må betale svært høy. Den høye oppgangen som har vært i norsk petroleumsøkonomi de seneste 5-10 årene har bidratt til et stadig økende kostnadsnivå i alle produksjonsledd og vil kunne påvirke norske rederiers konkurransevne sammenlignet med internasjonale aktører som ikke opplever det særnorske kostnadsnivået.

Ettersom etterspørselen er større enn tilbudet vil mannskapet derfor styrke sin forhandlingsmakt når det kommer forhandlinger og avtaler som lønn etc. Dette er en utfordring som rederiene har vært observant på de seneste årene, og har derfor rettet et sterkere fokus mot læringsinstitusjonene og rekruttering av nyutdannede. Internasjonale studier viser at Norge ligger lavere enn OECD-landene når det kommer til gjennomsnittlig andel studenter som velger teknologiske og matematiske studieretninger (rederiforbundet, 2013). Jeg mener derfor at situasjonen med mangel på kompetent arbeidskraft vil kunne ta tid å snu, og mye tyder på at misforholdet mellom etterspørsel og tilbud vil prege lønnsutviklingen de nærmeste årene. En endring på situasjonen må være et resultat av at staten og arbeidslivet i oljenæringen setter i gang konkrete tiltak.

Basert på dette konkluderer jeg med at forhandlingsmakten til leverandører i denne bransjen kan rangeres som **høy**.

Samlet sett anser jeg forhandlingsmakten til leverandørene i bransjen til å være **moderat**.

Konkurrenter

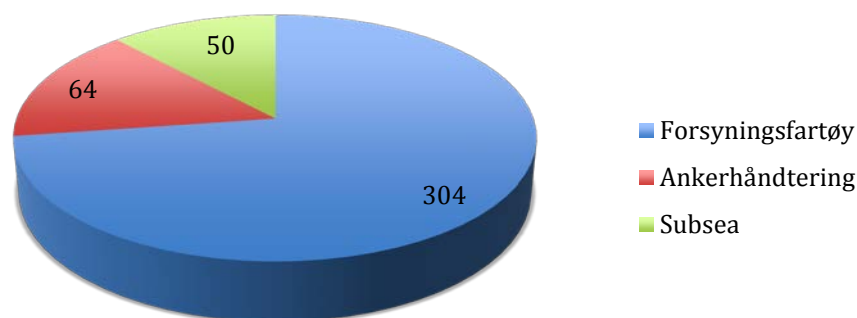
Det som oftest har størst påvirkning på selskapets evne til å finne en god posisjon i markedet, og ikke minst om de klarer å hente ut gode marginer over tid, er nåværende konkurransesituasjon. Faktorer som viser seg å være mest avgjørende er blant annet markedsvekst, produkt differensiering og ikke minst konkurranseintensiteten (Løwendahl & Wenstøp, 2008).

Markedsvekst

En høy oljepris og langvarig vekst i investeringer i oljebransjen har naturlig nok ført til stor aktivitet for offshorerederiene. I tillegg til store funn i Nordsjøen de seneste årene har et helt nytt marked åpnet seg i Brasil etter at man i 2010 gjorde en av de største oljefeltsoppgagelsene siden 70-tallet (E24, 2013). Samt vekst i Brasil har markedet i Asia og Australia også opplevd sterk vekst de seneste årene. Den høye aktiviteten har videre ført til en høy flåteutnyttelse og hyppige kontraktinngåelser for rederiene. Den totale veksten har slått ut i god oppnåelse ved lengre kontrakter, mens spotmarked, spesielt i Nordsjøen har hatt en negativ trend og var skuffende i 2012. Jeg skal komme tilbake til årsaker rundt sistnevnte ved belysning av kundekonsentrasjonen.

Den store investeringsaktiviteten fra oljeselskapene og det økte behovet for servicetjenester fra rederiene har videre ført til en stor økning i kontrahering av nye fartøy. For store og mellomstore fartøy var det i 2012 totalt en vekst på 2,5 prosent (12 stk.) for ankerhåndteringsfartøy og 9 prosent (63 stk.) for forsyningsfartøy. Veksten ser også ut til å fortsette i 2013 der rederiene i begynnelsen året har en total ordrebok på 368 fartøy som igjen tilsvarer nærmere 30 prosent av hele verdensflåten (Farstad, 2012). I tillegg til disse to segmentene har subsea også opplevd vekst og vil øke totalt med 50 fartøy i 2013. Nedenfor viser en total oversikt over forventet vekst av fartøyer i 2013:

Kontraheringer 2013

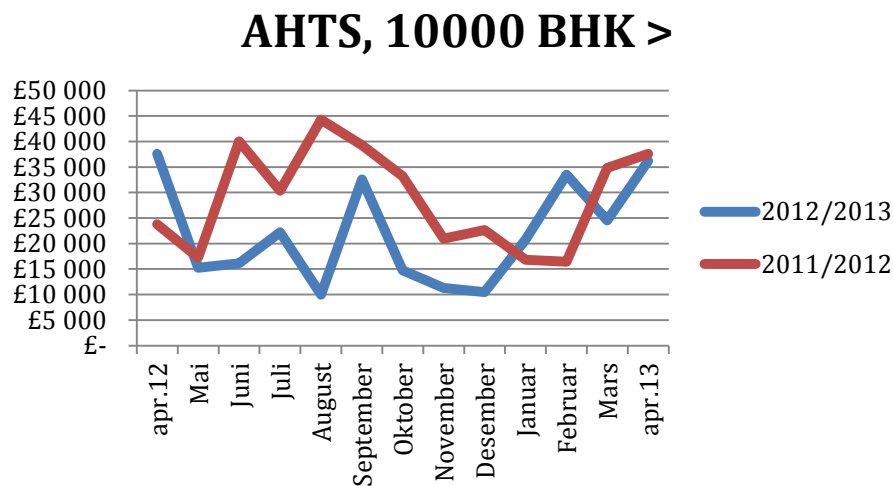


Figur 8: Kontraheringer 2013

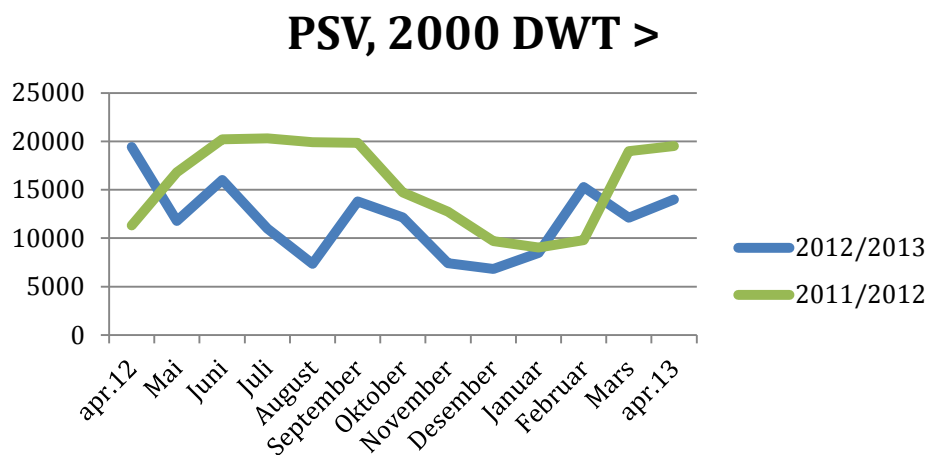
Konsentrasjon av konkurrenter

Konkurransen arenaen er preget av mange store og mellomstore rederi. Totalt er det 178 aktører som opererer innenfor hovedsegmentet til Havila Shipping som er servicetjenester ved bruk av store og mellomstore fartøy (Farstad, 2012). De største selskapene som Farstad og Solstad har en flåte bestående av rundt 40-50 fartøy mens de mellomstore som Havila Shipping, Siem offshore og Island Offshore har mellom 15-30 fartøy (ref. figur: 3). Ettersom arenaen er preget av mange aktører og ikke noen få store, vil det dermed være vanskelig for et enkelt selskap å være dominerende nok til å kunne påvirke prisnivået i større grad. Selv om supplybransjen har vært preget av mange aktører og stor konkurranse de seneste årene, har den enorme aktivitetsveksten og etterspørselen fra kundene ikke klart å kompensere for fremvoksende utfordringer, tendensen ved stadig økende vekst i nye kontraheringer har ført til at ratene man oppnår på spotmarkedet har gått betraktelig ned i 2012 sammenlignet med 2011.

En tydelig trend viser at både innen markedssegmentet for forsyningsfartøy og ankerhåndtering, har rederienes oppnådde rater vært signifikant lavere enn året tidligere (Seabrokers, 2013):



Figur 9: Historisk ratenivå for ankerhåndteringsfartøy



Figur 10: Historisk ratenivå for forsyningsfartøy

Rederiene opplever spesielt innenfor forsyningsfartøy-sektoren at man ikke klarer å knytte langsiktige kontrakter til nye kontraheringer på samme måte som man gjorde i 2010 og 2011 og derfor blir tvunget til å sette de i spotmarkedet. Figurene 9 og 10 illustrerer det som da har blitt resultatet, med et marked som har opphopet seg og et tilbud som har overgått etterspørselen. Dette har ført til bedre vilkår for oljeselskapene og som igjen har resultert i lavere dagrater for rederiene. Med kontinuerlig vekst av nybygg (ref. figur: 8) er det mye som tyder på at situasjonen med lave rater vil fortsette i 2013 og muligens 2014 på tross av stor aktivitet og etterspørsel fra kunden.

Produktdifferensiering

Dette har gått igjen som en viktig faktor i flere av aktøranalysene ovenfor. Med tanke på eksisterende konkurranse nasjonalt og internasjonalt blir selskapets evne til å differensiere seg en stadig viktigere faktor i årene som kommer. Men samtidig som det vil føre med seg konkurransefortrinn, ser vi at det i supplybransjen er vanskelig å skille seg markant fra konkurrentene. Kravene som blir stilt til fartøy og utførelse av arbeidet er som nevnt svært strenge, men også allment kjent for alle aktørene. Muligheter rederiene har for å oppnå betydelige fordeler kan være gjennom forskning og utvikling i samarbeid med leverandør og kunden. Vi ser spesielt en økende trend ved at rederiene går sammen med skipsverftene og spesial-tilpasser fartøyene etter ønske fra oljeselskapene. En annen produktdifferensiering vil også kunne være forbedring av selve driften og økt produktivitet. Dette blir spesielt viktig for rederiene å fokusere på med tanke på økt konkurranse fra konkurrenter i lavkostområder som Asia.

Avviklingsbarrierer

Bransjen er preget av høye investeringskostnader spesielt knyttet til fartøyene men også til mannskapet. Dette fører til at det kan bli vanskelig å avvikle driften dersom situasjonen skulle tilsi at dette er et nødvendig alternativ. Samtidig er annenhåndsmarkedet for oljeservicefartøy velfungerende og vil gjøre at mulighetene for å selge seg ut er fullt mulig.

Konklusjonen blir, på tross av høy markedsvekst og gode tider, at konkurranseintensiteten blant eksisterende konkurrenter kan sees på som **moderat til høy**. Dette kommer spesielt av den høye konsentrasjonen og at mulighetene for å differensiere seg fra konkurrerende aktører er vanskelig å få til.

Substitutt

Substitutter er aktører som kan dekke en kundes behov på en annen måte enn det bedriftene på konkurransearenaen kan (Løwendahl & Wenstøp, 2008). I denne bransjen vil dette vise seg å være vanskelig med tanke på arbeidsoppgavenes kompleksitet. Frakt av mannskap og noen typer varer som utføres primært med forsyningsfartøy kan gjøres av andre type aktører. Men også forsyningsfartøyene som brukes i dag er svært avanserte og besitter høyteknologiske løsninger som skal gjøre arbeidet sikkert og miljøvennlig. Segmenter som ankerhåndtering og subsea krever så avansert og spesialisert utstyr rettet mot operasjonene at substitutt så godt som er utelukket i disse segmentene.

Jeg konkluderer derfor med at supplybransjen inneholder så mye spesialbygd og avansert teknologi, som er spesielt rettet mot arbeidet som skal utføres, at trusselen for gode substitutter i denne konkurransearenaen er **lav**.

4.2.2 Oppsummering

Jeg kan da oppsummere Porters fem krefter ved:



Figur 11: Porters fem krefter oppsummert

Jeg anser mulige substitutt og potensielle inntrengere for å være de minst avgjørende faktorene i denne bransjen og trusler som skal kunne påvirke konkurranseklimaet i større grad. Mer avgjørende roller spiller den nåværende konkurransesituasjonen og kundene. Aktiviteten er i dag svært høy og kortsiktig tyder mye på at dette vil fortsette, men med en lavere vekst og mindre investeringer fra oljeselskapene vil kunne ha stor innvirkning på aktørene ettersom konkurransesituasjonen allerede har begynt å merkes blant annet ved synkende spotrater.

4.2.3 Makroøkonomiske forhold

Porters fem krefter tok for seg den spesifikke supplybransjen og de viktigste aktørenes rolle og påvirkningskraft. Disse aktørene vil igjen være påvirket av mer generelle og utenforliggende faktorer som jeg nå vil se nærmere på. Hovedsakelig vil offshorerederienes drift og aktørene rundt være påvirket av den globale etterspørselen etter olje. Jeg vil derfor ta utgangspunkt i oljeselskapenes investering og produksjon (E&P) som viktigste drivfaktor og se nærmere på hvilke globale forhold som påvirker nettopp denne.

Oljepris

Betydningen av hvilken pris olje og gass blir handlet på er grunnleggende for aktiviteten i bransjen. Historisk har prisen for brent-olje vært stabilt høy de seneste årene, med unntak av finanskrisen i 2009 da prisen var på rundt 36 dollar fatet på det laveste (Euroinvestor, 2013). Etter dette har den steget kontinuerlig og lå i 2012 på mellom 110 og 120 dollar fatet.

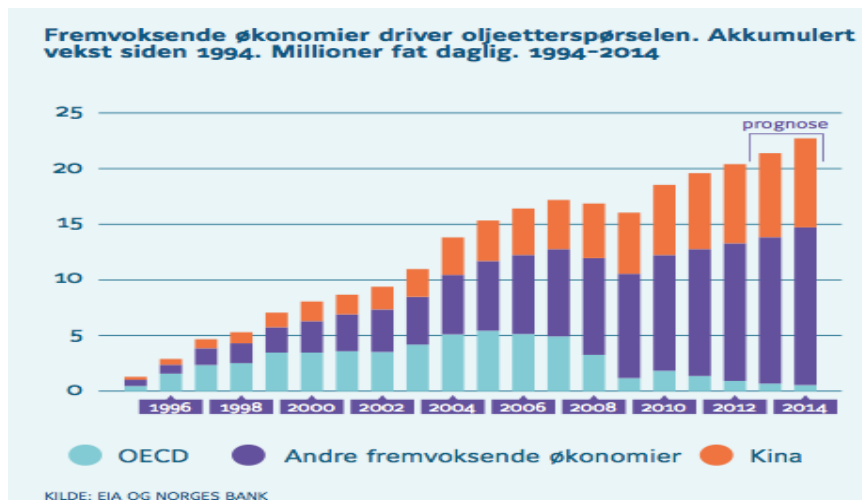
Viktige markeder som er betydningsfulle for supplybransjen og oljeprisen:

➤ Kina

Kina betyr enormt mye for den globale økonomien og ikke minst for etterspørsel og påvirkning av oljeprisen. Landet kunne vise til en vekst i BNP på 7,7 prosent i 2012, som er ned fra 9,2 prosent i 2011 (Dnb, 2013). Prognoser tyder på at økonomien vil fortsette å vokse med 8,2 prosent i 2013 og 8,5 prosent i 2014 (Rederiforbundet, 2012). At vekstraten går ned er hovedsakelig på grunn av lavere eksport til industriland som Europa og USA, og en nedgang i statlige investeringer. En gradvis nedgang i investeringene er planlagt og brukes som virkemiddel for at staten vil vri fokuset over på økt privatkonsum etter en lang periode med en ubalansert økonomi, og et ønske om å forbedre et svært opphetet og kritisk boligmarked. Innstramminger begynte allerede i 2010 og vil fortsette til landet har klart å få en bærekraftig økonomi. For resten av verden vil dette kunne bety en lavere vekst og etterspørsel etter olje og gass de nærmeste årene, men vil samtidig nedjustere eventuelle muligheter for kollaps og ny finansiell krise som igjen vil påvirke den globale økonomien i positiv retning. Dette betyr at Kinas vekst den nærmeste tiden vil være mer avhengig av økt eksport til sentrale markeder som USA og Europa.

Landets stabilitet og vekst betyr som sagt mye for oljeprisen noe som tydelig kommer frem av veksttall i olje og gassforbruk. I 2011 stod Kina for nærmere 85 prosent av den totale globale

veksten (Rederiforbundet, 2012). Figuren nedenfor illustrerer også fint hvor stor drivkraft dette markedet har for oljeetterspørselen og bidrag til oljeselskapenes vilje til å produsere og lete etter olje:



Figur 12: Global oljeetterspørsel/andel

➤ USA

Verdens største økonomi og dens utvikling vil selvsagt også ha mye og si for den globale tilstanden. I 2012 kunne landets økonomi vise til en BNP vekst på 2,3 prosent. Dette er tegn på at trenden er på vei til å snu ettersom de har hatt svake tall og vise til med blant annet en negativ BNP på 3,5 prosent i 2009 (Rederiforbundet, 2012). Analytikere ser for seg et en stabilisering av BNP i 2013 med en voksende trend etter dette i 2014 og 2015 (Dnb, 2013). Ser vi på landets oljeetterspørsel har de trappet opp produksjon og utvikling av såkalt ”skiferolje” betydelig de seneste årene. Målet deres er å bli selvforsynt med olje og gass på lang sikt og vil med det minimere importen i årene som kommer. Med en så stor økonomi vil dette helt klart påvirke pris og produksjon globalt sett, der flere analytikere tror dette vil føre til en lavere oljepris på lengre sikt.

➤ Europa

Europa som kontinent har vært sterkt preget av gjeldskrise de seneste årene. Høy arbeidsledighet og betydelige kutt i velferdsgoder har ført til lavt forbruk og etterspørsel etter olje og energi. Som marked kan Europa vise til en negativ BNP på 0,4 prosent i 2012. Prognoser for 2013 viser at situasjonen fortsatt vil være tøff med en fortsatt nedgang i verdiskapingen på 0,2 prosent. IMF har signalisert at de tror den verste perioden er forbi og mener vi vil se en moderat, men positiv vekst fremover og en positiv vekst på én prosent i

2014 (Rederiforbundet, 2012). Men knyttet til fremtidsprognosene er det fortsatt mange usikkerhetsmoment, der flere betydningsfulle land som Spania og Italia har høy arbeidsledighet og en fremvoksende proteksjonisme som vi kan se antydninger til kan føre til en demping av nettopp den etterlengtede veksten.

➤ Brasil

Med en lengre periode med stor vekst i verdiskapingen er det sør-amerikanske landet per dags dato verdens sjette største økonomi. Som jeg nevnte tidligere har de virkelig slått seg opp i oljebransjen ved flere store funn, og investeringer og aktivitet knyttet til denne næringen har vært svært viktig for landets utvikling de seneste årene. De kunne vise til en vekst i BNP på én prosent i 2012 og det ventes at utviklingen vil fortsette med henholdsvis tre og fire prosent vekst i 2013 og 2014 (Rederiforbundet, 2012).

Renter

Rentenivået har de seneste årene vært svært lave i flere land i Europa og i USA. I Norge ser vi også at utlånsrenten er svært lav og har bidratt til at aktiviteten blant de forskjellige aktørene i bransjen har vært stor for å utnytte perioden med gunstige lånevilkår. Samtidig som den har veldig lav en lengre periode, hovedsakelig grunnet de vanskelige tidene som har vært i Europa, tyder det meste på at rentenivået vil stige i årene som kommer. Dette vil føre til økte finanskostnader for de ulike aktørene og igjen bety at investeringsviljen vil kunne avta.

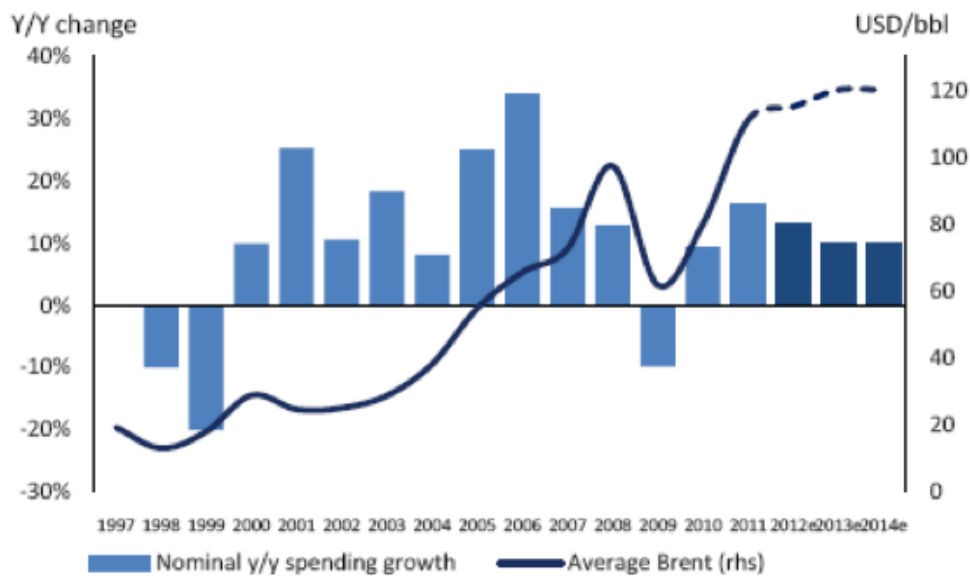
Investering og produksjon

Jeg har til nå sett på noen utvalgte makroøkonomiske forhold som jeg mener er viktig med tanke på aktivitetsnivået til oljeselskapene, som faktisk er det som driver rederienes eksistens. Sett i sammenheng med disse faktorene er det mye som tyder på at E&P fortsatt vil vokse de nærmeste årene. Spesielt vil den estimerte veksten i Asia underbygge å beholde det produksjonsnivået OECD har av olje og gass per dags dato. Og med en stabilt høy oljepris fører dette videre til gode tider for oljesektoren på kort sikt.

Ifølge en rapport utarbeidet av Pareto Securities var den totale veksten i E&P for det globale energimarkedet på 13 prosent i 2012. Videre blir det estimert at veksten vil avta noe i 2013 men fortsatt være høy med 10 prosent (Pareto Securities, 2013). Dette er med forbehold om at oljeprisen fortsatt vil være høy, men med en "break even" for oljeselskapene på 65 dollar fatet

tyder det meste på at investeringsviljen vil holde dagens nivå de neste tre-fire årene. For hovedmarkedet til Havila Shipping kan E&P i norsk sokkel vise til en økning på 16 prosent i 2012 og estimeres til å vokse med 11 prosent i 2013. Totalt ble det brukt 180 mrd. fra oljeselskapene i 2012 (Rederiforbundet, 2012).

Jeg avslutter analysen av makroøkonomiske forhold ved å illustrere sammenhengen mellom oljepris og investeringsaktiviteten (Pareto Securities, 2013):



Figur 13: Sammenheng mellom oljepris og investeringsvekst

4.3 Intern analyse

Samtidig som eksterne forhold har en stor betydning for en bedrifts evne til å hente ut verdier, er de interne forholdene av minst like viktig betydning. Jeg ønsker derfor å rette et mer spesifikt fokus mot Havila Shipping som organisasjonen og identifisere hvilke interne forhold som kan defineres som styrker, og eventuelt om det finnes noen svakheter. Metoden jeg vil benytte meg av kan karakteriseres som et *ressurs-basert perspektiv* på strategi (Wernerfelt, 1984). Hovedformålet med analysen er å identifisere de aktiviteter, ressurser og verdidrivere innad i Havila Shipping som bidrar til lønnsomhet og vekst. Til å vurdere de forskjellige ressursene og deres betydning vil jeg bruke en såkalt ”VRIO” metode (Løwendahl & Wenstøp, 2008).

4.3.1 VRIO

Basert på en detaljert analyse av selskapets ressurser, ønsker jeg å konkludere om de bidrar til en avkastning utover hva som er normalen. Eksempler på ressurser som kan bidra til dette kan være; besittelse av en unik kompetanse, fysiske ressurser som konkurrentene ikke har eller en relasjonsbasert ressurs som bidrar til en konkurransefordel. For at en gitt ressurs faktisk skal kunne bidra til å skape en konkurransefordel må den, ifølge Barney (1991), inneholde følgende kriterier og være:

- Verdifull
- Sjelden
- Vanskelig å kopiere
- Selskapet er organisert på en måte som muliggjør maksimal utnyttelse av ressursen

Når jeg nå skal identifisere og vurdere ressursene til Havila Shipping vil jeg kategorisere dem som; Menneskelige ressurser, Fysiske ressurser og Finansielle ressurser.

Menneskelige ressurser

For et rederi som Havila Shipping, vil de menneskelige ressursene i denne bransjen være administrasjonen som holder til på land, og mannskapet som utfører arbeidet på fartøyene. Med tanke på det administrative, blir arbeidet her representert ved langsiktig planlegging og den daglige driften. Både styret og selskapets ledelse innehar en lang erfaring innen den maritime industrien. Styrets leder, Per Sævik, har vært tilknyttet bransjen de seneste 30 årene

og selskapets ledelse har også opparbeidet seg kunnskap og kompetanse gjennom stillinger i selskapet og ulike fora i industrien.

Selskapet har opp i gjennom årene opparbeidet seg et godt rykte i bransjen for sine innovative og miljøvennlige fartøy. Ledelsen har de seneste årene fokusert på å modernisere flåten for å imøtekomme de høye kravene som kundene setter. Satsingen har resultert i flere priser både nasjonalt og internasjonalt og ikke minst god kontraktsdekning jevnt over (ref. figur: 4).

Moderniseringen av flåten har, i likhet med mange av sine konkurrenter, ført til at selskapet har hatt høye investeringsutgifter de seneste årene. Kombinert med stor etterspørsel og høye krav til fartøyene har dette vært en naturlig utvikling. Samtidig har ledelsen vist fornuftig prioritering i deres investeringsportefølje ettersom de har kontrahert fartøy myntet til ulike markeder og operasjoner. På denne måten har de blitt mer tilpassningsdyktig og med det klart å redusere risiko med tanke på usikkerheten i industrien. Sammenlignet med en aksjeinvestor kan man si at selskapet er veldiversifisert i bransjen.

Ledelsen har også gitt sterke signaler på at de vil avvente nye kontrahering i nærmeste fremtid og fokusere mer på lønnsomhet og forbedring av sin eksisterende fartøytonnasje (Havila (a), 2013). Dette er et tegn på at ledelsen ønsker å opptre fornuftig og tenker på stabilitet i et marked som er i høy vekst, men samtidig representerer mange usikkerhetsmoment. Selv om mange faktorer tyder på at selskapet både har erfaring og kompetanse som er verdifull, er dette også noe som er mulig for konkurrenter å kopiere over tid.

I tillegg til administrasjonen er også mannskapet til selskapet en betydelig ressurs.

Personellet som arbeider på fartøyene utfører avanserte arbeidsoppgaver som stiller store krav til deres kompetanse. Som et ledd i å utvikle selskapet og tiltrekke seg kvalifisert personell har rederiet et tett samarbeid med Høgskolen i Ålesund, der de beste studentene automatisk får tilbud om praksis hos Havila Shipping.

I tillegg til dette har selskapet et stort fokus på sikkerhet og miljø i alt mannskapet foretar seg. Opplæring og kontinuerlig fokus har resultert i en mer miljøvennlig profil og ikke minst lavere ulykkestall. Antall arbeidsskader per arbeidstimer har gått ned hvert år fra 2006, som indikerer at moderne skip og fokus på sikkerhet har hatt en signifikant effekt (Havila (c), 2013).

I likhet med selskapets ledelse er mannskapet på flåten en nyttig ressurs, men kan ikke sies å være verken sjelden eller vanskelig å kopiere for konkurrentene. Som ressurs bidrar de til å

skape både lønnsomhet og vekst for bedriften, men kan ikke defineres som noen direkte konkurransefordel.

Fysiske ressurser

For Havila Shipping som rederi, er det fartøyene som er hovedkilden til både inntekter og utgifter. Selskapet har en flåte bestående av fartøy som opererer innen flere ulike segmenter. Fjorten innen forsyning, ni innen ankerhåndtering og tre som utfører undervannsoperasjoner. Flåten kan karakteriseres som en av de mest moderne i bransjen med sin lave gjennomsnittsalder på kun 4 år og 9 måneder (Havila (c), 2013). I hard konkurranse med flere rederi om inngåelse av kontrakter med oljeselskapene, er det helt klart en fordel å kunne vise til en høyteknologisk flåte der hele 84 prosent ble bygget i tidsintervallet 2008-2011. Blant de positive effektene ved å ha en moderne flåte er blant annet en mer effektiv drift og lavere driftskostnader. Nyere teknologi gir grunnlag for økt produktivitet og ikke minst en mer miljøvennlig profil som er veldig viktig for både mannskapet og kunden.

I tillegg til fartøy kan selskapets lokaler i Fosnavåg, Asia og Brasil nevnes som en verdifull materiell ressurs. Hovedkontoret som ligger i Fosnavåg har en fin lokalisering ikke langt unna Nordsjøen som er Havilas primære marked. I tillegg er Rio de Janeiro og Singapore to strategisk viktige byer for selskapet ettersom utsiktene i områdene er lyse og selskapet ønsker å øke sin markedsandel her. En aktiv tilstedeværelse her vil helt klart øke sannsynligheten for å lykkes i et vanskelig konkurranseklima. Spesielt ser man i Brasil, hvor det føres en sterk proteksjonistisk politikk, at det er helt essensielt med kontinuerlig oppfølging om man skal lykkes (Smp, 2013). Jeg vurderer derfor de internasjonale kontorene, med Rio i spissen, til å være en svært betydelig og viktig ressurs. Samtidig kan kapitalsterke konkurrenter nok så enkelt utvide og etablere seg i viktige strategiske områder på samme måte som Havila har gjort. Ressursen kan derfor ikke sees på som vanskelig å kopiere.

Finansielle ressurser

Jeg vil komme nærmere inn på selskapets finansielle situasjon i kapittel 6-8, men det kan være interessant å se helt enkelt hvilke økonomiske ressurser de rår over per 31.12.2012.

Omsetningen til selskapet var i 2012 på 1,412 milliarder mot 1,372 i 2011. Resultatet har også forbedret seg det siste året fra minus 126 millioner i 2011 til 10 millioner i 2012. Største utgiftsposten til selskapet er knyttet til kostnader ved fartøyene. Med svært mange kontraheringer i perioden 2009-2011 har også selskapets gjeld og finanskostnader økt. Per. 2012 har de en gjeldsandel på over 76 % og finansielle rentekostnader på 400 millioner per. år som historisk sett er relativt høyt (Havila, 2012).

Ut ifra enkelte utdrag fra selskapets siste årsrapport kan jeg ikke identifisere at de finansielle ressursene verken er sjeldne eller deler ved de økonomiske resultatene som er vanskelig å kopiere. Finansene er selvsagt en verdifull ressurs og forbedringen av resultatet fra foregående år er derav positivt og ikke minst en nødvendighet på lengre sikt.

4.3.2 Oppsummering

Jeg kan dermed oppsummere de interne ressursene som er identifisert og liste konklusjonene opp i tabellen nedenfor:

Ressurser	Verdifull	Sjelden	Vanskelig å kopiere	Organisert til å hente ut ressurs?
Menneskelige	Ja	Nei	Nei	Ja
Fysiske	Ja	Nei	Nei	Ja
Finansielle	Ja	Nei	Nei	Ja

Tabell 2: Oppsummert ressursanalyse

Havila Shipping har ressurser som blant annet en av industriens mest moderne flåter, erfaren ledelse, dyktige arbeidstakere og internasjonal tilstedeværelse som alle bidrar til å skape verdi. På den måten er de verdifulle, men etter det jeg mener kan dette kopieres i mer eller mindre stor grad av konkurrentene og er derfor heller ikke sjelden. Selskapet er organisert og driftes på en måte som gjør at jeg mener det legges til rette for god utnyttelse av de respektive ressursene.

4.4 SWOT

Etter å ha gjennomført analyser av selskapets interne forhold gjennom *VRIO*-metoden og de eksterne forholdene gjennom *Porters fem krefter* og *makroøkonomiske forhold*, er jeg i stand til å oppsummere selskapets situasjon gjennom SWOT-fremstillingen nedenfor:

Styrker: (s)

- Moderne flåte
- Erfaren ledelse
- Internasjonal tilstedeværelse

Svakheter: (w)

- Finansielle ressurser

Muligheter: (o)

- Stor sannsynlighet for høy vekst og aktivitet de nærmeste årene
- Lave driftskostnader i forhold til konkurrenter knyttet til deres moderne flåte
- God og langsiktig kontraktsdekning på de fleste fartøy (forutsigbar fremtid)

Trusler: (t)

- Overkapasitet i spotmarked (lave rater)
- Bransjen er svært avhengig av internasjonale konjunkturer
- Mangel på kvalifisert arbeidskraft

Jeg konkluderer dermed med at selskapet har verdifulle og svært viktige ressurser som bidrar til at de bør være konkurransedyktige i tiden som kommer. Samtidig viser strategianalysen at konkurransen er tøff og det er vanskelig å skille seg ut. Jeg tror derfor at selskapet vil få det vanskelig å skape signifikante verdier som overgår konkurrentene på lang sikt. Med andre ord:

$$Ekr = Ekrb$$

Ekr = Egenkapitalrentabilitet

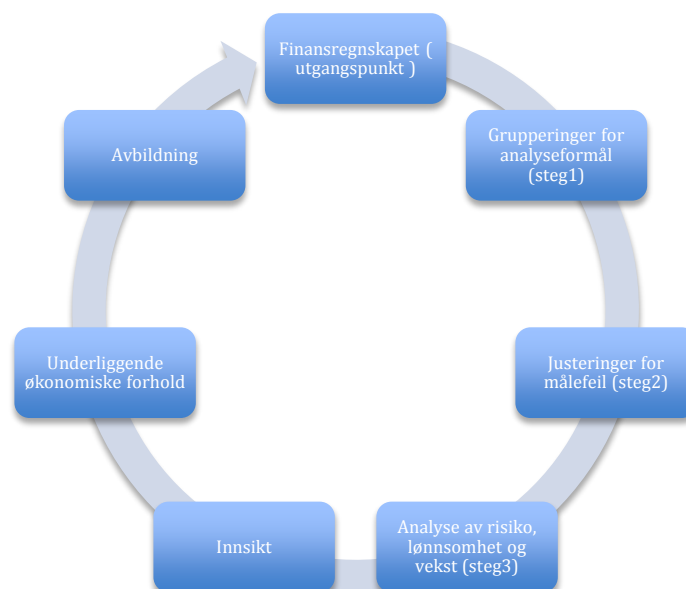
Ekrb = Egenkapitalrentabilitet (bransje)

5 Regnskapsanalyse

Etter å ha sett på selskapets strategiske påvirkning, vil jeg i denne delen av oppgaven rette fokuset mot de historiske finansregnskapene til Havila Shipping og analysere tallmateriale som mest sannsynlig vil underbygge konklusjonene som ble gjort i kapittel 4. Hovedsakelig er formålet med regnskapsanalysen å avdekke de underliggende økonomiske forholdene og på den måten sikre et bedre vurderingsgrunnlag når estimeringen av kontantstrømmer i kapittel 10 skal foretas. Ved å følge en systematisk fremgangsmåte sikrer jeg at analysen både blir grundig og oversiktlig.

5.1 Rammeverk

Å gjennomføre en regnskapsanalyse kan deles inn i ulike steg. Det første består i å undersøke regnskapets kvaliteter, og om informasjonen vil komme verdsettelsen best mulig til nytte. Med andre ord se om regnskapstallene evner å beskrive den underliggende økonomiske utviklingen. Videre vil jeg avdekke om det foreligger noen form for målefeil i regnskapet som man eventuelt ønsker å justere før man analyserer tallene i detalj. En analyse av regnskapets kvalitet er veldig viktig dersom forholdstallanalysen skal reflektere selskapets reelle situasjon på en mest mulig korrekt måte (Tellefsen & Langli, 2008). Etter å ha gjennomført de to første stegene, har jeg dannet meg grunnlaget for å gå videre til det avsluttende analysearbeidet. Jeg vil da se på forholdstallene fra selskapet og bransjen, som sammen med strategi-delen av oppgaven vil danne grunnlaget for den fremtidige budsjetteringen av kontantstrømmene.



Figur 14: Rammeverk for regnskapsanalysen (Drange, 2012)

5.1.1 Analysefokus

Det overordnede formålet har betydning for hvordan man ønsker å bruke regnskapene i analysearbeidet. I dette tilfellet ønsker jeg å verdsette bedriften fra et investorperspektiv. Finansregnskapet og deres tilhørende regnskapsregler blir ofte kritisert fra investorhold for å være i for stor grad utformet med kreditorene for øye (Gjesdal, 2007). Dette medfører at jeg må undersøke om det er nødvendig med omgruppering av regnskapet.

5.1.2 Analysenivå

Når jeg skal utføre forholdstallanalysen (steg 3), vil jeg fokusere på hele selskapet og ikke foreta beregninger for hvert enkelt markedssegment som selskapet opererer i. En av årsakene til at jeg velger dette er fordi konkurrentene i bransjen som jeg har valgt å sammenligne selskapet med, har en relativt lik flåtesammensetning og vil derfor representere risikoen knyttet til de ulike segmentene på en god måte. En annen grunn til at jeg velger denne tilnærmingen er fordi det vil være utfordringer knyttet til innhenting av relevant informasjon, ettersom finansregnskapet ikke sier tilstrekkelig nok om hvert enkelt markedssegment.

5.1.3 Analyseperiode

Dersom regnskapsanalysen virkelig skal gi brukeren best mulig nytteverdi er det viktig at datagrunnlaget, som analysen bygger på, faktisk reflekterer selskapets virkelige situasjon. Valg av riktig analyseperiode er i den sammenheng en viktig faktor. I den anledning vil jeg se nærmere på selskapet og bransjens historikk og avdekke om analysens tallmateriale taler for at jeg benytter meg av en kort eller lang analyseperiode. Momenter som stabilitet og forutsigbarhet er derfor viktig å avdekke. I delkapittel 4.2.3 gikk jeg nærmere inn på supplybransjen og avdekket hvordan høy oljepris og stor aktivitet de seneste årene har ført til gode tider og ikke minst stabile vilkår for alle involverte parter. Dette gjelder også Havila Shipping som de seneste årene har bygd seg opp en moderne og konkurransedyktig flåte og som ikke har gjennomgått markante endringer som skulle forstyrre analysens relevans. Dersom det for eksempel har skjedd markante endringer, som fusjon eller lignende organisasjonsendringer, vil ikke regnskapstallene og trendutviklingen nødvendigvis gi et korrekt bilde. For Havila shipping sin del ble de børsnotert i 2005 og gjorde da enkelte strategiske grep som å gå inn i nye markedssegment (subsea), og delvis ut av andre (beredskapsfartøy). Etter dette har selskapet hatt en stabil drift og ikke gjort markante endringer som skal tilsi at jeg bør bruke en kort analyseperiode. I tillegg innehar bransjen

historiske og ikke minst fremtidige utsikter som tilsier at en lengre analyseperiode kan forsvares. Jeg har derfor valgt en mellomlang variant der analyseperioden strekker seg fra år 2007 til år 2012 (seks år).

5.1.4 Komparativ bransje

Når man skal velge selskaper som skal representere bransjen er det viktig at grunnlaget for sammenligning er best mulig. I tillegg til å være knyttet til samme bransje, er det også viktig at de respektive selskapene driver innenfor samme markedssegment. Det vil også være en fordel dersom selskapene har noen lunde lik flåtesammensetning, kapitalstruktur og arbeidsområde. Som representanter for bransjen har jeg derfor valgt ut Farstad Shipping, DOF og Siem Offshore. Alle tre er listet på Oslo Børs der de to førstnevnte er av de største aktørene innenfor supplybransjen (ref. figur: 3), og har i likhet med Havila Shipping hatt en stabil og forutsigbar drift de seneste årene. Flåten til Farstad og DOF ligger på rundt det dobbelte av Havila Shipping, og opererer begge i internasjonalt farvann i tillegg til Nordsjøen. Siem Offshore er noe mindre, men er nokså identisk hva gjelder flåtesammensetning og arbeidsområde. Jeg mener valget av disse tre selskapene gir et godt sammenligningsgrunnlaget basert på at aktørene har relativt like vilkår hva gjelder makroøkonomiske forhold og konkurransevne som selskapet jeg ønsker å verdsette.

5.2 Opprinnelig finansregnskap

Jeg vil nå presentere de offentlige finansregnskapene til selskapet for hvert av analyseårene. De to tabellene nedenfor skal danne grunnlaget for eventuelle omgrupperinger og ikke minst de forskjellige analysene av forholdstall senere i kapittelet. Følgende finansregnskap ble rapportert i perioden 2007-2012 (Havila (e), 2013).

<u>Resultatregnskap</u>	2007	2008	2009	2010	2011	2012
(Tall i 1000 NOK)						
Fraktinntekter	526637	810515	848530	1030204	1279031	1332158
Gevinst ved avgang anleggsmidler	147397	311813	0	154402	54038	1738
Andre inntekter	1230	123	186847	23948	39230	78818
Totale inntekter og gevinster	675264	1122451	1035377	1208554	1372299	1412714
Mannskapsutgifter	122299	166725	220220	322103	430515	456064
Driftskostnader skip	47988	176521	190310	298690	360165	278701
Annen driftskostnad	13465	19736	20964	42177	55786	34762
Andre lønnskostnader	13904	19505	22013	24644	28943	50592
Totale kostnader	197656	382487	453507	687614	875409	820119
Driftresultat før avskrivning	477608	739964	581870	520940	496890	592595
Avskrivning	-80535	-98420	-132221	-180288	-205240	-161063
Driftsresultat	397073	641544	449649	340652	291650	431532
Tilknyttede selskap	-322	9426	757	-42130	-2913	-14479
Finansinntekter	76741	56645	306239	11302	17075	26335
Finanskostnader	-133488	-448259	-151682	-296825	-397007	-425617
Netto finansposter	-56747	-391614	154557	-285523	-379932	-399282
Resultat før skatt	340004	259356	604963	12999	-91195	17771
Skatt	-105637	47472	-67697	-22013	-35260	-7614
Årets resultat	234367	306828	537266	-9014	-126455	10157
Minoritetsandel	- 571	10 383	- 89	- 707	12 767	9 949
Majoritetsandel	234 938	296 445	537 355	- 8 308	- 139 223	207

Tabell 3: Opprinnelig resultatregnskap

En rask gjennomgang av resultatregnskapet viser at selskapet har hatt en betydelig økning av både inntekter og kostnader i perioden. Dette er naturlig ettersom selskapet har vokst betraktelig de seneste årene. 2011 har vist seg å være selskapets dårligste år når det kommer til oppnådd årsresultat. Høye kostnader knyttet til drift og ikke minst finans gjorde at selskapet fikk et resultat på negative 126 millioner.

Balanse	2007	2008	2009	2010	2011	2012
(Tall i 1000 NOK)						
<i>Eiendeler</i>						
Anleggsmidler						
Varige driftsmidler	1320801	2362690	4124935	4779231	6947585	7659844
Kontrakter nybygg	729234	923571	570012	612787	0	0
Utsatt skattefordel	0	0	0	14251	26289	11942
Investering i felleskontroller virksomhet	1246	12118	9624	0	22927	57392
Derivater	10065	11029	37650	34744	15852	0
Aksjer	150	156	156	356	441	381
Netto pensjonsmidler	349	1518	3102	1894	0	683
Langsiktige fordringer	12398	14556	13436	63696	147814	84803
Sum anleggsmidler	2074243	3325638	4758915	5506959	7160908	7815045
Omløpsmidler						
Bunkers og annet lager						
Kundefordringer og andre fordringer	110804	234381	319710	492257	393934	347085
Eiendeler tilgjengelig for salg	707230	0	0	0	0	0
Derivater	12093	15033	51098	65276	14667	4533
Handelsportefølje	53663	107565	16955	3556	3556	3556
Bankinnskudd	471006	698243	347257	603414	355808	497341
Sum omløpsmidler	1359825	1060817	744985	1178380	783817	870125
Sum eiendeler	3434068	4386455	5503900	6685339	7944725	8685170
<i>Egenkapital</i>						
Aksjekapital	399000	199500	199500	199500	267626	371793
Ikke registrert kapitalendring	-199500	0	0	0	0	0
Egne aksjer	0	-15088	-1938	-1938	0	0
Overkursfond	40975	40975	40975	40975	249186	339937
Opptjent egenkapital	622143	877744	1448416	1441383	1292510	1296435
Sum	862618	1103131	1686953	1679920	1809322	2008165
Ikke-kontrollerende eierinteresse	16859	22663	15824	15117	0	0
Sum egenkapital	879477	1125794	1702777	1695037	1809322	2008165
<i>Gjeld</i>						
Lån	1990402	2459890	3137403	3945484	5308716	5525128
Derivater	0	78717	4957	9736	14020	16939
Annen langsiktig gjeld	84122	183029	47975	112642	110279	85900
Pensjonsforpliktelser	0	0	0	0	230	0
Utsatt skatt	95981	81515	140691	2669	20493	1173
Avsetning av forpliktelse i felleskontroller virksomhet	0	0	0	31196	60443	78026
Sum langsiktig gjeld	2170505	2803151	3331026	4101727	5514181	5707166
Leverandørgjeld	62246	128590	55403	110385	49127	60061
Betalbar skatt	7753	5849	45293	59747	45305	32619
Derivater	0	22981	2437	3361	12645	2034
Annen kortsiktig gjeld	314087	300090	366964	715082	514145	875125
Sum kortsiktig gjeld	384086	457510	470097	888575	621222	969839
Sum gjeld	2554591	3260661	3801123	4990302	6135403	6677005
Sum egenkapital og gjeld	3434068	4386455	5503900	6685339	7944725	8685170

Tabell 4: Opprinnelig balanse

I likhet med resultatregnskapet viser balansen at selskapet har vokst gjennom stadig økende eiendeler, spesielt i form av anleggsmidler. Med stadig flere kontraheringer har naturlig nok selskapets totale gjeld også økt og ligger per 31.12.2012 på 6,67 mrd.

5.3 Omgrupperinger

Jeg vil nå utføre det første steget ved regnskapsanalysen, som tar for seg eventuelle omgrupperinger og justeringer av selskapets opprinnelige finansregnskap. I utgangspunktet skal et utarbeidet finansregnskap tilfredsstille de eksterne regnskapsbrukernes behov for relevant informasjon slik at man på best mulige måte skal kunne ta riktige beslutninger (Tellefsen & Langli, 2008). Med andre ord skal det offentlige tallmaterialet som publiseres bidra til analyser og situasjonsbeskrivelser som gir interessentene et minst mulig villedende bilde. Brukerne er derfor avhengig av at regnskapet tilfører opplysninger ut ifra hvilke beslutninger man står ovenfor. I mitt tilfelle vil brukeren være representert ved investoren som ønsker å danne seg et korrekt bilde av selskapets verdiskaping og hvilke faktorer som faktisk bidrar til lønnsomhet og vekst. Det vil i den sammenheng ofte være nødvendig å korrigere enkelte regnskapsposter for å oppnå den verdirelevansen som er ønskelig. Grunnen til at dette gjøres er for at man skal få et bedre grunnlag for å vurdere den historiske utviklingen, og på den måten gjøre det enklere og få et mer korrekt bilde på de fremtidige estimatene som skal fastsettes i en fundamental verdsettelse (Dyrnes & Pettersen, 2012).

Dette delkapittelet handler derfor i bunn og grunn om å gjøre de nødvendige justeringene som må til for å få best mulig resultat kvalitet. I den anledning er det ifølge Gjesdal (2007) spesielt fire momenter man bør se på ved en omklassifisering til et investorperspektiv:

- Unormale kontra normale poster
- Håndtering av kongruensprinsippet
- Skille mellom driftsrelaterte og driftsfremmede eiendeler
- Rentebærende og ”rentefri” gjeld

I tillegg til disse punktene mener Tellefsen & Langli (2008) at man også bør undersøke om avsatt utbytte er behandlet og ført på riktig måte sett fra investors side. Jeg vil nå ta for meg alle momentene og se om det opprinnelige regnskapet er ført på en måte som gjør at justeringer vil være nødvendig.

5.3.1 Avsetning til utbytte

Norske regnskapsregler gjorde at selskaper som lå under disse reglene tidligere førte foreslått utbytte som gjeld helt frem til år 2005. Fra investors perspektiv blir ikke dette riktig ettersom utbytte er noe som skal tilkomme investorene og blir derfor galt å føre det på en måte som sier

at man står i gjeld til seg selv. Fra og med 2005 ble derimot konsernselskaper pålagt å følge internasjonale regnskapsprinsipper (IFRS) som krever at foreslått utbytte skal inngå i selskapets egenkapital frem til utbytte er vedtatt av generalforsamlingen.

I perioden som inngår i denne analysen er det kun i 2007 det har blitt utbetalt utbytte til aksjonærene. Ettersom Havila Shipping har fulgt internasjonale prinsipper siden 2005, vil det ikke være nødvendig å gruppere denne avsetningen på noen annen måte.

5.3.2 Unormale kontra normale poster

Ekstraordinære poster som er uvanlige og unormale klassifiseres som midlertidige og bør derfor ikke brukes i årsresultatet når man skal måle lønnsomhet (Tellefsen & Langli, 2008). Tanken bak dette utsagnet er at enkelte poster i regnskapet forekommer såpass sjeldent at de vil virke forstyrrende og bidra til minsket relevans i analysen. I tillegg til komponenter som oppstår sjeldent, vil det i dette tilfellet også være fordelaktig å identifisere element som ikke kan lages troverdige prognoser på. Penman (2010) nevner blant annet gevinst og tap på derivat og valuta som eksempler på poster som er gjengangere i regnskapet, men som ikke bør inkluderes i den omgrupperte fremstillingen.

Det grunnleggende formålet med omgrupperingen er i mitt tilfellet at jeg ønsker å finne et best mulig mål på selskapets normale inntjening, ”core earnings”. Jeg vil derfor korrigere regnskapet for poster som inntreffer sjeldent og som ikke har sammenheng med den ordinære virksomheten. Unormale og forstyrrende element jeg har justert for, og som blir videre belyst, er blant annet gevinster/tap på valuta, anleggsmidler og agio/disagio. I tillegg vil også ”dirty surplus” inngå som en unormal post i det omgrupperte regnskapet.

5.3.3 Dirty Surplus

Kongruensprinsippet sier at en endring i balansepostene samtidig skal ha en motpost i regnskapet (Tellefsen & Langli, 2008). Unntaket fra dette prinsippet gjelder kun dersom endringen skjer ved direkte transaksjoner med eierne. Eksempler på dette kan være nedsettelse av kapital ved utbytte eller kapitalforhøyelse ved en emisjon (jfr. asal. §3-6). Endringer som jeg har registrert som ”dirty surplus” er blant annet omregningsdifferanser ved valuta og kostnader knyttet til emisjon. Ettersom omregningsdifferansene er knyttet til Havila Shippings drift i land utenfor Norge, velger jeg å klassifisere dem som driftsrelaterte. Kostnadene ved kapitalforhøyelsen blir sådan regnet som finansielle (ref. vedlegg: 2).

5.3.4 Driftsrelaterte og driftsfremmede eiendeler

I tillegg til å omgruppere resultatregnskapet, vil det også være nødvendig å se nærmere på balanseoppstillingen til selskapet. I et investorperspektiv er det viktig å identifisere de driftsrelaterte eiendelene ettersom jeg ønsker å verdsette etter totalmetoden og er dem jeg ønsker å verdsette senere i kapittel 12 (Gjesdal, 2007). Det er også helt avgjørende at det er sammenheng mellom de omgrupperingene som jeg utfører i resultatregnskapet og den omgrupperte balansen.

En total oversikt over de driftsrelaterte- og finansielle eiendelene kan man se i figur 15 nedenfor. Men før den endelige omgrupperte balansen blir fremstilt, kan det være fordelaktig å se nærmere på om enkelte av postene bør forklares litt nærmere.

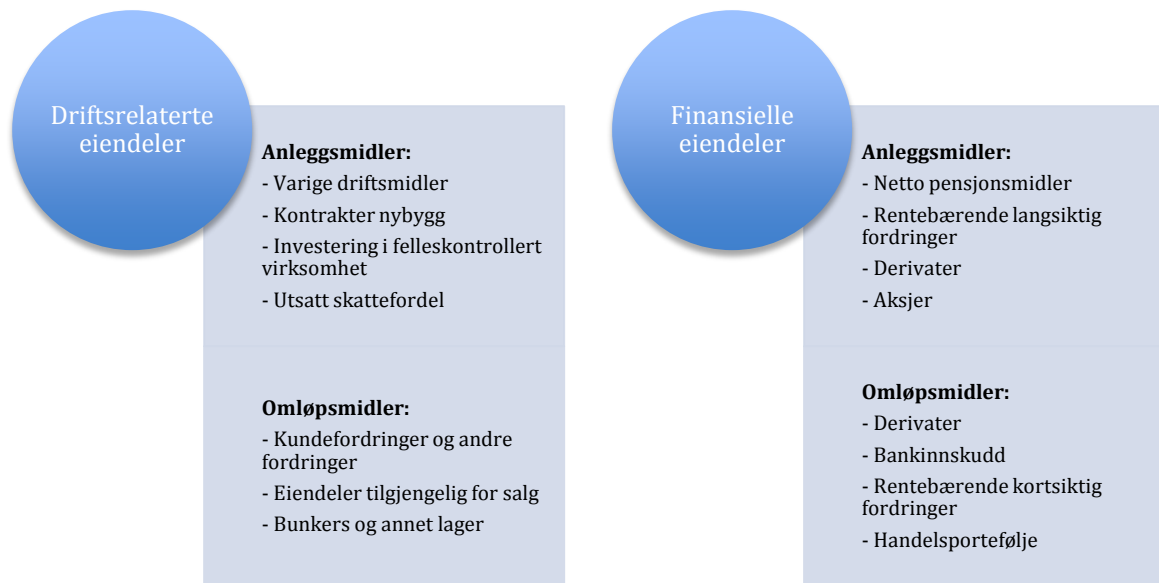
Investering i felleskontrollert virksomhet

Havila Shipping er som tidligere nevnt involvert i et joint-venture selskap i Singapore kalt ”Posh Havila PTE LTD”. Ifølge Penman (2010), vil en investering av denne typen kunne kategoriseres som en driftsrelatert investering. Selv om denne type engasjement ofte blir betegnet som en finansiell investering, mener jeg det er mest naturlig å se på det som en investering i virksomhetens drift.

Netto pensjonsmidler

Som jeg nevnte ovenfor er samsvaret mellom det omgrupperte resultatregnskapet og balansen overordnet. En viktig post i så måte å adressere er netto pensjonsmidler. I balansen er pensjonsmidlene ofte ført opp som finansielle, men feilen begås gjerne når avkastningen på midlene blir trukket i fra pensjonskostnadene og som i mitt tilfelle er en del av mannskapskostnadene i selskapets regnskap. Dersom jeg velger å klassifisere pensjonsmidlene som finansielle, må denne avkastningen videre omgrupperes fra drift til en finansiell post og inngår derfor i finansinntekten i resultatet. Det vil også være nødvendig å endre føringen av rentekostnaden av pensjonsforpliktelsene. Dersom pensjonsmidlene klassifiseres som finansielle, antyder jeg videre at pensjonsforpliktelsene ikke er driftsrelaterte. Denne omgrupperingen vil i så måte endre finanspostene i regnskapet og illustreres i en fullstendig oversikt i vedlegg 1.

Videre har jeg valgt å klassifisere selskapets balanseposter på følgende måte:



Figur 15: Driftsrelaterte og driftsfremmede eiendeler

5.3.5 Sysselsatt kapital og rentefri gjeld

Ved å skille sysselsatt kapital og rentefrigjeld får jeg en oversikt over hvilken kapital som faktisk krever avkastning og som skal ha sin del av verdien som blir skapt av driftsresultatet og finansinntektene. Denne type kapital kalles også sysselsatt kapital og består av rentebærende gjeld og egenkapital. For å illustrere den sysselsatte kapitalen og den ”rentefrie” gjelden velger jeg å omgrupperer balansen. Dette kan, som ved eiendelene, skape enkelte komplikasjoner da samsvaret mellom resultatregnskapet og balansen fortsatt er overordnet. På samme måte som ved eiendelene velger jeg å belyse enkelte gjeldsposter som kan skape utfordringer knyttet til en investororientert omgruppering.

Pensjonsforpliktelser

Pensjonsforpliktelsen er i realiteten en finansiell gjeld ettersom de ansatte aksepterer utsatt betaling av lønn inntil pensjonering (Gjesdal, 2007). Dette er også i henhold til de justeringene jeg valgte å gjøre ved eiendelene der rentekostnaden ble omgruppert fra drift til finans- og sysselsatt kapital (ref. vedlegg: 1). Dersom verdiøkningen av forpliktelsene og rentekostnaden blir inkludert i en driftspost i resultatregnskapet, må samtidig pensjonsforpliktelsene også betraktes som en ”rentefri” gjeld. Jeg velger å følge Gjesdals betraktninger og definerer derfor forpliktelsene som en finansiell post og gjør nødvendige justeringer ut ifra dette.

Leverandørgjeld

Definering av hva som er gjeldsbærende og såkalt ”rentefri” gjeld kan også by på enkelte utfordringer. Leverandørgjeld er en type gjeldspost som det er naturlig å tenke seg at man pådrar seg kostnadselement som har sterke relasjoner til en finanskostnad. Men det som er avgjørende i denne sammenheng og for andre gjeldsposter er ikke nødvendigvis egenskapene til den enkelte forpliktelse, men hvordan den regnskapsmessige behandlingen har blitt gjennomført. For leverandørgjeldens del, blir den i regnskapet til Havila Shipping ført opp som en del av varekostnaden. På denne måten har gjeldsposten mottatt sin avkastning gjennom driftskostnaden og føres derfor opp som en ”rentefri” gjeld som ikke skal knyttes opp mot den sysselsatte kapitalen.

Videre er resten av gjeldspostene oppstilt etter følgende inndeling:



Figur 16: Omgruppert gjeldsoppstilling

Ettersom jeg har valgt å differensiere mellom normale og unormale resultat i regnskapet, er det også nødvendig at jeg også fordeler skattekostnaden. Satsen for det finansielle resultatet setter jeg til normal 28 prosent. Skatt på driften beregnes dermed på følgende måte:

Driftsrelatert skattesats

$$= \frac{\text{Skattekostnad} - \text{skatt finansres.} - \text{skatt unormalt finans res}}{\text{Driftresultat} + \text{Unormalt driftresultat}}$$

Gjennomsnittlig driftsrelatert skattesats over analyseperioden 2007-2012 var på sju prosent.

En total oversikt over skatteberegningene kan du se i vedlegg 3.

Med de nevnte forutsetningene og omgrupperinger ovenfor gir dette meg følgende omgrupperte finansregnskap for selskapet i perioden 2007-2012:

<u>Omgruppert Resultatregnskap</u>	2007	2008	2009	2010	2011	2012
(Tall i 1000 NOK)						
Fraktinntekter	526637	810515	886887	1030204	1279031	1332158
Andre inntekter	1230	123	14320	8416	30594	23723
Driftsinntekter	527867	810638	901207	1038620	1309625	1355881
Mannskapsutgifter	122314	166821	220329	322253	430714	456376
Driftskostnader skip	47988	176521	190310	298690	360165	278701
Annen driftskostnad	13465	19736	20964	42177	55786	34762
Andre lønnskostnader	13904	19505	22013	24644	28943	50592
Avskrivning	80535	98420	132221	180288	205240	161063
Driftskostnader	278206	481003	585837	868052	1080848	981494
Driftsresultat	249661	329635	315370	170568	228777	374387
Driftrelatert skatt egen virksomhet	17476	23074	22076	11940	16014	26207
Netto driftsresultat egen virksomhet	232185	306561	293294	158628	212763	348180
Resultat tilknyttede selskap	-322	9426	757	-42130	-2913	-14479
Netto driftsresultat	231863	315987	294051	116498	209850	333701
Netto finansinntekter	48379	35478	32018	12230	18263	27338
Netto resultat sysselsatt kapital	280242	351465	326069	128728	228113	361039
Netto finanskostnader	118903	289166	152196	271894	386631	426763
Minoritetsresultat	-571	10383	-89	-707	12767	9949
Netto resultat til egenkapital	161910	51916	173962	-142459	-171285	-75673
Unormalt netto driftsresultat	106504	292910	63524	159191	83701	110649
Unormalt finansresultat	9929	-99057	194458	-18510	-17976	-5083
Fullstendig netto resultat til egenkapital	278343	245769	431944	-1778	-105560	29893
Netto betalt utbytte	344 319	- 5 256	151 878	- 5 255	234 962	168 950
Endring i egenkapitalen	622 662	240 513	583 822	- 7 033	129 402	198 843

Tabell 5: Omgruppert historisk resultatregnskap 2007-2012

Omgruppert Balanse	2007	2008	2009	2010	2011	2012
(Tall i 1000 NOK)						
Driftsrelatert anleggsmidler						
Varige driftsmidler	1 320 801	2 362 690	4 124 935	4 779 231	6 947 585	7 659 844
kontrakter nybygg	729 234	923 571	570 012	612 787	-	-
Investering i felleskontrollert virksomhet	1 246	12 118	9 624	-	22 927	57 392
Utsatt skattefordel	-	-	-	14 251	26 289	11 942
Total driftsrelaterte anleggsmidler	2 051 281	3 298 379	4 704 571	5 406 269	6 996 801	7 729 178
Driftsrelatert langsiktig gjeld						
Utsatt skatt	95981	81515	140691	2669	20493	1173
Annen langsiktig gjeld	84122	183029	47975	112642	110279	85900
Avsetning forpliktelse i felleskontrollert virksomhet	0	0	0	31196	60443	78026
Total driftsrelatert langsiktig gjeld	180 103	264 544	188 666	146 507	191 215	165 099
Netto anleggsmidler	1 871 178	3 033 835	4 515 905	5 259 762	6 805 586	7 564 079
Driftsrelaterte omløpsmidler						
Kundefordringer og andre fordringer	110 804	234 381	319 710	492 257	393 934	347 085
Eiendeler tilgjengelig for salg	707 230	-	-	-	-	-
Bunkers og annet lager	5 029	5 595	9 965	13 877	15 852	17 610
Total driftsrelaterte omløpsmidler	823 063	239 976	329 675	506 134	409 786	364 695
Driftsrelatert kortsiktig gjeld						
Leverandørgjeld	62246	128590	55403	110385	49127	60061
Betalbar skatt	7753	5849	45293	59747	45305	32619
Total driftsrelatert kortsiktig gjeld	69999	134439	100696	170132	94432	92680
Driftsrelatert arbeidskapital	753 064	105 537	228 979	336 002	315 354	272 015
Netto driftselendeler	2 624 242	3 139 372	4 744 884	5 595 764	7 120 940	7 836 094
Finansielle anleggsmidler						
Netto pensjonsmidler	349	1 518	3 102	1 894	-	683
Rentebærende langsiktige fordringer	12 398	14 556	13 436	63 696	147 814	84 803
Derivater	10 065	11 029	37 650	34 744	15 852	-
Aksjer	150	156	156	356	441	381
Totalt finansielle anleggsmidler	22 962	27 259	54 344	100 690	164 107	85 867
Finansielle omløpsmidler						
Derivater	12 093	15 033	51 098	65 276	14 667	4 533
Bankinnskudd	471 006	698 243	347 257	603 414	355 808	497 341
Handelsportefølje	53 663	107 565	16 955	3 556	3 556	3 556
Total finansielle omløpsmidler	536 762	820 841	415 310	672 246	374 031	505 430
Finansielle eiendeler	559 724	848 100	469 654	772 936	538 138	591 297
Sysselsatte eiendeler	3 183 966	3 987 472	5 214 538	6 368 700	7 659 078	8 427 391
Egenkapital	862 618	1 103 131	1 686 953	1 679 920	1 809 322	2 008 165
Minoritetsinteresser	16859	22663	15824	15117	0	0
Langsiktig finansiell gjeld						
Rentebærende gjeld	1990402	2459890	3137403	3945484	5308716	5525128
Pensjonsforpliktelser	0	0	0	0	230	0
Derivater	0	78717	4957	9736	14020	16939
Total langsiktig finansiell gjeld	1 990 402	2 538 607	3 142 360	3 955 220	5 322 966	5 542 067
Kortsiktig finansiell gjeld						
Derivater	0	22981	2437	3361	12645	2034
Rentebærende kortsiktig gjeld	314087	300090	366964	715082	514145	875125
Total kortsiktig finansiell gjeld	314 087	323 071	369 401	718 443	526 790	877 159
Finansiell gjeld	2 304 489	2 861 678	3 511 761	4 673 663	5 849 756	6 419 226
Sysselsatt kapital	3 183 966	3 987 472	5 214 538	6 368 700	7 659 078	8 427 391

Tabell 6: Omgruppert historisk balanse ”sysselsatt kapital” 2007-2012

Omgruppert Balanse (Tall i 1000 NOK)	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Netto anleggsmidler	1871178	3033835	4515905	5259762	6805586	7564079
Driftsrelatert arbeidskapital	753064	105537	228979	336002	315354	272015
Netto driftseiendeler	2624242	3139372	4744884	5595764	7120940	7836094
Egenkapital	862618	1103131	1686953	1679920	1809322	2008165
Minoritetsinteresser	16859	22663	15824	15117	0	0
Finansiell gjeld	2304489	2861678	3511761	4673663	5849756	6419226
Finansielle eiendeler	559724	848100	469654	772936	538138	591297
Netto finansiell gjeld	1744765	2013578	3042107	3900727	5311618	5827929
Netto driftskapital	2624242	3139372	4744884	5595764	7120940	7836094

Tabell 7: Omgruppert historisk balanse ”netto driftskapital” 2007-2012

Balansen er først illustrert ved ”syssestatt kapital” og deretter ”netto driftskapital” ettersom fokuset i resten av oppgaven vil ligge på selskapets driftskapital (Drange, 2012).

I tillegg til å omgruppere Havila Shipping sitt finansregnskap er det også nødvendig å gjøre det samme med finansregnskapene til selskapene som skal representere bransjen i analysene. Fullstendig omgrupperinger av Farstad, DOF og Siem Offshore sine finansregnskap kan du se i vedlegg 5-8.

5.4 Justering for målefeil

Etter å ha gjennomført steg 1 (ref. figur: 14), som omhandlet omgruppering av finansregnskapet for å bedre relevansen for mitt formål, går jeg videre til steg 2. Dette handler også om å fremstille regnskapet på en måte som skal komme regnskapsanalysen og deretter verdsettelsen best mulig til nytte. Målefeil betyr at den regnskapsførte verdien til selskapet enten har lavere eller høyere verdi enn hva den reelt sett er. I følge Drange (2012) kan det være tre forskjellige typer av målefeil i regnskapet:

- I. Avvik mellom virkelig verdi og korrekt historisk kost
- II. Avvik mellom korrekt historisk kost og regnskapslov/god regnskapsskikk
- III. Avvik mellom regnskapslov/god regnskapsskikk og praktisert regelanvendelse (kreativ regnskapsføring)

Havila Shipping bruker Price Waterhouse Cooper (PWC) som revisor for finansregnskapet. I følge beretningen til revisor har det ikke vært tegn til avvik av type tre, da årsregnskapene i analyseperioden er avgitt i samsvar med lover og forskrifter. Videre vil målefeil knyttet til type én i størst grad omhandle verdien til anleggsmidlene. Selskapets fartøy blir avskrevet i henhold til internasjonale regnskapsregler (IFRS) og verdivurderes hyppig av ulike

markedsaktører. Som utenforstående og mangel på konkret informasjon om fartøyenes virkelige verdi går jeg derfor ut ifra å ikke justere finansregnskapet for målefeil. Uten et spesifikt grunnlag for uttalelse eller mistanke om målefeil vil det virke mer forstyrrende enn behjelpelig for videre analyser å begynne med justeringer mitt tilfelle. Finansregnskapets utforming og verdirelevans for investoren er hovedformålet til steg én og to i dette kapitlet og dermed nøyer jeg meg med omgrupperingene tidligere i kapitlet som eneste justeringer som foretas.

5.5 Forholdstallanalyse

Etter å ha presentert og justert både resultat- og balansepostene er jeg nå klar for å rette søkelyset mot selskapets historiske prestasjoner og målinger knyttet til disse. Forholdstallene jeg benytter meg av i regnskapsanalysen deler jeg inn i følgende kategorier; *risiko* og *lønnsomhet*. Ved risikoanalysen ønsker jeg å belyse i hvilken grad Havila Shipping evner å innfri sine påløpte forpliktelser både på kort og lang sikt. Videre tar jeg for meg selskapets relative lønnsomhet. Regnskapsmessig måling av avkastningen er i mitt tilfelle en viktig del av verdsettelsen ettersom korrelasjonen mellom historisk og fremtidig avkastning på kapitalen ofte er høy og dermed vil få stor betydning for fremtidsprognosene i kapittel 10. Jeg vil også knytte forholdstallene opp mot bransjen ettersom generelle normtall og intern historisk utvikling ikke gir et godt nok helhetsbilde av selskapets resultat.

6 Risikoanalyse

Som det vil bli belyst senere i lønnsomhetsanalysen, er fokuset på den forventede avkastningen et grunnleggende moment både for eiere og fremtidige investorer. Risikoen knyttet til en virksomhet, eller et prosjekt isolert, spiller sterkt inn på hva som kan forventes og hvilken avkastning deltakerne må ha for å kompensere for å velge å investere i selskapet fremfor et annet. I dette kapitlet vil jeg først ta for meg den kortsiktige risikoen ved å analysere likviditeten til selskapet, for deretter å se nærmere på den langsiktige risikoen knyttet til selskapets soliditet. I risikoanalysen har jeg derfor valgt å ta for meg følgende forholdstall:

Kortsiktig likviditetsrisiko:

- Likviditetsgrad 1
- Likviditetsgrad 2

Langsiktig likviditetsrisiko:

- Egenkapitalandel
- Rentedekningsgrad
- Finansieringsskjema

6.1 Likviditetsanalyse

Likviditeten til en virksomhet forteller oss mye om hvilken evne de har til å etterkomme forpliktelsene etter hvert som de skulle forfalle. Jeg vil nå se nærmere på den kortsiktige kredittrisikoen til selskapet ved hjelp av forholdstallene; likviditetsgrad 1 og 2.

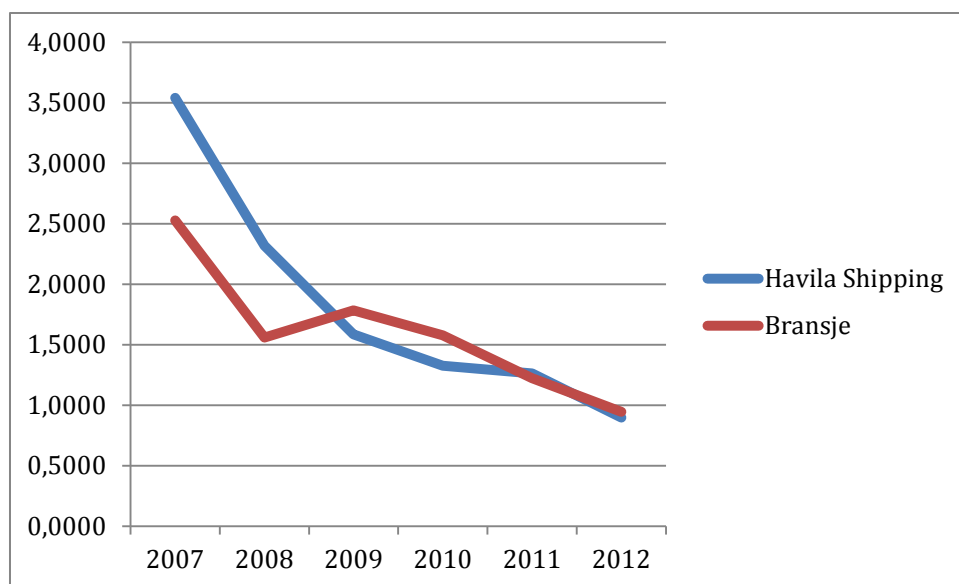
6.1.1 Likviditetsgrad 1

Denne forteller hvordan forholdet mellom omløpsmidlene og den kortsiktige gjelden er.

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

<u>Likviditetsgrad 1</u>	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Havila Shipping	3,5404	2,3187	1,5847	1,3261	1,2617	0,8972
Bransje	2,5274	1,5575	1,7847	1,5770	1,2221	0,9445

Tabell 8: Likviditetsgrad 1



Figur 17: Likviditetsgrad 1

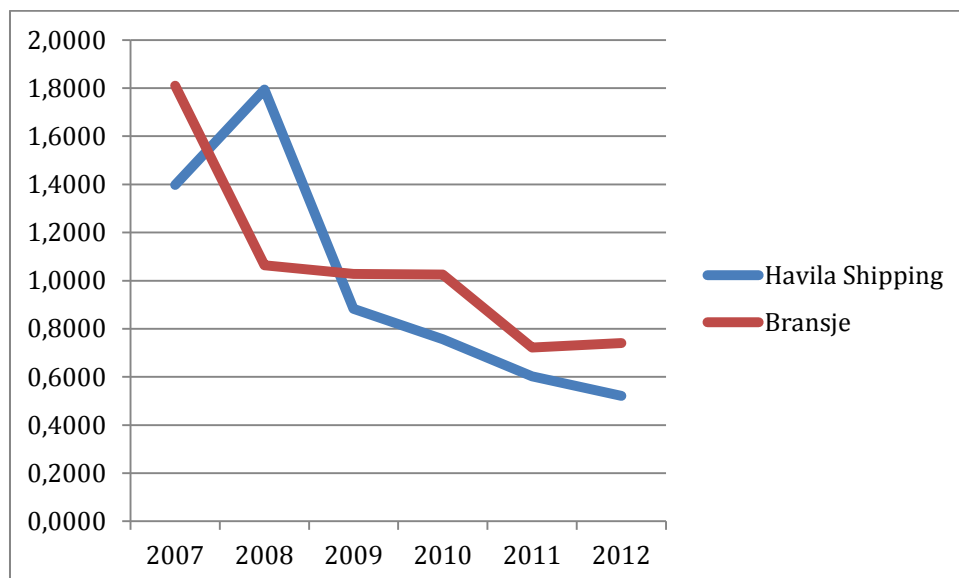
Som figur 17 viser har utviklingen vært negativ de seneste seks årene. Dette skyldes hovedsakelig en økning av selskapets opptak av kortsiktig rentebærende gjeld. Som finansieringsskjemaet litt senere vil illustrere, har omløpsmidlene blitt fullfinansiert ved kortsiktig gjeld, noe som ikke er forenelig med hvordan det optimalt bør være. Helst bør langsiktig kapital også dekke en andel av omløpsmidlene for å unngå mulige betalingsproblemer på kort sikt. Vi ser også samtidig at situasjonen til Havila Shipping ikke er unik ettersom bransjen opplever samme trend og har et nokså likt forholdstall ved utgangen av 2012.

6.1.2 Likviditetsgrad 2

Dette forholdstallet baserer seg på de mest likvide omløpsmidlene, som i denne oppgaven tilsvarende finansielle omløpsmidler og den kortsiktige gjelden. I likhet med likviditetsgrad 1 har også denne en fallende trendkurve som vi kan se i figur 18 nedenfor. Selskapets forholdstall ligger gjennomgående under bransjesnittet og også under én, noe som kan tyde på at selskapet kan være tvunget til å ta opp ytterligere lån for å dekke de kortsiktige forpliktelsene. Jeg anser resultatet også fra dette analysetallet som en indikasjon på at Havila Shipping har en klar tendens til økt risiko knyttet til sin kortsiktige kredittsituasjon.

<u>Likviditetsgrad 2</u>	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Havila Shipping	1,3975	1,7941	0,8835	0,7565	0,6021	0,5211
Bransje	1,8094	1,0639	1,0278	1,0248	0,7224	0,7407

Tabell 9: Likviditetsgrad 2



Figur 18: Likviditetsgrad 2

6.2 Kapitalstrukturanalyse

Det neste jeg vil ta for meg er selskapets langsiktige kredittrisiko ved å analysere deres soliditet. Dette vil fortelle meg hvordan de ulike aktivitetene til Havila Shipping er finansiert og i hvilken grad de evner å tilfredsstille forpliktelsene sine på lengre sikt. Gjennom analyser av selskapets egenkapitalandel, rentedekningsgrad, finansieringsskjema og sammenligninger med bransjen vil jeg forhåpentligvis danne meg et realistisk bilde av deres langsiktige kredittrisiko.

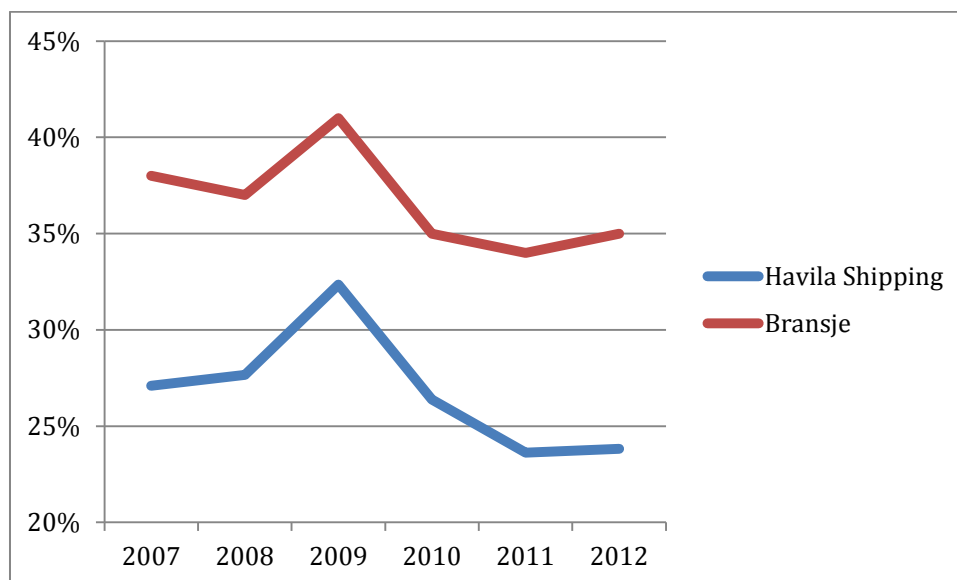
6.2.1 Egenkapitalandel

En virksomhets egenkapitalandel forteller oss i hvilken grad eiendelene er finansiert med egenkapital. Dess større dette forholdstallet er, jo bedre er det. Selskap som har en høy andel egenkapital vil kunne tåle risiko og fremtidig usikkerhet på en langt mer forsvarlig måte enn selskap med høy gjeldsandel. I tillegg vil andelen egenkapital og samarbeid med bank og finansinstitusjoner korrelere sterkt, noe som er viktig i rederibransjen der det kreves store investeringer. Strategianalysen avdekket også et stadig økende fokus fra långiverne med tanke på låntakernes soliditet i tiden som kommer.

$$\text{Egenkapitalandel} = \frac{\text{Egenkapital}}{\text{Totalkapital}}$$

Egenkapitalandel	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Havila Shipping	27 %	28 %	32 %	26 %	24 %	24 %
Bransje	38 %	37 %	41 %	35 %	34 %	35 %

Tabell 10: Egenkapitalandel



Figur 19: Egenkapitalandel

Som vi kan se fra figur 19 har selskapets andel av egenkapital jevnt over dekket $\frac{1}{4}$ av total kapitalen. Hvilket nivå denne bør ligge på kan være vanskelig å slå fast og vil naturligvis variere fra bransje til bransje. Som jeg var inne på i delkapittel 4.2.1, er supplybransjen en svært kapitalintensiv bransje. Ved kjøp av nybygg eller brukte fartøy vil rederiene som oftest dekke store deler med lån fra enten banker eller eksterne investorer. En lav egenkapitalandel tilsvarer også høyere risiko for långivere, som derfor ofte krever opp mot 30-40 prosent egenkapital ved kjøp av fartøy. Sammenligner vi selskapet med resten av bransjen har utvikling vært relativt lik, men har samtidig ligget rundt 10 prosent lavere i snitt de siste seks årene. Det vil være fordelaktig for både Havila Shipping og långiverne om selskapets klarer å nærme seg bransjesnittet i fremtiden for å forbedre soliditeten.

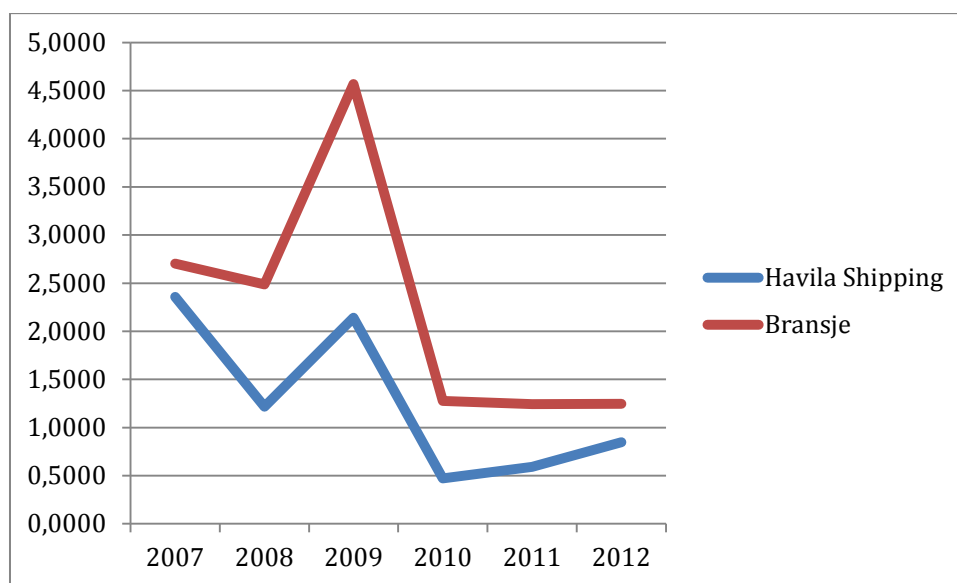
6.2.2 Rentedekningsgrad

Et annet forholdstall som kan beskrive et selskaps evne til å imøtekomme sine langsiktige forpliktelser er rentedekningsgraden. Denne vil fortelle oss hvilken sikkerhetsmargin långiverne har med tanke på om avdrag og renter blir betalt til korrekt tid (Tellefsen & Langli, 2008). Forholdstallet blir beregnet ved å dividere resultat før skatt med rentekostnadene. I mitt tilfelle bruker jeg her resultat til sysselsatt kapital fra den omgrupperte balansen i tabell 5.

$$\text{Rentedekningsgrad} = \frac{\text{Netto resultat til sysselsatt kapital}}{\text{Netto finanskostnader}}$$

<u>Rentedekningsgrad</u>	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Havila Shipping	2,3569	1,2154	2,1424	0,4735	0,5900	0,8460
Bransje	2,7024	2,4872	4,5679	1,2749	1,2427	1,2467

Tabell 11: Rentedekningsgrad



Figur 20: Rentedekningsgrad

Figuren ovenfor viser en tydelig negativ trend både hos Havila Shipping og bransjen generelt. Som resultatregnskapet tidligere har vist, har selskapet hatt negative resultatet den seneste tiden, og med det ikke klart og skape god likviditet gjennom driften. Et krav mange legger til grunn for dette forholdstallet er at det med fordel bør ligge over én. Dersom rentedekningsgraden blir lavere enn dette vil det bety at selskapet må dekke renteforpliktelser gjennom gjeld eller egenkapital. Dette har vært tilfellet for Havila Shipping de seneste tre årene og påvirker ikke bare selskapets evne til å betjene sine nåværende lån, men også mulighetene for opptak av nye.

6.2.3 Finansieringsskjema

Den siste metoden jeg vil ta i bruk for å analysere Havila Shippings soliditet er å sette opp et skjema for hvordan eiendelene deres er finansiert. Fremgangsmåten baserer seg på at den kortsiktige gjelden til selskapet først blir fordelt på de mest likvide omløpsmidlene, deretter på mindre likvide omløpsmidler som i dette tilfellet er de driftsrelaterte. Videre fordeles

finansieringen på anleggsmidlene der den sikreste finansieringen (Egenkapital) settes inn sist. Dette gir følgende skjema for Havila Shipping:

Finansieringsskjema 2012						
Eiendeler	Finansiering ved (kapitalanvendelse)					
	Kapitalanvendelse	KFG	KDG	LFG	LDG	EK
Finansielle omløpsmidler	505 430	505 430				
Driftsrelaterte omløpsmidler	364 695	364 695				
Finansielle anleggsmidler	85 867	7 034	78 833			
Driftsrelaterte anleggsmidler	7 729 178		13 847	5 542 067	165 099	2 008 165
Sum	8 685 170	877 159	92 680	5 542 067	165 099	2 008 165

Tabell 12: Finansieringsskjema 2012

Den mest risikable form for finansiering er representert ved kortsiktig finansiell gjeld (KFG). Som skjemaet illustrerer, er både driftsrelaterte og finansielle omløpsmidler fullfinansiert med kortsiktig gjeld. Mer urovekkende er det at også de finansielle anleggsmidlene er dekket av kortsiktig driftsgjeld (KDG). Langsiktig kapital som denne bør helst ikke være finansiert med kortsiktig gjeld. Videre er anleggsmidlene, som fartøy, finansiert med langsiktig lån og egenkapital. Men med tanke på at omløpsmidlene kun er finansiert med kortsiktig gjeld vil jeg beskrive deres finansieringsform per 31.12.2012 som noe risikabel.

6.3 Syntetisk rating

Til slutt vil jeg oppsummere den kortsiktige og langsiktige risikoanalysen gjennom en kredittvurdering av selskapet. Selskaper i ulike bransjer blir ofte gitt en karakter fra AAA til D, som er til nytte både for investorer og ikke minst långivere som skal beslutte hvilke krav som skal settes til tilbakebetalingen. AAA er betegnelsen på de sikreste selskapene og D kjennetegner de med høyest konkursrisiko.

Jeg velger å benytte meg av en tabell fra Drange (2012) som igjen er hentet fra en forenklet indeks fra Standard&Poors. Den syntetiske ratingen baserer seg på følgende forholdstall:

- Likviditetsgrad 1
- Rentedekningsgrad
- Egenkapitalandel
- Netto driftsrentabilitet

De tre første har jeg allerede beregnet og illustrert tidligere i kapittelet, mens driftsrentabiliteten først kommer senere i lønnsomhetsanalysen i delkapittel 8.2. Denne er beregnet på følgende måte:

$$\text{Netto driftsrentabilitet} = \text{Driftsmargin} * \text{Omløpshastighet til eiendeler}$$

Den syntetiske ratingen vil i tillegg til en beregning av selskapets konkurrisiko, hjelpe meg til å definere hvilken kredittrisikopremie som skal benyttes ved det totale avkastningskravet til driften senere i oppgaven. Risikoberegningene gir følgende syntetisk rating og klassifisering for Havila Shipping i perioden 2007-2012 :

Syntetisk rating 2012

Ratingklasse	Likviditetsgrad 1	Rentedeckningsgrad	Forholdstall			
			Egenkapitalandel	Netto driftsrentabilitet	Konkurssannsynlighet	Kredittfaktor
AAA	11,6	16,90	0,94	0,350	0,0001	0,10
AA	6,2	6,30	0,85	0,266	0,0012	0,15
A	3,0	3,35	0,66	0,166	0,0024	0,25
BBB	1,7	2,16	0,44	0,096	0,0037	0,40
BB	1,2	1,22	0,32	0,068	0,0136	0,60
B	0,9	0,90	0,22	0,040	0,0608	1,00
CCC	0,6	0,07	0,13	0,012	0,3085	3,00
CC	0,5	-0,76	0,08	-0,016	0,5418	9,00
C	0,4	-1,58	-0,02	-0,044	0,7752	27,00
D	0,3	-2,41	-0,18	-0,072	0,9902	Svært høy

Tabell 13: Syntetisk rating 2012

Syntetisk rating (2007-2012)	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Rentedeckningsgrad	A	BBB	BBB	BB	BB	B
Egenkapitalandel	BBB	BB	BB	CC	CCC	B
Likviditetsgrad 1	BB	BB	BB	B	B	B
Netto driftsrentabilitet	BBB	BBB	BB	CCC	B	BB
Gj.snitt Havila Shipping	BBB	BB	BB	B/CCC	B	B

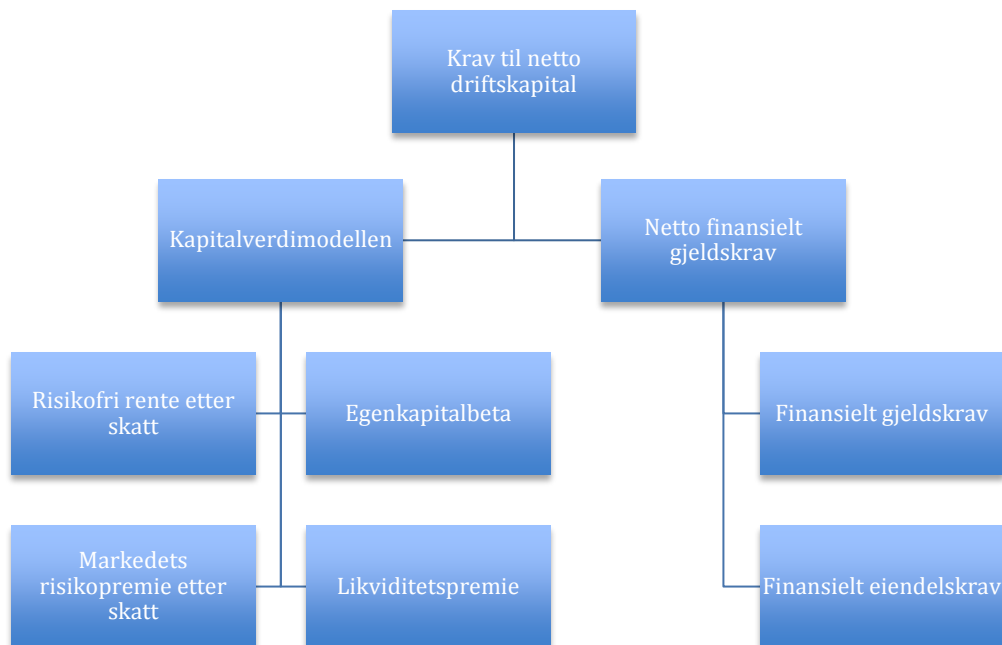
Tabell 14: Rating Analyseperioden 2007-2012

Oppsummering risikoanalyse

Som tabell 14 viser har selskapet variert noe med tanke på risiko de seneste seks årene. Der egenkapitalandelen har vært nokså stabil har både rentedeckningsgraden, likviditetsgrad 1 og netto driftsrentabilitet gradvis gått nedover. Havila Shipping har gjennomgått en periode med stor vekst i organisasjonen og ikke minst økt gjeldsandel, noe som har resultert i en svakere soliditet i analyseperioden.

7 Avkastningskrav

Før jeg går videre til lønnsomhetsanalysen, vil jeg ta for meg det historiske avkastningskravet som kan knyttes til analyseperioden. I samsvar med historisk trend og bransjetall vil dette bidra til å øke analysens kvalitet, og beslutningsgrunnlaget for fremtidsregnskapet senere i oppgaven vil dermed bli bedre. Rent metodisk vil avkastningskravet spesielt bli brukt til å avdekke om selskapets lønnsomhet har bidratt til superprofitt eller ikke i de enkelte årene, og underbygge de konklusjonene jeg utarbeidet i strategianalysen. For å estimere kravet som har vært knyttet til eiernes kapital vil jeg benytte meg av *kapitalverdimodellen*. Videre vil jeg se på hvilke krav kreditorene har knyttet til selskapet og dets risiko ved å beregne *Netto Finansielt Gjeldskrav* (ref. figur: 21). Vektet med markedsverdiene til egenkapital og gjelden, vil dette utgjøre avkastningskravet til netto kontantstrøm fra driften i hvert av analyseårene. Kravet kan også beskrives som ” Den avkastningen en representativ investert krone må gi over tid for å betjene kravet fra kreditorer og eiere samlet” (Gjesdal & Johnsen, 1999, s37). Følgende momenter vil dermed bli nærmere illustrert i dette kapitlet:



Figur 21: Rammeverk for avkastningskrav

7.1 Kapitalverdimodellen

Kapitalverdimodellen er en forenklet modell som beregner kravet en investor vil kreve for et spesifikt prosjekt eller investering. Modellen bygger på en forutsetning om at alle investorer vil sitte med en portefølje som inneholder to referanse-plasseringer; risikofri plassering og en markedsportefølje (Schølberg, 2009). En utvidet versjon av denne modellen kan beregnes ved (Boye & Koekebakker, 2006):

$$E(R_j) = R_f + \beta_j (E(R_m) - R_f) + \lambda$$

$E(R_j)$ = Avkastning til egenkapitalen

R_f = Risikofri rente

β_j = Risiko relatert til markedet

$E(R_m)$ = Forventet avkastning på markedsporteføljen

λ = Likviditetspremie

Her vil altså den risikofrie plasseringen til investorene være representert ved det første leddet. Følgende vil betaen (β_j) illustrere investeringens risiko målt i forhold til investorens risiko knyttet til markedsporteføljen. Markedsporteføljens forventede avkastning vil igjen være representert ved leddet $(E(R_m) - R_f)$. I tillegg har jeg valgt å legge til en likviditetspremie som skal fange opp eventuelle illikviditeter ved selskapet. Denne faktoren er det som skiller modellen ovenfor fra den opprinnelige kapitalverdimodellen. Jeg vil komme nærmere inn på likviditetspremien ved en senere anledning.

Modellen vil gi et estimat for hvilke krav som har vært til avkastningen til selskapets egenkapital for hvert av analyseårene. Sammen med utregning av faktisk avkastning vil jeg da være i stand til å konkludere om selskapet har klart å skape merverdi eller ikke.

Risikofri rente

For den historiske regnskapsanalysen har jeg valgt å bruke en observert og kort risikofri rente i hvert av de respektive årene. Utgangspunktet er en effektiv 3 måneders pengemarkedsrente (NIBOR) fra Norges Bank (Norges Bank, 2013). Det er vanlig praksis å justere den risikofrie renten for skatt for å oppnå en mest mulig korrekt betajustering i kapitalverdimodellen. Dette gjelder i hovedsak når selskapet primært består av norske investorer som blir beskattet med ordinære skatteregler. Gjesdal & Johnsen (1999) mener derimot at man bør se bort i fra denne

skattejusteringen ved store børsnoterte selskaper som består av mange utenlandske investorer og som ikke blir berørt av de særnorske skattereglene. For Havila Shipping sin del er over 90 prosent av aksjene eid av norske aktører (ref. tabell: 1) og jeg ser det derfor som mest korrekt å justere den risikofrie renten for skatt. I tillegg er det vanlig ved bruk av pengemarkedsrenten å trekke fra et allerede inkludert risikotillegg. NIBOR består i utgangspunktet av risikofri rente og et risikotillegg på usikrede lån mellom bankene (Finanstilsynet, 2013). Dette tillegget, som gjerne opereres med 10 prosent av totalen, trekkes derfor ifra før skatteberegningen. Tall hentet fra Norges Bank sine hjemmesider gir følgende risikofri rente i hvert av årene:

<u>Risikofri rente</u>	2007	2008	2009	2010	2011	2012
3 måneders NIBOR	0,0512	0,0647	0,0251	0,0256	0,0295	0,0229
Risikotillegg (10%)	0,0051	0,0065	0,0025	0,0026	0,0030	0,0023
Risikofri rente fs	0,0461	0,0582	0,0226	0,0230	0,0266	0,0206
Skatt	0,0129	0,0163	0,0063	0,0065	0,0074	0,0058
Risikofri rente etter skatt	0,0332	0,0419	0,0163	0,0166	0,0191	0,0148

Tabell 15: Risikofri rente

Som tabellen illustrerer har rentenivået i Norge vært veldig lavt de seneste årene.

Egenkapitalbeta

Betaen vil fortelle meg om forholdet mellom den spesifikke risikoen som er knyttet til Havila Shippings aksje og risikoen for investorens markedsportefølje. Betaen er definert som:

$$\beta = \frac{Cov(R_j, R_m)}{Var(m)}$$

Dersom samvariasjonen mellom selskapet og markedets avkastning kommer til uttrykk ved en beta på eksempelvis 0,5, vil dette si at selskapet vil øke sin avkastning med 0,5 prosent når investorens markedsportefølje øker avkastningen med 1 prosent. Betaen vil gi uttrykk for den såkalte markedsrisikoen og ikke den spesifikke risikoen som er knyttet til selskapet. Den sistnevnte risikoformen blir i dette tilfellet ikke betalt i form av ekstra forventet avkastning ettersom denne kursvariasjonen er diversifiserbar for investoren (Gjesdal & Johnsen, 1999). For å komme frem til den nevnte samvariasjonen, utfører jeg derfor en regresjonsanalyse. Det som er ønskelig å belyse er hovedsakelig i hvilken grad forklaringsvariabler evner å beskrive

variasjonen i avkastningen til Havila Shipping. Jeg bruker derfor "Single Index Modell" som er en forenklet regresjonsform for kapitalverdimodellen:

$$R_{jt} = \alpha_j + \beta_j(R_{mt}) + \epsilon_t$$

R_{jt} = Avkastning for aksjen til selskapet

α_j = Konstantledd

β_j = Koeffisient for markedsporteføljen

R_{mt} = Avkastning på markedsporteføljen

ϵ_t = Regresjonens feilledd

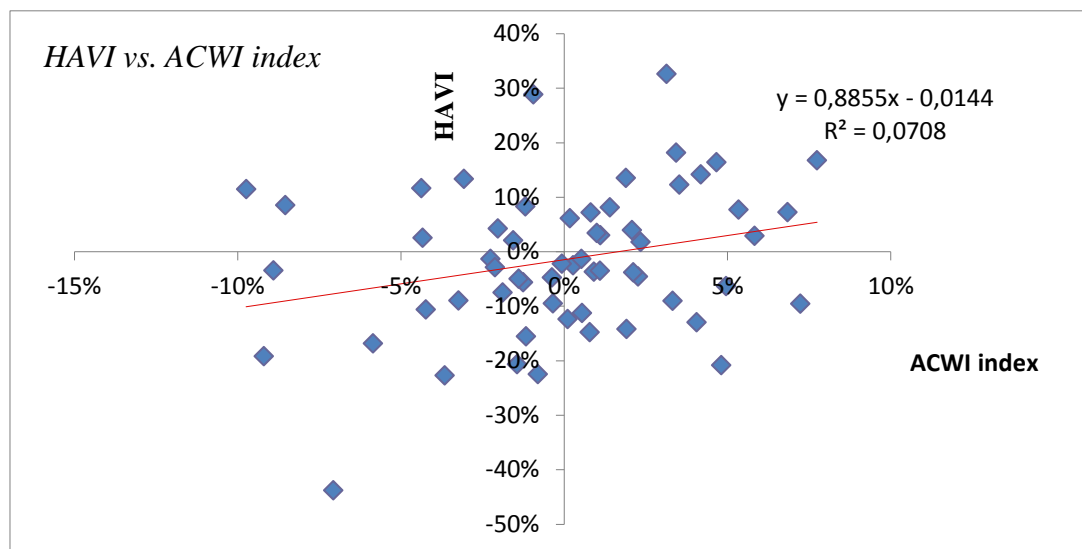
Når man skal estimere egenkapitalbetaen til kapitalverdimodellen er det to steg som er nødvendig å først avklare (Pinto. et.al, 2010) :

- Valg av investorens markedsindeks
- Periode og frekvens på datagrunnlag

Det første punktet handler om å velge hvilken markedsindeks som skal representere investorens markedsportefølje i kapitalverdimodellen. Det mest naturlig er å sammenligne et selskaps avkastning opp i mot deres, og majoriteten av aksjonærenes nasjonale børs, som i dette tilfellet er Oslo Børs. Ulempen jeg mener dette kan medføre er hvordan denne markedsindeksen er sammensatt og om den faktisk gir det beste bilde på nåværende aksjonærer og den generelle investors portefølje. Oslo Børs er dominert av store selskaper, som igjen er tungt preget av oljeindustrien. Slik som jeg ser det vil en investor per dags dato, gjerne fra Norge, ha et langt breiere segment å velge mellom i sine investeringsvurderinger. En portefølje som Oslo Børs mener jeg derfor gir et for snevert og muligens feil bilde på investorens reelle markedsportefølje. Jeg velger derfor å bruke en breiere markedsindeks ved "Morgan Stanley World Index" som inneholder over 1600 selskaper fra over 24 land, og som inneholder en mer jevn fordeling av markedssektorene (Msci, 2013).

Datagrunnlaget er månedlig avkastning til Havila Shipping (Oslo Børs, 2013) og ACWI (all country world index) (Msci, 2013) i perioden 31.01.2008 – 31.12.2012 som igjen gir meg 59

observasjoner. Jeg utfører deretter en lineær regresjonsanalyse i Excel 2010 som gir følgende resultater:



Figur 22: Punktdiagram

Regresjonsstatistikk	
Multipel R	0,26610699
R-kvadrat	0,07081293
Justert R-kvadrat	0,0545114
Standardfeil	0,13022007
Observasjone	59

Variansanalyse					
	fg	SK	GK	F	Signifikans-F
Regresjon	1	0,07366143	0,07366143	4,34394453	0,04163352
Residualer	57	0,96656424	0,01695727		
Totalt	58	1,04022567			

	Koeffisienter	Standardfeil	t-Stat	P-verdi	Nederste 95%	Øverste 95%	Nedre 95,0%	Øverste 95,0%
Skjæringspun	-0,0144236	0,01695331	-0,8507823	0,39845024	-0,048372	0,01952484	-0,048372	0,01952484
X-variabel 1	0,88550219	0,42486162	2,08421317	0,04163352	0,03473146	1,73627291	0,03473146	1,73627291

Tabell 16: Regresjonsstatistikk

Ut ifra regresjonsanalysen kan jeg lese at samvariasjonen mellom selskapet og markedsporteføljen sin avkastning i perioden 2007-2012 har vært på 0,8855. Dette sier med andre ord at gjennomsnittlig vil en månedlig avkastning på 1 prosent i ACWI, føre til en avkastning på 0,88 prosent hos Havila Shipping. Det er også verdt å merke seg ” R-kvadrat” som er 0,07081. Dette tallet sier noe om at regresjonsmodellen ovenfor bare kan forklare sju prosent av variasjonen i avkastningen til selskapet. For en investor vil det bety at sju prosent av risikoen i aksjen er markedsrisiko og kan derfor ikke diversifiseres. Den spesifikke

selskapsrisikoen er dermed på hele 93 prosent og er en kursvariasjon som gjennom diversifisering kan justeres ned. Dette er svært mye og jeg bør med fordel inkludere flere variabler i modellen for å forklare variansen til selskapet på en bedre måte. Dette vil i mitt tilfelle være nokså komplisert og tidkrevende å gjennomføre og jeg forholder meg derfor til det opprinnelige resultatet i tabell 16. Til slutt kan det være verdt å merke seg at skjæringspunktet er på -0,0144. Dette kan tolkes dit hen at en måned med null avkastning i investorens markedsportefølje, vil Havila Shipping i gjennomsnitt ha en avkastning på negative 1,44 prosent.

Regresjonsformelen som ble utledet tidligere ser dermed slik ut etter regresjonsanalysen:

$$R(\text{Havila Shipping}) = -0,0144 + 0,8855R_{mt(\text{All Capital World Index})} + \varepsilon$$

Selv om jeg nå har kommet frem til et estimat for egenkapitalbetaen som kan brukes videre, er det vanlig å justere den for å få en beta som reflekterer fremtiden bedre enn hva det historiske estimatet evner å gjøre. Tanken bak dette er at den historiske betaen på lang sikt gjerne vil tendere mot markedsbetaen som har en verdi på 1. Metoden for å justere betaen på denne måten blir ofte kalt *Bloomberg-metoden* og beregnes ved (Titman & Martin, 2011):

$$\text{Justert Beta} = \frac{1}{3} + \frac{2}{3} (\text{Historisk beta})$$

Dette gir en justert og fremtidsrettet beta på 0,9236 som brukes videre for å finne beta til netto driftskapital. For å komme frem til den endelige egenkapitalbetaen i hele analyseperioden, må jeg beregne netto finansiell gjeldsbeta og netto driftsbeta. Sistnevnte estimeres ved å bruke følgende formel:

$$\beta_{\text{netto driftskapital}} = \beta_{ek} * \frac{\text{Egenkapital}}{\text{Netto driftskapital}} + \beta_{nfg} * \frac{\text{Netto Fin. Gjeld}}{\text{Netto driftskapital}}$$

Videre beslutter jeg å bruke Miller-Modiglianihypotesen som sier at det totale avkastningskravet ikke, eller marginalt, er påvirket av hvordan de operasjonelle eiendelene er finansiert (Dahl, 2004). Med andre ord setter jeg da beta til netto driftskapital til å være konstant i alle årene ved lønnsomhetsanalysen.

Korrelasjonskoeffisienten til den finansielle gjelden finnes videre ved:

$$\beta_{\text{Finansiell gjeld}} = \beta_{\text{Finansielle eiendeler}} * \frac{\text{Fin. Eiendel}}{\text{Fin. Gjeld}}$$

Men som formelen illustrerer må jeg først finne beta til finansielle eiendeler:

$$\beta_{\text{Finansielle eiendeler}} = \frac{\text{Investeringer}}{\text{Finansielle eiendeler}}$$

Selskapets finansielle eiendeler består av fordringer, kontanter og investeringer i markedet.

Kontantbeholdningen anser jeg som risikofri og settes dermed til en beta på null.

Investeringenes risiko antar jeg korrelerer likt med markedet og får derfor en beta tilsvarende én. Dette gir følgende tabell:

<u>Finansiell eiendelsbeta</u>	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Investeringer	22308	26218	88904	100376	30960	4914
Finansielle eiendeler	559724	848100	469654	772936	538138	591297
Investering/FE	0,040	0,031	0,189	0,130	0,058	0,008
Investeringsbeta	1	1	1	1	1	1
Finansiell eiendelsbeta	0,040	0,031	0,189	0,130	0,058	0,008

Tabell 17: Finansiell eiendelsbeta

Med utgangspunkt i beregningene ovenfor og vektingen fra den omgrupperte balansen i tabell 7, er jeg dermed i stand til å videre beregne beta til den finansielle gjelden:

<u>Beta finansiell gjeld og eiendeler</u>	2007	2008	2009	2010	2011	2012	Gj.snitt
Andel finansiell gjeld (FG/NFG)	1,32	1,42	1,15	1,20	1,10	1,10	1,216
Beta finansiell eiendeler	0,04	0,03	0,19	0,13	0,06	0,01	0,076
Andel finansielle eiendeler (FE/NFG)	0,32	0,42	0,15	0,20	0,10	0,10	0,216
Beta netto finansiell gjeld	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,000
Beta finansiell gjeld	0,010	0,009	0,025	0,021	0,005	0,001	0,012

Tabell 18: Beta finansielle poster

Ettersom jeg nå har funnet beta til netto finansiell gjelden, kan jeg beregne beta til netto driftskapital. Ved å bruke formelen jeg illustrerte tidligere for netto driftskapitalbeta får jeg en konstant på 0,2367.

Endelig historisk beta til egenkapital i perioden 2007-2012 kan nå regnes ut ved:

$$\beta_{Egenkapital} = \frac{\beta_{netto\ driftskapital}}{\frac{Egenkapital}{Netto\ driftskapital} + \frac{Minoritet}{Netto\ driftskapital}}$$

<u>Egenkapitalbeta</u>	2007	2008	2009	2010	2011	2012	Gj.snitt
Netto driftsbeta	0,2367	0,2367	0,2367	0,2367	0,2367	0,2367	0,2367
Netto finansiell gjeldsbeta	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
Netto gjeldsandel	0,8782	0,9115	0,7401	0,8352	0,8215	0,8192	0,8343
Minoritetsbeta	0,7265	0,6808	0,6691	0,7911	0,9315	0,9236	0,7871
Minoritetsandel	0,0064	0,0072	0,0033	0,0027	0,0000	0,0000	0,0033
Egenkapitalbeta	0,7265	0,6808	0,6691	0,7911	0,9315	0,9236	0,7871
Egenkapitalandel	0,3287	0,3514	0,3555	0,3002	0,2541	0,2563	0,3077

Tabell 19: Egenkapitalbeta 2007-2012

Som tabellen illustrerer har selskapets avkastning korrelert nokså variabelt med investorens avkastning i markedsporteføljen (0,67 – 0,93).

Markedets risikopremie

Markedets risikopremie skal illustrere hvilken meravkastning en investor vil kreve på en diversifisert markedsportefølje i forhold til risikofri plassering. Selv om den blir fastsatt basert på historisk avkastning, varierer estimatet gjerne fra tre til tolv prosent. Hovedgrunnen til denne differansen kommer gjerne av at analytikere bruker ulike tidshorisonter. Noen bruker data helt tilbake til sent 1800-tallet, mens andre beregner risikopremien basert på langt nyere avkastningstall (20- 30 år). I tillegg til tidshorisonten vil valg av risikofri rente og avkastningsbegrep (aritmetisk vs. geometrisk) ha betydning for hvilket historisk estimat man ender opp med.

Det vil ifølge Gjesdal & Johnsen (1999) være umulig å vite helt nøyaktig hvilken risikopremie man skal bruke ved et avkastningskrav. Man bruker derfor den historiske utviklingen, og justerer denne med skjønn. For denne oppgavens del, vil det være naturlig å bruke beregnet risikopremie fra et komplekst og bredt marked som det amerikanske, ettersom jeg har fastsatt markedsporteføljen til en verdensindeks. I følge Standard & Poors har den historiske risikopremien i det amerikanske markedet ligget på mellom 4,5 - 5,5 prosent i perioden 1900-2012 regnet geometrisk. (Damodaran, 2012).

I tillegg til det historiske estimatet, kan det være interessant å se hvilken premie markedet faktisk benytter seg av i sine avkastningskrav ved analysearbeid. Fernandez et.al. gjorde i 2012 en spørreundersøkelse i 56 land i forbindelse med hvilken risikopremie som faktisk ble brukt av ulike aktører. Resultatet knyttet til det amerikanske markedet i rapporten baseres på svar fra over 2000 analytikere, ulike professorer og ledere i større selskaper.

Markedets risikopremie 2012

Land	Gjennomsnitt	Median	Antall svar
USA	5,5 %	5,4 %	2223
Norge	5,8 %	5,5 %	58
UK	5,5 %	5,0 %	171
Tyskland	5,5 %	5,0 %	281

Tabell 20: Markedets risikopremie (Fernandez. et.al. 2012)

Som undersøkelsen viser, gav svarene en gjennomsnittlig risikopremie på 5,5 prosent i USA. Med den praktiske tilnærmingen og den historiske utviklingen velger jeg derfor en stabil risikopremie etter skatt på 5,0 prosent til videre bruk i kapitalverdimodellen.

Likviditetspremie

I kapitalverdimodellen kan det, som jeg var inne på innledningsvis i kapittelet, være fordelaktig å tillegge investoren en risikopremie for å veie opp for en mindre likvid aksje. Dette gjelder spesielt mindre virksomheter, eller selskap der aksjen viser seg å være vanskelig å realisere. Investorer bør altså kompenseres for å holde på en aksje som representerer en viss innlåsningsrisiko (Dahl, 1994). For Havila Shipping sin del er nærmere 70 prosent av eierandelen holdt av de fem største aksjonærene (ref. tabell: 1). I tillegg til dette viser historisk aktivitet på børsen at aksjen ikke preges av handel i større volum altfor hyppig. Gjesdal & Johnsen (1999) mener dermed at mindre likvide aksjer gjerne kan tilegnes en likviditetspremie på 2 -3 prosent. Dahl (1994), mener også at premien kan tillegges 2-4 prosent ved børsnoterte aksjer og 4,6 prosent for unoterte og mindre selskapet. Havila Shipping er børsnotert, men ikke av de største, og med faktorer som lavt handelsvolum har jeg valgt å bruke en stabil premie på 2 prosent for alle analyseårene.

Basert på beregninger og antakelser som er gjort ovenfor, kan jeg nå bruke kapitalverdimodellen og presentere avkastningskravet til egenkapitalen for perioden 2007-2012:

<u>Krav til egenkapitalen</u>	2007	2008	2009	2010	2011	2012	Gj.snitt
Risikofri rente etter skatt	0,033	0,042	0,016	0,017	0,019	0,015	0,024
Egenkapitalbeta	0,726	0,681	0,669	0,791	0,932	0,924	0,787
Markedets risikopremie	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050
Likviditetspremie	0,020	0,020	0,020	0,020	0,020	0,020	0,020
Egenkapitalkrav	0,090	0,096	0,070	0,076	0,086	0,081	0,083

Tabell 21: Egenkapitalkrav 2007-2012

Kravet til egenkapitalen har i analyseperioden 2007-2012 vært relativt stabilt med et gjennomsnitt på 8,3 prosent.

7.2 Finansielt gjeldskrav

Det finansielle kravet skal illustrere hvilke krav långiverne setter til de midlene som lånes bort til selskapet. Med dette utlånet vil det følge en form for risiko som det da skal kompenseres for. Til å beregne det endelige historiske kravet finnes det ulike fremgangsmåter. En av dem blir nevnt av Gjesdal & Johnsen (1999) som kan uttrykkes ved:

$$Gjeldskrav = Risikofri rente + risikopremie + kredittpremie + adm. kost$$

Benytter jeg kapitalverdimodellen, kan risikopremien beregnes som netto finansiell gjeldsbeta multiplisert med markedspremien. Ettersom jeg tidligere antok at den systematiske risikoen i den finansielle gjelden var tilnærmet lik 0, vil det totale gjeldskravet kun være avhengig av lånerenten og eventuelle tapstillegg. Med dette antar jeg også at administrasjonskostnaden allerede er lagt til i den benyttede pengemarkedsrenten (NIBOR). Tapstillegget som långiverne vil ha kompensasjon for kan beregnes ved:

$$Kredittrisikopremie = Risikofri rente * Kredittrisikofaktor$$

Kredittrisikofaktoren er en faktor som skal reflektere konkursrisikoen til selskapet for hvert av analyseårene. Denne baserer seg på hvilken klasse som ble fastsatt i den syntetiske ratingen i kapittel 6.3. Med utgangspunkt i ratingen og den opprinnelige risikofrie renten i tabell 15, kan jeg da beregne følgende finansielle gjeldskrav:

<u>Finansielt gjeldskrav</u>	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Ratingklasse	BBB	BB	BB	B/CCC	B	B
Kreditrisikofaktor	0,400	0,600	0,600	0,026	0,040	0,040
Risikofri rente etter skatt	0,033	0,042	0,016	0,017	0,019	0,015
Kreditrisikopremie	0,013	0,025	0,010	0,000	0,001	0,001
Finansielt gjeldskrav	0,046	0,067	0,026	0,017	0,020	0,015

Tabell 22: Finansielt gjeldskrav

Som tabellen viser har gjeldskravet jevnlig gått nedover i analyseperioden. Dette skyldes hovedsakelig den historisk lave lånerenten. Gjennomsnittlig gjeldskrav i perioden lå på rundt 3,18 prosent.

7.3 Finansielt eiendelskrav

For å komme frem til det totale kravet til den finansielle gjelden, ønsker jeg også å finne et estimat på hvilket krav som bør settes til selskapets finansielle eiendeler. Som den omgrupperte balansen illustrerte tidligere i oppgaven (ref. tabell: 7), har Havila Shipping finansielle eiendeler bestående av kontanter, fordringer og investeringer. Kontanter klassifiserer jeg som risikofrie plasseringer og vekter derfor disse med risikofri rente som krav. Videre vil investeringer som aksjer og derivat vektes med kravet til markedsporteføljen. Dette gir følgende krav til de finansielle eiendelene:

$$\frac{\text{Kontanter}}{FE} * r_f + \frac{\text{Fordringer}}{FE} * (r_f + \text{risikopremie}) + \frac{\text{Investeringer}}{FE} * \text{markedskrav}$$

<u>Finansielt krav til eiendeler</u>	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Andel kontanter	0,937	0,950	0,775	0,785	0,668	0,847
Avkastningskrav	0,033	0,042	0,016	0,017	0,019	0,015
Andel investeringer	0,040	0,031	0,189	0,130	0,058	0,008
Avkastningskrav	0,083	0,092	0,066	0,067	0,069	0,065
Andel fordringer	0,023	0,019	0,035	0,085	0,275	0,145
Avkastningkrav	0,046	0,067	0,026	0,017	0,020	0,015
Finansielt eiendelskrav	0,035	0,044	0,026	0,023	0,022	0,015

Tabell 23: Finansielt krav til eiendeler

I likhet med avkastningskravet til den finansielle gjelden har også kravet til eiendelene hatt en nedadgående trend.

7.4 Netto finansielt gjeldskrav

Med de to kravene som er beregnet ovenfor, kan jeg ved vekting med gjeld og eiendeler med hensyn på netto finansiell gjeld (ref. tabell: 7) estimere det endelige finansielle gjeldskravet:

$$F_{gk} * \frac{\text{Finansiell gjeld}}{\text{Netto finansiell gjeld}} - F_{ek} * \frac{\text{Finansielle eiendeler}}{\text{Netto finansiell gjeld}}$$

<u>Netto finansielt gjeldskrav</u>	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Finansiell gjeldsandel	1,321	1,421	1,154	1,198	1,101	1,101
Finansielt gjeldskrav	0,046	0,067	0,026	0,017	0,020	0,015
Finansiell eiendelsandel	0,321	0,421	0,154	0,198	0,101	0,101
Finansielt eiendelskrav	0,035	0,044	0,026	0,023	0,022	0,015
Netto finansielt gjeldskrav	0,050	0,077	0,026	0,016	0,020	0,015

Tabell 24: Netto finansielt gjeldskrav

7.5 Netto driftskrav

Etter å ha regnet ut kravene som stilles til selskapet med hensyn på investorer (EK + minoritet) og kreditorer (netto finansiell gjeld), kan jeg finne hvilke historiske krav det har vært totalt til selskapets operasjonelle drift:

$$\text{Krav til egenkapital} * \frac{EK}{NDK} + \text{Netto finansielt gjeldskrav} * \frac{NFG}{NDK}$$

<u>Netto krav til driftskapital</u>	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Krav til egenkapital	0,090	0,096	0,070	0,076	0,086	0,081
Andel egenkapital	0,335	0,359	0,359	0,303	0,254	0,256
Netto finansielt gjeldskrav	0,050	0,077	0,026	0,016	0,020	0,015
Andel finansiell gjeld	0,665	0,641	0,641	0,697	0,746	0,744
Netto krav til driftskapital	0,063	0,084	0,042	0,034	0,036	0,032

Tabell 25: Netto krav til driftskapital 2007-2012

Jeg har dermed i dette kapittelet estimert krav til både egenkapital og netto driftskapital for hvert av analyseårene. Dette vil bidra til et styrket sammenligningsgrunnlag når jeg nå skal ta for meg lønnsomhetsanalysen i kommende kapittel.

8 Lønnsomhetsanalyse

Med de ulike avkastningskravene som utgangspunkt, kan jeg nå analysere den historiske lønnsomheten til Havila Shipping i tidsrommet 2007-2012 gjennom forskjellig utvalgte forholdstall. Det som er interessant å avdekke i sammenheng med denne oppgaven, er hvilken historisk avkastning det faktisk har vært på eiernes investeringer. Med andre ord, prøve å forstå hvordan eiendelene som selskapet besitter har blitt forvaltet i den utvalgte analyseperioden. Dette er en grunnleggende del av både kontroll og ikke minst fremtidig estimering og verdsettelse for en investor (Gjesdal & Johnsen, 1999). I tillegg til historisk utvikling og krav, vil sammenligning med bransjen være et nyttig verktøy for å få et best mulig beslutningsgrunnlag. For å få et bilde av selskapets historiske lønnsomhet har jeg derfor valgt å gå nærmere inn på følgende forholdstall:

Forholdstall

- Egenkapitalrentabilitet
- Driftsrentabilitet
- Finansiell gearing

8.1 Egenkapitalrentabilitet

Det første resultatmålet jeg benytter meg av er rentabilitet på egenkapitalen. Formålet er som nevnt å avdekke hvilken avkastning det har vært på den investerte kapitalen, som er representert ved innskutt og opptjent kapital. Jeg benytter meg av informasjonen fra det omgrupperte regnskapet og regner ut rentabiliteten ved hjelp av følgende formel (Drange, 2012):

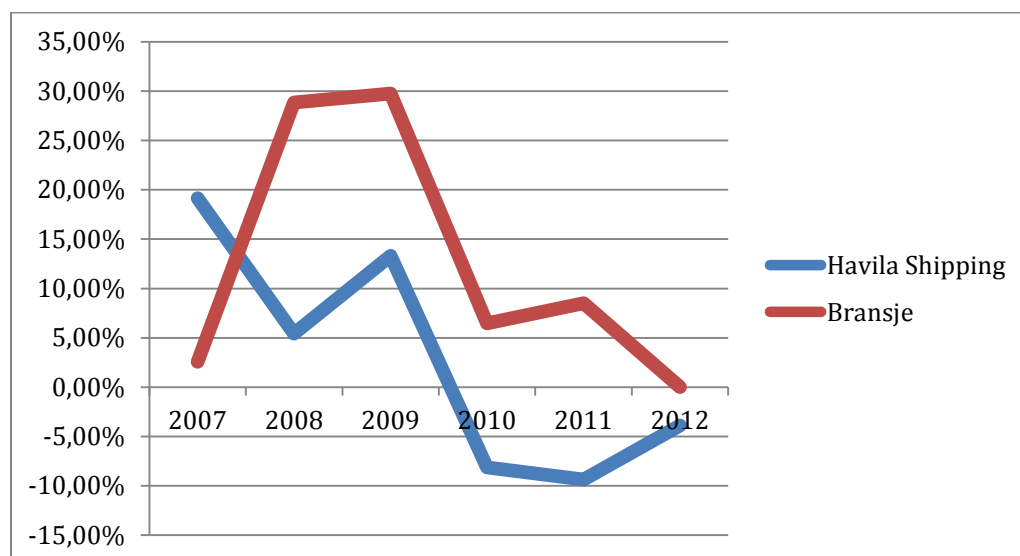
$$\text{Egenkapitalrentabilitet} = \frac{\text{Netto resultat til egenkapital}}{\text{Egenkapital}_{t-1} + \frac{(\text{Endring EK} - \text{Netto res. til ek})}{2}}$$

<u>Egenkapitalrentabilitet</u>	2007	2008	2009	2010	2011	2012	Gj.snitt
Havila Shipping	0,192	0,054	0,133	-0,081	-0,094	-0,039	0,028
Krav til egenkapital	0,090	0,096	0,070	0,076	0,086	0,081	0,083
Superprofitt	0,102	-0,042	0,063	-0,157	-0,180	-0,120	-0,055
Bransje	0,026	0,288	0,297	0,065	0,085	0,000	0,127

Tabell 26: Egenkapitalrentabilitet

Som tabellen ovenfor viser, har selskapet siden 2010 hatt en negativ avkastning på egenkapitalen. Til tross for en høy oljepris i markedet og rekordstor investeringsaktivitet fra oljeselskapene, har netto resultat til selskapets eiere hatt en negativ trend. Dette kan det være forskjellige årsaker til, men det er spesielt høye kostnader knyttet til rente og avskrivning på anleggsmidlene som har bidratt til det lave resultatet. Gjesdal & Johnsen (1999) nevner spesielt hvordan resultatmål som rentabilitet vil variere i takt med investeringscyklusen til et selskapet. I perioder med høye investeringer vil man ofte se negative utslag på avkastningen til eierne. Dette kan relateres til den situasjonen som Havila Shipping er i, som inntil nylig har gjennomført en periode med store investeringer av nye fartøy.

I tillegg til en negativ trend har avkastningen vært lavere enn kravet fra investorene i fire av seks år. Selskapet har bare evnet å skape superprofitt for eierne i årene 2007 og 2009.



Figur 23: Egenkapitalrentabilitet

Samtidig som det er viktig å se på den historiske utviklingen internt i selskapet (Ekr), er det vel så nyttig å se hvordan avkastningen har vært i forhold til resten av bransjen (Ekrb). Figuren viser at Havila Shipping har oppnådd en lavere avkastning sammenlignet med bransjen i hvert år siden 2008. Oversikten viser også at trenden har vært lik siden 2009 med synkende rentabilitetstall. Ved utgangen av 2012 viser det seg at trenden har foreløpig snudd, og selskapet er nærmere bransjesnittet enn de har vært siden 2008. Ser jeg på analyseperioden under ett, er det urovekkende at selskapet i denne perioden har hatt en gjennomsnittlig avkastning på 2,75 prosent mot bransjens 12,69 prosent.

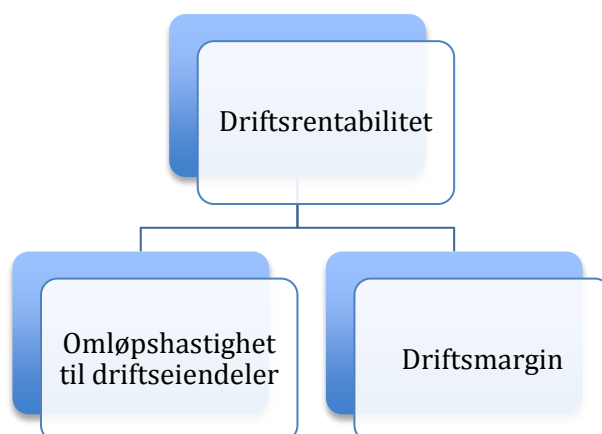
Konklusjonen fra strategianalysen viste at selskapet ikke har konkurransefordeler som gjør at det kan forventes avkastning som overgår bransjen på lengre sikt. Rentabilitetsresultatene

viser derimot at selskapet heller ikke har vært konkurransedyktige i analyseperioden hva gjelder avkastning til eierne. Kapittel 4 avdekket jeg derimot at selskapet innehar ressurser som bør gjøre de konkurransedyktige og går ut ifra at selskapet på lengre sikt vil evne å oppnå:

$$Ekr = Ekrb$$

8.2 Driftsrentabilitet

I tillegg til egenkapitalrentabiliteten, ønsker jeg å undersøke hvilken avkastning den reelle kapitalen driften har bidratt med. Den operasjonelle driften er en svært avgjørende verdidriver, og ved å dekomponere denne etter Du Pont – modellen (Tellefsen & Langli, 2008), belyser jeg hvordan den har blitt påvirket av omløpshastigheten på driftskapitalen og overskuddsgraden fra driften.



Figur 24: Dekomponering av driftsrentabilitet

Driftsmargin

Driftsmarginen forteller meg hvilken andel fra driftsomsetningen som har gått til kapitalen.

$$\text{Driftsmargin} = \text{Netto driftsresultat} / \text{Driftsinntekter}$$

Driftsmargin	2007	2008	2009	2010	2011	2012	Gj.snitt
Havila Shipping	0,4392	0,3898	0,3263	0,1122	0,1602	0,2461	0,2790
Bransje	0,4267	0,2248	0,2944	0,1479	0,1828	0,1919	0,2448

Tabell 27: Driftsmargin

Med et snitt på 27,9 prosent har Havila Shipping hatt en nokså stabil driftsmargin i analyseperioden. Selskapet har også hatt en relativt lik trend sammenlignet med bransjen, der marginene har vært i selskapets favør alle årene utenom i 2010 og 2011. Det er vanskelig å sette noen eksakte normer på hva dette resultatmålet bør ligge på, men med bransjegjennomsnittet som indikator, vil jeg si at selskapet har hatt en lønnsom relasjon mellom driftskostnader og driftsinntekten.

Omløpshastighet til driftseiendeler

Dette nøkkeltallet sier noe om hvor effektivt selskapet har brukt den driftsrelaterede kapitalen som er bundet.

$$\text{Omløpshastighet} = \text{Driftsinntekt} / \text{Netto driftseiendeler}$$

<u>Omløpshastighet til driftseiendeler</u>	2007	2008	2009	2010	2011	2012	Gj.snitt
Havila Shipping	0,2012	0,2582	0,1899	0,1856	0,1839	0,1730	0,1986
Bransje	0,3008	0,3216	0,2391	0,2297	0,2507	0,2608	0,2671

Tabell 28: Omløpshastighet

I løpet av analyseperioden har Havila Shipping økt driftseiendelene fra 2,6 til 7,8 milliarder NOK (ref. tabell: 7). Men som vi ser fra tabellen ovenfor har selskapet samtidig økt driftsinntektene i stor nok grad til at omløpshastigheten ikke har gått ned betraktelig. Trenden har vært negativ siden 2008, men har foreløpig snudd i 2012. Sammenligner vi med normtallet, ser vi at bransjen har hatt en jevnt over høyere omløpshastighet hele perioden. Dette sier noe om at Havila Shipping har et forbedringspotensiale når det kommer til deres effektive bruk av den bundne driftskapitalen.

Driftsrentabilitet

Etter å gjennomført analyse av de to faktorene ovenfor, kan jeg nå multiplisere nøkkeltallene for så å komme frem til driftens avkastning:

<u>Driftsrentabilitet</u>	2007	2008	2009	2010	2011	2012	Gj.snitt
Driftsmargin *	0,439	0,390	0,326	0,112	0,160	0,246	
Omløpshastighet til driftseiendeler	0,201	0,258	0,190	0,186	0,184	0,173	
Driftsrentabilitet	0,088	0,101	0,062	0,021	0,029	0,043	0,057
Netto krav til drift	0,063	0,084	0,042	0,034	0,036	0,032	0,049
Superprofitt	0,025	0,017	0,020	-0,013	-0,007	0,011	0,009
Bransje	0,128	0,072	0,070	0,034	0,046	0,050	0,067

Tabell 29: Netto driftsrentabilitet (Drange, 2012)

Rentabiliteten til selskapet sank betraktelig i årene 2009 og 2010 men har etter dette steget stabilt frem til 2012. Samtidig som man har klart å snu en negativ trend ser vi at de ikke har skapt profitt utover kravet i to av de siste tre årene. Med unntak av året 2008 har avkastningen på driften også ligget under bransjetallene. Selv om driften har bedret seg det siste analyseåret, viser et snitt som ligger cirka én prosent under bransjen at selskapet har et forbedringspotensialet ved den operasjonelle driften i forhold til sine konkurrenter.

8.3 Finansiell gearing

I tillegg til å undersøke hvordan driften påvirker avkastningen til eierne, vil jeg også se på hvilken innvirkning selskapets finansiering har på egenkapitalrentabiliteten. Dette gjøres ved å beregne Havila Shippings finansielle gearing (Drange, 2012) på følgende måte:

$$\text{Finansiell gearing} = \text{Netto driftresultat} / \text{Netto resultat}$$

Jeg velger å dekomponere nøkkeltallet videre, spesielt for å belyse hvilke marginer det har vært mellom selskapets finansielle rente og driftens avkastning. Oversikten over de eksakte beregningene knyttet til de ulike faktorene kan du se i vedlegg 4.

<u>Finansiell gearing</u>	2007	2008	2009	2010	2011	2012	Gj.snitt
Driftsrentabilitet	0,0884	0,1006	0,0620	0,0208	0,0295	0,0426	
Finansiell gjeldsrente	0,0516	0,1010	0,0433	0,0582	0,0661	0,0665	
Rentemargin	0,0368	-0,0004	0,0186	-0,0374	-0,0366	-0,0239	
Netto finansiell gjeldsgrad	2,0226	1,8253	1,0833	2,322	2,9357	2,9021	
Finansiell gearing	0,0744	-0,0007	0,0202	-0,0867	-0,1075	-0,0694	0,0020
Finansiell gearing bransje	0,0981	0,0153	0,0417	-0,0231	-0,0173	0,0015	0,0194

Tabell 30: Finansiell gearing

Som figuren ovenfor illustrerer, har selskapet hatt en negativ finansiell gearing de seneste tre årene. Dette betyr med andre ord at gjeldsfinansieringen ikke har bidratt til økt vekst i egenkapitalen. Dette skyldes hovedsakelig at den finansielle renten som Havila Shipping

betaler på sine låneforpliktelser koster mer enn avkastningen som driften bidrar med. Med dette som utgangspunkt vil den økende finansielle gjeldsgraden bare bidra til videre tap på egenkapitalreserven dersom den finansielle gearingen ikke endrer seg.

Oppsummering lønnsomhet

Forholdstallanalysen ovenfor illustrerer en situasjon der Havila Shipping de seneste årene har hatt en negativ trend både i avkastning til eierne, men også i hvilken grad den primære driften har evnet å skape merverdi til egenkapitalen. Dette er ikke unikt da bransjen på samme tid har opplevd en liknende trend. Men resultatene viser at selskapet har gjennomgående prestert under bransjesnittet og heller ikke klart å skape nevneverdig superprofitt for seg selv gjennom driften eller for eierne gjennom egenkapitalen. Og med en negativ innvirkning fra den finansieringen er det helt klart at de har behov for å snu trenden og drifte selskapet mer lønnsomt i fremtiden.

9 Vekst

Det er også interessant å se nærmere på hvordan selskapets vekstforhold har vært i analyseperioden og ikke minst med tanke på at historisk vekst vil danne grunnlaget for den fremtidige budsjetteringen i kapittel 10. Historisk utvikling presenterer jeg nedenfor ved å sette 2007 som basisår og se på hvordan de ulike resultatpostene har endret seg i forhold til basisåret:

Omgruppert Resultatregnskap (Tall i 1000 NOK)	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Fraktinntekter	1	1,5390	1,6841	1,9562	2,4287	2,5296
Andre inntekter	1	0,1000	11,6423	6,8423	24,8732	19,2870
Driftsinntekter	1	1,5357	1,7073	1,9676	2,4810	2,5686
Mannskapsutgifter	1	1,3639	1,8013	2,6346	3,5214	3,7312
Driftskostnader skip	1	3,6784	3,9658	6,2243	7,5053	5,8077
Annen driftskostnad	1	1,4657	1,5569	3,1323	4,1430	2,5817
Andre lønnskostnader	1	1,4028	1,5832	1,7724	2,0816	3,6387
Avskrivning	1	1,2221	1,6418	2,2386	2,5485	1,9999
Driftskostnader	1	1,7289	2,1058	3,1202	3,8851	3,5279
Driftsresultat	1	1,3203	1,2632	0,6832	0,9164	1,4996
Driftrelatert skatt egen virksomhet	1	1,3203	1,2632	0,6832	0,9164	1,4996
Netto driftsresultat egen virksomhet	1	1,3203	1,2632	0,6832	0,9164	1,4996
Resultat tilknyttede selskap	1	-29,2733	-2,3509	130,8385	9,0466	44,9658
Netto driftsresultat	1	1,3628	1,2682	0,5024	0,9051	1,4392
Netto finansinntekter	1	0,7333	0,6618	0,2528	0,3775	0,5651
Netto resultat sysselsatt kapital	1	1,2541	1,1635	0,4593	0,8140	1,2883
Netto finanskostnader	1	2,4319	1,2800	2,2867	3,2517	3,5892
Minoritetsresultat	1	-18,1839	0,1559	1,2382	-22,3590	-17,4238
Netto resultat til egenkapital	1	0,3206	1,0744	-0,8799	-1,0579	-0,4674
Unormalt netto driftsresultat	1	2,7502	0,5964	1,4947	0,7859	1,0389
Unormalt finansresultat	1	-9,9765	19,5849	-1,8642	-1,8105	-0,5119
Fullstendig netto resultat til egenkapital	1	0,8830	1,5518	-0,0064	-0,3792	0,1074
Netto betalt utbytte	1	-0,0153	0,4411	-0,0153	0,6824	0,4907
Endring i egenkapitalen	1	0,3863	0,9376	-0,0113	0,2078	0,3193

Tabell 31: Vekst i resultatregnskapet 2007-2012

Som tabellen viser har selskapet hatt en jevn vekst i driftsinntektene. Høy oljepris og tilsvarende høy aktivitet i markedet har ført til at inntektsveksten har vært i samsvar med resten av bransjens utvikling. Inntektene har steget hvert år og var i 2012 over 250 prosent høyere enn ved analyseperiodens start. Dette er også en naturlig utvikling ettersom selskapet har økt fartøytonnasjen betraktelig og har derfor hatt bedre vilkår for økt inntjening. Figuren nedenfor viser hvordan veksten i driftsinntektene har vært sammenlignet med bransjen:



Figur 25: Driftsinntektenes vekstrate

Som figuren viser har selskapets driftsinntekter hatt en relativt lik historisk utvikling som konkurrentene. Havila Shipping økte som sagt sin fartøy-tonnasje betraktelig i perioden 2009-2011, noe som naturlig nok har bidratt til tilsvarende økning i driftsinntektene. Men som det ble påpekt i strategianalysen, var 2012 et år preget av lave rater i spotmarkedet. Dette har gitt også gitt utslag, og som vi kan se har både selskapet og bransjen ikke klart å opprettholde vekstraten hovedsakelig på grunn av for stor tilbudsmasse av fartøy i markedet. Gjennomsnittlig vekst for Havila Shipping var i perioden på 14,8 prosent. Dette er noe lavere enn bransjen som på samme tid klarte å oppnå en gjennomsnittlig vekstrate på 16,7 prosent.

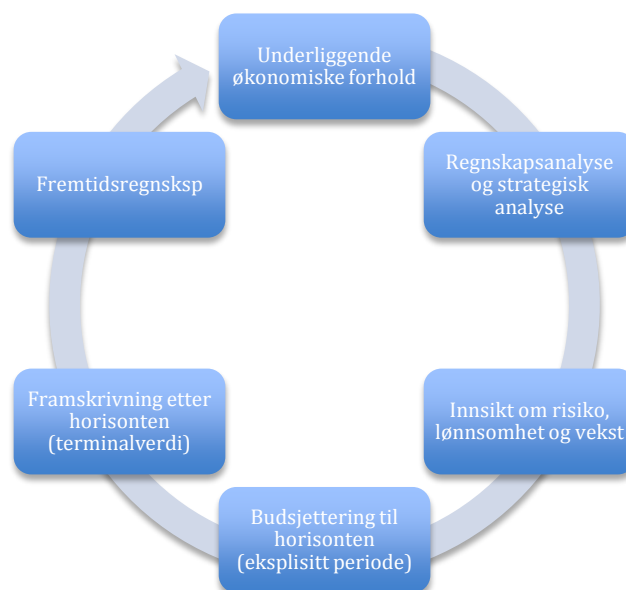
Samtidig med økte inntekter og aktivitet har naturlig nok driftskostnadene hatt en liknende utvikling. Det er verdt å merke seg i tabell 31 at selskapet det siste året har, gjennom lavere driftskostnader på fartøyene og lavere avskrivningskostnader, klart å redusere de totale driftskostnadene. Dette har også ført til en økning i selskapets netto driftsresultat.

I tillegg til driften har de finansielle postene også vært sterkt påvirket av selskapets ekspansjon de seneste årene. Finanskostnadene har steget jevnlig og har per 2012 økt med 350 prosent sammenlignet med basisåret. Mye tyder på veksten i finanspostene, da spesielt kostnadene, vil avta den nærmeste perioden da selskapets ledelse har kommunisert et økt fokus på eksisterende drift kontra ekspansjon gjennom flere kontraheringer.

Totalt sett vil den historiske utviklingen i selskapets vekst være nyttig informasjon når jeg videre skal lage prognoser for det fremtidige regnskapet. I tillegg til den kortsiktige utviklingen er det også naturlig å se på veksten i et lengre perspektiv. Jeg antar at selskapet vil ha en utvikling der de mest naturlige vekstprognosene jeg bør ta for meg er fremtidig makroøkonomiske tall utarbeidet av Statistisk sentralbyrå og Norges bank. Førstnevnte viser til prognoser som sier at realvekst i bruttonasjonalprodukt vil nærme seg 3 prosent i løpet av tre til seks år (SSB, 2013). Videre har Staten og Norges Bank en pengepolitikk som sier at inflasjonsmålet skal ligge på 2,5 prosent årlig (Norgesbank, 2008). Dette har de seneste årene ikke vært mulig å oppnå av ulike årsaker, men prognosene sier at man vil nærme seg målet de nærmeste årene. Med dette som utgangspunkt setter jeg den langsiktige veksten, til videre bruk i kapittel 10, til selskapet til å være noe under den globale veksten som da estimeres til å være 5,5 prosent (3+2,5).

10 Fremtidsregnskap

Frem til nå har jeg vurdert og analysert selskapet og den respektive bransjens historiske utvikling og nåværende situasjon gjennom en strategi, regnskap- og vekstanalyse. Innsikten jeg har fått gjennom analysene vil danne grunnlaget for det som vil være neste steg i den fundamentale verdsettelsen av Havila Shipping. Verdsettelsen skal ta utgangspunkt i både fremtidige kontantstrømmer og superprofitt og det er derfor nødvendig å utarbeide prognoser for fremtidig resultat og kapital for selskapet. Rammeverket for hvordan fremtidsregnskapet blir utformet kan illustreres på følgende måte:



Figur 26: Rammeverk for fremtidsregnskap

Selskapets verdi er, som jeg har nevnt tidligere, et resultat av hvilke kontantstrømmer de evner å realisere i fremtiden. Jeg vil derfor ta for meg prognosene av den fremtidige veksten og forventede utviklingen til det jeg mener er de viktigste verdidriverne.

Men før jeg går spesifikt inn på de vesentlige faktorene som skal skape verdi for selskap, må jeg definere hvilke rammer som skal ligge til grunn for estimeringen av fremtidsprognosene. Jeg ønsker å benytte meg av en relativt enkel metode der jeg lager regnskaps- og balanseprognoser for det jeg mener er de viktigste verdidriverne for selskapets kontantstrøm. Horisonten for hvor lang budsjettperioden skal være kan variere fra 7-15 år (Dahl, 1994). Tidshorisonten for prognosene har jeg satt til å være ti år, med siste budsjettår som 2022.

Bruken av historiske data til selskapet og bransjen er viktige parametere som benyttes ved en langsiktig budsjettering. Penman (1991) har tidligere gjort en undersøkelse som dokumenterte at historisk lønnsomhet til et selskap hadde en sterk korrelasjon til fremtidig lønnsomhet. Svake resultater og dårlig styring vil med stor sannsynlighet ikke endre seg på kort sikt. Med utgangspunkt i den historiske trenden skal det derfor foreligge helt konkret og svært selskapsrelevant informasjon for å rettfærdiggjøre betydelige avvik fra historiske trender i fremtidsprognosene.

Jeg vil nå ta for meg nøkkeldriveren; *vekst*, som vil danne grunnlaget for alle verdidriverne i fremtidsprognosen. Damodaran (2012) anbefaler å skille fremtidsprognosene i to tidsaspekter. Den første perioden omhandler et kortsiktig tidsperspektiv der veksten vil være selskap- og bransjespesifikk. Videre vil det være naturlig og mer sannsynlig at selskapet vil gå inn i en mer generell vekst-utvikling, også kalt modningsfase som baserer seg mer på fremtidige makroprognoser. Tanken er da at selskapets vekstprognoser vil nærme seg dette langsiktige ”normalnivået” i løpet av budsjetteringsperioden jeg setter opp. Med tanke på den tidshorizonten jeg har valgt å benytte meg av velger jeg å sette selskapets ”normalnivå” til periodens siste budsjettår (2022).

Jeg har valgt å ta for meg følgende verdidrivere, anbefalt av Arnold Drange (2012), for å utarbeide prognoser for fremtidig regnskap og balanse med hensyn på selskapets driftskapital:

Verdidrivere i fremtidsregnskapet

- Vekst i driftsinntekter
- Driftseiendelenes omløpshastighet
- Netto driftsresultat
- Andel finansiell gjeld
- Andel finansielle eiendeler
- Finansinntekt
- Finanskostnad
- Minoritetsposter

10.1 Vekst i driftsinntekter

$$Vekstrate_t = \frac{Driftsinntekt_t - Driftsinntekt_{t-1}}{Driftsinntekt_t}$$

Som vekstanalysen i kapittel 9 illustrerte, hadde selskapet en positiv trend frem til år 2011. I løpet av perioden har aktiviteten spesielt på norsk sokkel vært rekordhøy, noe som har kommet rederiene til gode. Stor investeringsvilje fra kundene har ført til hyppige kontraktinngåelser og for et selskap som Havila Shipping som har økt tonnasjen betraktelig har dette naturlig nok gitt resultater i driftsinntektene. Samtidig ser vi at rekordstor etterspørsel etter rederienes tjenester ikke kompenserer nok for den stadig større tilbudsmassen av fartøy. Dette har gitt utslag i selskapets oppnådde spotpriser i markedet som igjen har resultert i lavere vekst i driftsinntektene det siste året.

Utsiktene fremover tyder derimot på at aktiviteten vil fortsette å være høy på kort sikt. Med en stabilt høy oljepris og positiv utvikling i viktige markeder som Kina og Europa vil investeringsaktiviteten blant oljeselskapene fortsette å være høy. Jeg anser det derfor som svært realistisk at Havila Shipping, med sine moderne flåte, fortsatt vil evne å tiltrekke seg hyppige kontraktinngåelser og dermed oppnå høy utnyttelse på fartøyene. Selskapet har nettopp gjennomgått en periode med store investeringer og har uttalt at de ikke vil øke sin tonnasje betydelig de nærmeste årene og vil fokusere på å bedre driften på eksisterende fartøy. Jeg går derfor ut ifra at selskapet med stor sannsynlighet ikke vil gjøre de helt store endringene knyttet til driftsinntektene de nærmeste årene.

I tillegg til å ta med framtidutsikter, er det som jeg har nevnt tidligere minst like viktig å basere prognosene på historiske trender. I analyseperioden 2007-2012 hadde selskapet en gjennomsnittlig vekst på 14 prosent, samtidig som bransjen oppnådde 16 prosent. Jeg velger å tro at driftsinntektene vil øke frem til år 2016 der selskapet vil ende opp med bransjens gjennomsnitt. Etter dette antar jeg at selskapet vil gradvis nærme seg, men ligge noe under, den globale veksten som jeg satte til 5,5 prosent årlig i kapittel 9 fra og med år 2022 (ndv_T). Dette gir følgende vekstprognoser for driftsinntektene:

<u>Vekstrate driftsinntekt</u>	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Havila Shipping	0,100	0,120	0,140	0,160	0,140	0,120	0,100	0,080	0,060	0,050

Tabell 32: Prognoser vekst

10.2 Netto driftseiendelers omløpshastighet

$$Omløpshastighet\ nde = \frac{Driftsinntekt_t}{Netto\ driftseiendeler}$$

Lønnsomhetsanalysen jeg gjorde i kapittel 8 viste hvilken historisk utvikling selskapet hadde hatt med tanke på effektiv bruk av driftskapital. Trenden viste at de lå på noe under 20 prosent i snitt årlig med en svak utvikling de seneste årene. Jeg mener at omløpshastigheten vil bedre seg noe de kommende årene med forventet økt driftsinntekt og minimale endringer i driftseiendelene på kort sikt. Jeg setter derfor prognosene til å øke noe før det etablerer seg på det historiske snittet.

<u>Omløpshastighet nde</u>	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Havila Shipping	0,21	0,21	0,21	0,22	0,22	0,23	0,23	0,23	0,24	0,24

Tabell 33: Prognoser omløpshastighet netto driftseiendeler

10.3 Netto driftsresultat

$$Netto\ driftsmargin_t = \frac{Netto\ driftsresultat_t}{Driftsinntekt_t}$$

I følge Damodaran (2012) er dette den viktigste nøkkeldriveren man utarbeider ved fremtidsprognoser for en verdsettelse. Dekomponeringen av driftsrentabiliteten viste at den historiske trenden til selskapet hadde vært negativ frem til 2010. Etter dette har økte driftsinntekter, samtidig som de har klart å få ned driftskostnader på fartøyene, gjort at trenden for driftsmarginene har snudd. I nærmeste fremtid er det mye som tyder på at selskapet vil ha et sterkt fokus på effektiviseringen av driften og oppnå bedre marginer (ref. delkapittel 4.3.1). Samtidig som driftsinntektene estimeres å øke, vil driftskostnadene fortsette å være lave grunnet et kontinuerlig fokus og ikke minst på grunn av en moderne flåte som krever lave vedlikeholdskostnader. Avskrivningene forutsetter jeg vil gå noe ned, men holde seg stabilt på lengre sikt. Selskapet har som sagt ikke nærgående planer om ytterligere kontraheringer, men det forutsettes at det på lengre sikt vil forekomme ettersom bransjen

preges av sterk konkurranse og krav om å opprettholde en konkurransedyktig flåte er sterk og med det helt nødvendig.

Kostnader knyttet til mannskap og lønn går jeg ut ifra vil øke noe grunnet et generelt høyt lønnsnivå i selskapets primærmarked (Nordsjøen), og de ansattes sterke forhandlingsmakt knyttet til mangel på tilbud av kompetent arbeidskraft.

Totalt sett tror jeg inntekten vil øke i noe større grad enn kostnadene og går derfor ut ifra at driftsmargin til selskapet vil gradvis nærme seg det historiske snittet på kort sikt frem til år 2016 (28 prosent.) Langsiktig er det naturlig å tenke seg at selskapet gradvis vil oppnå netto driftsmargin som resten av bransjen som har et historisk gjennomsnitt på 25 prosent. Dette gir følgende prognoser:

<u>Driftsmarginer</u>	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Havila Shipping	0,250	0,260	0,270	0,280	0,275	0,270	0,265	0,260	0,255	0,250

Tabell 34: Prognoser netto driftsmarginer

10.4 Andel finansiell gjeld

$$\text{Andel finansiell gjeld}_t = \frac{\text{Finansiell gjeld}_t}{\text{Netto driftseiendeler}_t}$$

<u>Finansiell gjeldsandel</u>	2007	2008	2009	2010	2011	2012	Gj.snitt
Havila Shipping	0,878	0,912	0,740	0,835	0,821	0,819	0,834
Bransje	0,735	0,705	0,611	0,690	0,683	0,668	0,682

Tabell 35: Historisk gjeldsandel

Den historiske utviklingen til selskapet viser at de har hatt en høy andel gjeld i analyseperioden. I årene 2009-2011 gikk de som sagt igjennom en periode med betydelige kontraheringer av nye fartøy. Dette har naturlig nok blitt finansiert nesten utelukkende med rentebærende gjeld og har derfor økt andelen gjeld og finansielle kostnader betraktelig. I perioden har nivået på gjeldsandelen samtidig ligget over gjennomsnittet i bransjen alle årene. Selskapet har som nevnt tidligere ingen umiddelbare planer om ytterlige nykjøp og har et uttalt mål om å få ned den høye gjelden. Regnskapsanalysen viste klart gjennom en finansiell gearing som har vært negativ at selskapet gjør lurt i å fokusere på å få ned gjeldsandelen. Samtidig er man inne i en periode der rentesatsene er rekordlave, og vil med stor sannsynlighet øke jevnt de kommende årene.

Jeg anser det som realistisk, med selskapets tydelige signaler som utgangspunkt, at de vil justere gjelden de nærmeste årene og setter derfor ”normalnivå” i 2022 til 65 prosent som ligger rundt bransjesnittet.

<u>Andel finansiell gjeld</u>	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Havila Shipping	0,802	0,785	0,768	0,751	0,734	0,717	0,700	0,683	0,666	0,649

Tabell 36: Prognoser finansiell gjeldsandel

10.5 Andel finansielle eiendeler

$$\text{Andel finansielle eiendeler}_t = \frac{\text{Finansielle eiendeler}_t}{\text{Netto driftseiendeler}_t}$$

<u>Andel Finansielle eiendeler</u>	2007	2008	2009	2010	2011	2012	Gj.snitt
Havila Shipping	0,213	0,270	0,099	0,138	0,076	0,075	0,145
Bransje	0,306	0,211	0,149	0,154	0,112	0,110	0,174

Tabell 37: Historisk finansiell eiendelsandel

Selskapet kan vise til en relativt ustabil historikk relatert til denne verdiparameteren, med et snitt på cirka 14,5 prosent. Jeg kan ikke komme med noen signifikante faktorer som skal kunne påvirke andelen verken i positiv eller negativ forstand. Jeg bruker derfor gjennomsnittet til bransjen som endelig ”normalnivå” i året 2022 og går ut ifra at Havila Shipping vil nærme seg denne gradvis.

<u>Andel Finansielle eiendeler</u>	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Havila Shipping	0,086	0,096	0,107	0,117	0,128	0,138	0,149	0,159	0,170	0,180

Tabell 38: Prognoser finansiell eiendelsandel

10.6 Finansinntekt

En måte å uttrykke den årlige finansinntekten på er å sette den som et uttrykk avhengig av de finansielle eiendelenes utvikling.

$$\text{Finansiell eiendelsrentabilitet}_t = \frac{\text{Netto finansinntekt}_t}{\text{Finansielle eiendeler}_t}$$

<u>Finansiell eiendelsrentabilitet</u>	2007	2008	2009	2010	2011	2012	Gj.snitt
Havila Shipping	0,0864	0,0418	0,0682	0,0158	0,0339	0,0462	0,049
Bransje	0,1011	0,0973	0,1026	0,0454	0,0300	0,0211	0,066

Tabell 39: Historisk finansiell eiendelsrentabilitet

Som tabellen ovenfor illustrer har det ikke vært noe fast mønster for hvordan netto finansinntekt til selskapet har utviklet seg i sammenheng med finansielle eiendeler de seneste årene. Det foreligger ingen utpreget historisk tendens eller fremtidig informasjon på at inntekten vil endre seg i større grad. Jeg setter derfor den finansielle eiendelsrentabiliteten til å ligge stabilt på selskapets historiske gjennomsnitt videre i prognoseperioden.

<u>Eiendelsrentabilitet</u>	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Havila Shipping	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050

Tabell 40: Prognose finansinntekt

10.7 Finanskostnad

$$\text{Finansiell gjeldsrente}_t = \frac{\text{Netto finanskostnad}_t}{\text{Finansiell gjeld}_t}$$

Selv med historisk lave rentesatser som det opereres med per dags dato, har selskapet hatt en gjennomsnittlig høy gjeldsrentekostnad på over 6 prosent. Det er svært sannsynlig at det vil bli dyrere for selskapet i fremtiden å innfri lånekostnadene. Samtidig tyder mye på at selskapet vil fokusere sterkt på å redusere den totale gjelden. Jeg antar derfor at Havila Shipping på kort sikt frem til år 2016 vil oppleve økte finansielle kostnader noe, før gjeldsrenten stabiliserer seg noe høyere enn bransjesnittet som per i dag ligger på 5 prosent (ref. vedlegg: 4).

<u>Finanskostnad</u>	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Havila Shipping	0,065	0,068	0,07	0,072	0,07	0,068	0,066	0,064	0,062	0,06

Tabell 41: Prognose finanskostnad

10.8 Minoritetsandel

$$\text{Minoritetsandel}_t = \frac{\text{Minoritetsinteresser}_t}{\text{Netto driftseiendeler}_t}$$

Minoritetsandel	2007	2008	2009	2010	2011	2012	Gj.snitt
Havila Shipping	0,006	0,007	0,003	0,003	0,000	0,000	0,003
Bransje	0,067	0,095	0,089	0,071	0,062	0,067	0,075

Tabell 42: Historisk minoritetsandel

Interessene til minoriteten viser seg å være av minimal karakter hele analyseperioden. Ettersom korrelasjonen mellom selskapet og bransjen heller ikke synes å være stor, velger jeg å benytte meg av den gjennomsnittlige historiske verdien til Havila Shipping som videre prognoser for fremtiden. Den settes derfor til å være 0,3 prosent av de finansielle eiendelene hele perioden.

Minoritetsandel	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Havila Shipping	0,003	0,003	0,003	0,003	0,003	0,003	0,003	0,003	0,003	0,003

Tabell 43: Prognoser minoritetsinteresser

10.9 Minoritetsresultat

$$\text{Avkastning på minoritetsinteresser}_t = \frac{\text{Netto minoritetsinteresser}_t}{\text{Minoritetsinteresser}_t}$$

Avkastning på minoritetsinteresser	2007	2008	2009	2010	2011	2012	Gj.snitt
Havila Shipping	-0,034	0,458	-0,006	-0,047	0,000	0,000	0,062

Tabell 44: Historisk avkastning minoritet

Som tabellen ovenfor illustrerer er det ingen naturlig trend på avkastning til minoritetsinteressene. Jeg har tidligere satt kravet til minoriteten til å være lik kravet til resten av egenkapitalen. Et alternativ for å beslutte de fremtidige prognosene kan være å sette avkastning til å være lik kravet for videre fremtid. Avkastning varierer i langt større grad enn

hva avkastning på egenkapitalen har historisk sett vært så jeg velger derfor å benytte meg av det historiske gjennomsnittet på 6 prosent for hele prognoseperioden.

<u>Avkastning på minoritetsinteresser</u>	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Havila Shipping	0,060	0,060	0,060	0,060	0,060	0,060	0,060	0,060	0,060	0,060

Tabell 45: Prognoser minoritetsavkastning

Prognosene for verdidriverne gir dermed følgende fremtidig finansregnskap for Havila Shipping i perioden 2013-2022, inklusiv terminalåret 2023 :

<u>Fremtidsbalanse</u>	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
(Tall i 1000 NOK)												
Netto driftseiendeler	7 836 094	7 240 141	7 954 502	8 898 634	10 133 014	11 343 498	12 479 856	13 489 096	14 319 194	14 923 248	15 802 202	16 592 312
Egenkapital	2 008 165	2 030 859	2 449 987	2 985 491	3 678 284	4 429 636	5 216 580	6 009 392	6 772 979	7 469 086	8 343 563	8 760 741
Minoritetsinteresser	-	21 720	23 864	26 696	30 399	34 030	37 440	40 467	42 958	44 770	47 407	49 777
Finansiell gjeld	6 419 226	5 806 593	6 244 284	6 834 151	7 609 893	8 326 128	8 948 056	9 442 367	9 780 010	9 938 883	10 255 629	10 768 410
Finansielle eiendeler	591 297	619 032	763 632	947 705	1 185 563	1 446 296	1 722 220	2 003 131	2 276 752	2 529 490	2 844 396	2 986 616
Netto finansiell gjeld	5 827 929	5 187 561	5 480 652	5 886 447	6 424 331	6 879 832	7 225 836	7 439 236	7 503 258	7 409 392	7 411 233	7 781 794
Netto driftskapital	7 836 094	7 240 141	7 954 502	8 898 634	10 133 014	11 343 498	12 479 856	13 489 096	14 319 194	14 923 248	15 802 202	16 592 312

Tabell 46: Prognose Fremtidsbalanse ”netto driftskapital”

<u>Fremtidsresultat</u>	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
(Tall i 1000 NOK)												
Driftsinntekt	1 355 881	1 491 469	1 670 445	1 904 308	2 208 997	2 518 257	2 820 447	3 102 492	3 350 691	3 551 733	3 729 320	3 915 786
Netto driftsresultat	333 701	372 867	434 316	514 163	618 519	692 521	761 521	822 160	871 180	905 692	932 330	978 946
Netto finansinntekt	27 338	30 952	38 182	47 385	59 278	72 315	86 111	100 157	113 838	126 475	142 220	149 331
Netto resultat sysselsatt kapital	361 039	403 819	472 497	561 548	677 797	764 835	847 632	922 317	985 017	1 032 166	1 074 550	1 128 277
Netto finanskostnad	426 763	377 429	424 611	478 391	547 912	582 829	608 468	623 196	625 921	616 211	615 338	646 105
Netto minoritetsresultat	9 949	1 303	1 432	1 602	1 824	2 042	2 246	2 428	2 577	2 686	2 844	2 987
Netto resultat egenkapital	- 75 673	25 087	46 454	81 556	128 061	179 965	236 918	296 693	356 519	413 269	456 368	479 186
Unormalt netto driftsresultat	110 649	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Unormalt netto finansresultat	- 5 083	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Fullstendig netto resultat EK	29 893	25 087	46 454	81 556	128 061	179 965	236 918	296 693	356 519	413 269	456 368	479 186
Netto betalt utbytte	168 950	621 040	667 906	862 576	1 106 318	1 030 520	899 440	712 548	473 579	190 784	422 586	310 924
Endring Egenkapital	198 843	- 595 953	714 361	944 132	1 234 379	1 210 484	1 136 358	1 009 240	830 098	604 053	878 954	790 110

Tabell 47: Prognose Fremtidsresultat

<u>Fremtidig kontantstrøm drift</u>	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
(Tall i 1000 NOK)												
Netto driftsresultat	333 701	372 867	434 316	514 163	618 519	692 521	761 521	822 160	871 180	905 692	932 330	978 946
Unormalt netto driftsresultat	110 649	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Endring i netto driftseiendeler	715 154	- 595 953	714 361	944 132	1 234 379	1 210 484	1 136 358	1 009 240	830 098	604 053	878 954	790 110
Fri kontantstrøm fra driften	- 270 804	968 820	- 280 045	429 969	- 615 860	- 517 964	- 374 837	- 187 080	41 082	301 638	53 376	188 836

Tabell 48: Prognose fri kontantstrøm fra drift

11 Fremtidig avkastningskrav

Med det fremtidige finansregnskapet og driftens frie kontantstrøm ferdig presentert, står det fremtidige kravet som kontantstrømmene skal diskonteres med igjen til slutt. Jeg vil bruke samme prinsipp som i kapittel 7 der kapitalverdimodellen ble benyttet ved beregning av egenkapitalkravet og estimering av netto finansielt gjeldskrav utføres for å få det fullstendige kravet til driftskapitalen.

Jeg vil derfor gjennomgå følgende beregninger for å komme frem til Havila Shippings krav til kapitalen i perioden 2013-2022 :

Kapitalverdimodellen

- Risikofri rente
- Egenkapitalbeta
- Markedets risikopremie
- Likviditetspremie

Netto finansielt gjeldskrav

- Finansielt gjeldskrav
- Finansielt eiendelskrav

11.1 Krav til Egenkapital

Kapitalverdimodellen blir benyttet med samme forutsetninger som i kapittel 7 om at markedet er perfekt der investoren vil bære risikoen for den systematiske risikoen samtidig som usystematisk risiko kan diversifiseres bort. Modellen baseres på følgende utvidede formel:

$$E(R_j) = R_f + \beta_j (E(R_m) - R_f) + \lambda$$

11.1.1 Risikofri rente

Ved historisk avkastningskrav benyttet jeg meg av en kortsiktig rentesats (NIBOR). I dette tilfellet ønsker jeg å se nærmere på hvilke andre alternativ som finnes og om en mer langsiktig rentesats kan være mer passelig for prognoseperioden. Den risikofrie plasseringen blir som regel definert ved en statsrente i form av en lang eller kortsiktig horisont. Ifølge Gjesdal & Johnsen (1999) kan tidshorisonten spille en signifikant rolle avhengig av hvilken

finanspolitisk situasjon det aktuelle landet og deres obligasjoner er i. Dersom *yieldkurven*, som er forskjellen mellom lang og kort statsrente, er bratt er det desto viktigere at valget er veloverveid og begrunnet. Ved en slik situasjon vil da forskjellen mellom kort og lang rente kunne gi store utslag på lang sikt. Slik situasjonen er i Norge per dags dato (15.mai 2013), er ikke denne kurven bratt. Dette vil også bety at det mest sannsynlig ikke er nødvendig å justere for en ”innebygd” likviditetspremie på de lengre statsobligasjonene (Gjesdal & Johnsen, 1999).

En annen faktor som bør være med i en vurdering mellom lang eller kort rente er hvilken fremtidig endring det vil være i realrentenivået og inflasjonen. I tillegg til markedsrenten har gjennomsnittlig avkastning på statsobligasjonene vært rekordlave de seneste årene (Norgesbank, 2013):

<u>Gjennomsnittlig statsobligasjoner</u>	3 år	5 år	10 år
2012	1,44	1,59	2,10
2011	2,24	2,56	3,12
2010	2,46	2,83	3,52
2009	2,71	3,33	4,00
2008	4,53	4,43	4,47
2007	4,79	4,77	4,78
2006	3,74	3,90	4,07
2005	2,90	3,27	3,74
2004	2,95	3,61	4,36
2003	4,24	4,58	5,04
2002	6,39	6,36	6,38

Tabell 49: Statsobligasjoner

Inflasjonen har på samme tid gått gradvis ned fra fem prosent til nærmere 0,5 prosent. Pengepolitikken i Norge er som jeg har nevnt tidligere innrettet etter å ha et fastsatt inflasjonsmål på 2,5 prosent årlig. Som de fremtidige prognosene tilsier vil det fortsatt være noen år før man eventuelt skulle klare oppnå denne prisstigningen. Men samtidig ser vi at rentene per dags dato er så unormalt lave, at en inflasjons-justeringen vil føre til en negativ realrente både for 3-årig og 5-årig obligasjoner. Med de nevnte faktorene i minne, velger jeg derfor å bruke en 10-årig statsobligasjon som rentebasis som representant for den risikofrie plasseringen i kapitalverdimodellen.

Jeg anser muligheten for at renten vil stige de kommende ti årene som svært sannsynlig, og bruker gjennomsnittet de seneste ti årene som har vært 4,0 prosent, og legger til noe ettersom

nivået har vært unaturlig lavt, som utgangspunkt for ”normalnivået” i 2022. Prognosen på den fremtidige risikofrie renten blir da som følger:

Risikofri rente	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
10-årig obligasjon før skatt	0,021	0,024	0,027	0,031	0,034	0,037	0,040	0,044	0,047	0,050	0,050
skatt (28%)	0,006	0,007	0,008	0,009	0,009	0,010	0,011	0,012	0,013	0,014	0,014
Risikofri rente etter skatt	0,015	0,017	0,020	0,022	0,024	0,027	0,029	0,031	0,034	0,036	0,036

Tabell 50: Prognose risikofri rente

11.1.2 Egenkapitalbeta

Ved beregningene til lønnsomhetsanalysen benyttet jeg meg av en historisk egenkapitalbeta på 0,9236. Denne, i tillegg til den konstante driftsbetaen på 0,2367, vil jeg fortsette å bruke ved beregning av den fremtidige egenkapitalbetaen. Videre må jeg også i dette tilfellet estimere netto finansiell gjeldsbeta. Finansiell eiendelsbeta går jeg ut ifra vil gå mot det historiske gjennomsnittet som lå på 7,6 prosent (ref. tabell: 17). Jeg kan da beregne meg frem til den finansielle gjeldsbetaen, med samme forbehold som tidligere om at netto finansiell gjeldsbeta er tilnærmet lik null hele perioden. Fullstendig estimat for hele prognoseperioden blir som følger:

Finansiell beta	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Finansiell eiendelsbeta	0,008	0,016	0,023	0,031	0,038	0,046	0,053	0,061	0,068	0,076	0,076
Finansiell eiendelsandel	0,119	0,139	0,161	0,185	0,210	0,238	0,269	0,303	0,341	0,384	0,384
Finansiell gjeldsbeta	0,001	0,002	0,003	0,005	0,007	0,009	0,011	0,014	0,017	0,021	0,021
Finansiell gjeldsandel	1,119	1,139	1,161	1,185	1,210	1,238	1,269	1,303	1,341	1,384	1,384
Netto finansiell gjeldsbeta	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000

Tabell 51: Prognose finansiell beta

Med bruk av samme formel som tidligere er jeg da i stand til å estimere endelig egenkapitalbeta for alle prognoseårene:

Egenkapitalbeta	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Netto driftsbeta	0,237	0,237	0,237	0,237	0,237	0,237	0,237	0,237	0,237	0,237	0,237
Netto finansiell gjeldsbeta	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Netto gjeldsandel	0,717	0,689	0,662	0,634	0,607	0,579	0,552	0,524	0,497	0,469	0,469
Minoritetsbeta	0,847	0,772	0,709	0,655	0,609	0,569	0,534	0,503	0,476	0,451	0,451
Minoritetsandel	0,003	0,003	0,003	0,003	0,003	0,003	0,003	0,003	0,003	0,003	0,003
Egenkapitalbeta	0,847	0,772	0,709	0,655	0,609	0,569	0,534	0,503	0,476	0,451	0,451
Egenkapitalandel	0,280	0,308	0,335	0,363	0,391	0,418	0,445	0,473	0,501	0,528	0,528

Tabell 52: Prognose egenkapitalbeta

11.1.3 Risikopremie

Jeg vil fortsette å bruke estimatet som ble brukt til kapitalverdimodellen knyttet til lønnsomhetsanalysen tidligere i oppgaven. Historisk premie fra det amerikanske markedet i tillegg til nåværende praktisert bruk blant aktører gir derfor en konstant risikopremie på fem prosent etter skatt.

11.1.4 Likviditetspremie

Premie for et mindre selskap preget av handel i små volum og store aksjonærer gjør at jeg viderefører likviditetspremien på to prosent hele prognoseperioden.

Jeg kan dermed beregne kravet til egenkapitalen ved hjelp av kapitalverdimodellen:

Krav til egenkapitalen	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Risikofri rente etter skatt	0,015	0,017	0,020	0,022	0,024	0,027	0,029	0,031	0,034	0,036	0,036
Egenkapitalbeta	0,847	0,772	0,709	0,655	0,609	0,569	0,534	0,503	0,476	0,451	0,451
Markedets risikopremie	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050
Likviditetspremie	0,020	0,020	0,020	0,020	0,020	0,020	0,020	0,020	0,020	0,020	0,020
Egenkapitalkrav	0,0775	0,0760	0,0752	0,0748	0,0749	0,0752	0,0758	0,0765	0,0775	0,0786	0,0786

Tabell 53: Prognose krav til egenkapital

Som tabellen viser vil det fremtidige kravet til investorer holde seg relativt stabilt. På tross av en stigende rente på den risikofri plasseringen, vil en økende andel egenkapital bidra til en nedadgående egenkapitalbeta.

11.2 Krav til netto finansiell gjeld

For å estimere kravet til den finansielle gjelden bruker jeg det historiske gjennomsnittet for kredittrisikofaktor som var på 0,284 (ref. tabell: 22).

Finansielt gjeldskrav	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Kredittrisikofaktor	0,284	0,284	0,284	0,284	0,284	0,284	0,284	0,284	0,284	0,284	0,284
Risikofri rente etter skatt	0,015	0,017	0,020	0,022	0,024	0,027	0,029	0,031	0,034	0,036	0,036
Kredittrisikopremie	0,004	0,005	0,006	0,006	0,007	0,008	0,008	0,009	0,010	0,010	0,010
Krav Finansiell gjeld	0,019	0,022	0,025	0,028	0,031	0,034	0,037	0,040	0,043	0,046	0,046

Tabell 54: Prognose finansielt gjeldskrav

For fremtidig krav til de finansielle eiendelene benytter jeg meg av samme prinsipp som jeg gjorde tidligere i oppgaven. Kontanter anser jeg som risikofrie plasseringer og investeringer og fordringer tilegnes henholdsvis en risikopremie og et markedskrav. Videre vil det være

vanskelig å si hvilken vektning det vil være mellom de ulike postene og jeg bruker derfor et historisk gjennomsnitt som utgangspunkt for resten av prognoseperioden.

<u>Finansielt krav til eiendeler</u>	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Andel kontanter	0,827	0,827	0,827	0,827	0,827	0,827	0,827	0,827	0,827	0,827	0,827
Avkastningkrav	0,015	0,017	0,020	0,022	0,024	0,027	0,029	0,031	0,034	0,036	0,036
Andel investeringer	0,076	0,076	0,076	0,076	0,076	0,076	0,076	0,076	0,076	0,076	0,076
Avkastningskrav	0,065	0,067	0,070	0,072	0,074	0,077	0,079	0,081	0,084	0,086	0,086
Andel fordringer	0,097	0,097	0,097	0,097	0,097	0,097	0,097	0,097	0,097	0,097	0,097
Avkastningskrav	0,019	0,022	0,025	0,028	0,031	0,034	0,037	0,040	0,043	0,046	0,046
Krav Finansielle eiendeler	0,019	0,022	0,024	0,026	0,029	0,031	0,034	0,036	0,038	0,041	0,041

Tabell 55: Prognose Finansielt eiendelskrav

Dette gir meg følgende netto finansielt krav til selskapet gjeld for prognoseperioden:

<u>Netto Finansielt krav til gjeld</u>	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Krav Finansiell gjeld	0,019	0,022	0,025	0,028	0,031	0,034	0,037	0,040	0,043	0,046	0,046
Andel Finansiell gjeld	1,119	1,139	1,161	1,185	1,210	1,238	1,269	1,303	1,341	1,384	1,384
Krav Finansielle eiendeler	0,019	0,022	0,024	0,026	0,029	0,031	0,034	0,036	0,038	0,041	0,041
Andel Finansielle eiendeler	0,119	0,139	0,161	0,185	0,210	0,238	0,269	0,303	0,341	0,384	0,384
Netto Finansielt krav til gjeld	0,019	0,022	0,026	0,029	0,032	0,035	0,038	0,042	0,045	0,048	0,048

Tabell 56: Prognose krav til netto finansiell gjeld

På samme måte som det ble gjort i kapittel 7 kan jeg da, med vektningen fra tabell 46, beregne netto krav til driftskapitalen i budsjettperioden 2013-2012, inkludert terminalåret 2023:

11.3 Krav til netto driftskapital

<u>Netto krav til driftskapital</u>	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Krav til egenkapital	0,077	0,074	0,072	0,071	0,071	0,073	0,074	0,076	0,078	0,079	0,079
Andel egenkapital	0,284	0,322	0,360	0,399	0,427	0,437	0,461	0,477	0,501	0,529	0,529
Netto finansielt krav til gjeld	0,019	0,022	0,026	0,029	0,032	0,035	0,038	0,042	0,045	0,048	0,048
Andel finansiell gjeld	0,716	0,678	0,640	0,601	0,573	0,563	0,539	0,523	0,499	0,471	0,471
Netto krav til driftskapital	0,036	0,039	0,042	0,045	0,049	0,052	0,055	0,058	0,061	0,064	0,064

Tabell 57: Prognose Krav til netto driftskapital

12 Fundamental Verdsettelse

Som jeg beskrev i kapittel 3 har jeg hovedsakelig valgt å benytte meg av en fundamental verdsettelse av Havila Shipping. Rent teknisk kan dette altså gjennomføres ved bruk av to forskjellige metoder; *egenkapitalmetoden* og *total kapitalmetoden*.

Egenkapitalmetoden baseres på en direkte fremgangsmåte der nåverdien til kontantstrømmene knyttet til egenkapitalen beregnes. Som jeg altså bestemte i kapittel 3.2 har jeg konkludert med å estimere Havila Shippings egenkapitalverdi ved å bruke en indirekte metode. Estimater går da gjennom en verdsettelse av total kapitalen til selskapet. I motsetning til egenkapitalmetoden er det kontantstrømmene knyttet til driften som jeg da vil fokusere på. Etter nåverdi-beregningen av total kapitalen vil netto finansiell gjeld og minoritetsinteresser bli trukket fra, for så å ende opp med endelig verdi av selskapets egenkapital. Knyttet til den metoden jeg har valgt å bruke, som også blir kalt "Netto driftskapital", finnes det som nevnt i kapittel 3 ulike metoder man da kan benytte seg av:

- Superprofitt
- Kontantstrøm
- Superprofittvekst
- Utbytte

Ved riktig bruk skal alle metodene i utgangspunktet gi samme estimat på selskapets egenkapitalverdi. Jeg vil nå ta for meg to av de mest brukte metodene, superprofitt og kontantstrøm og se nærmere på hvordan de faktisk fungerer.

Kontantstrømmetoden er ofte sett på som den enkleste av de to da man ikke trenger å lage prognoser for selskapets fremtidige kapital og resultat (noe jeg allerede har gjort). Svakheten menes av mange å være knyttet til verdiestimatet og hvor stor andel terminalverdien faktisk har av hele estimatet. Knyttet til estimering av kontantstrømmene er det ofte stor usikkerhet og derfor vil problemet rundt dens sirkularitet også bli forsterket. Man kan si at den endelige egenkapitalverdien er i for stor grad bestemt av verdien.

Det kan derfor også være nyttig å se nærmere på superprofittmetoden som tar utgangspunkt i regnskapsmessige størrelser og som dekomponeres i tre forskjellige komponenter; bokført verdi på netto driftskapital, nåverdi av superprofitten og terminalverdi av superprofitten. Hovedsakelig vil fordelene ved denne modellen, sammenlignet med kontantstrøm, være at man

her vil klare å få belyst verdidriverne og de faktorene som faktisk legger grunnlaget for selskapets egenkapitalverdi på en bedre måte (Gjesdal, 2012).

Jeg ønsker å bruke en metode som benytter seg av de fremtidige kontantstrømmene og en som tar utgangspunkt i de balanseførte størrelsene. På den måten vil jeg forhåpentligvis få en bedre innsikt i hva som ligger bak verdierestimater. Lønnsomhet og vekst vil jeg ikke klare å lese ut ifra kontantstrømmetoden, men vil på en annen side komme bedre frem i superprofittmetoden.

Til slutt vil jeg belyse hvordan man rent praktisk behandler metodene når man skal beregne kontantstrømmer som strekker seg utover prognoseperioden som jeg har satt til å være 10 år. Man deler da gjerne perioden opp i to deler, der den første omhandler de kontantstrømmene som jeg har laget prognoser for frem til år 2022. Den andre perioden (T) gjelder selskapets generelle fremtidsprognose og gis en uendelig kontantstrøm, gjerne ved hjelp av modeller som Gordon Growth har utarbeidet. Dette gir følgende terminalverdimodell for oppgavens vedkommende:

$$Terminalverdi_{31.12.2012} = \frac{Kontantstrøm\ fra\ drift_{2023\ (T)}}{Driftskrav_{2023\ (T)} - Vekst\ driftsinntekter_{2023\ (T)}}$$

Terminalverdien ved de to metodene vil skille seg ut ved at den kun vil forklare superprofitt som går over den bokførte driftskapitalverdien på terminaltidspunktet i superprofittmetoden. Terminalverdien vil derfor med stor sannsynlighet være marginal sammenlignet med kontantstrømmetoden.

12.1 Kontantstrømmetoden

Nåverdien av netto driftskapital beregnes på følgende måte:

$$VNDK \sum_{t=1}^T = \frac{\text{Fri kontantstrøm fra drift}_t}{(1 + ndk_1) \dots (1 + ndk_t)} + \frac{\text{Fri kontantstrøm fra drift}_T}{(1 + ndk_{T-1})(1 + ndk_T)(ndk_T - ndv_T)}$$

Det første leddet er nåverdi av de budsjetterte kontantstrømmene fra driften frem til 2022.

Siste leddet representerer terminalverdien, altså budsjettert kontantstrøm fra og med år 2023

(T). Det blir da brukt Gordon Growth modellen til å beregne nåverdi til terminalverdien.

Diskonteringsfaktoren er en omskrevet versjon av den mest vanlige:

$$\frac{1}{(1 + ndk_3)^3} \text{ Er det samme som } \frac{1}{(1 + ndk_1)(1 + ndk_2)(1 + ndk_3)}$$

Dette gir meg følgende verdiestimat av selskapets egenkapital ved hjelp av kontantstrømmetoden:

(Tall i 1000 NOK)

Verdsettelse	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Fri kontantstrøm fra drift	-	968 820	280 045	429 969	615 860	517 964	374 837	187 080	41 082	301 638	53 376	188 836
Diskonteringsfaktor ndk	-	1,036	1,076	1,122	1,173	1,230	1,294	1,366	1,445	1,534	1,632	0,023
Nåverdi 2013-2022	-	935 261	260 162	383 205	524 947	420 969	289 601	136 993	28 428	196 673	32 697	
	-	822 817										
Terminalverdi		8 043 932										
Verdi Netto driftskapital		7 221 115										
Netto finansiell gjeld		5 827 929										
Minoritetsinteresser		-										
Verdi egenkapital		1 393 186										
Antall aksjer		30 179										
Verdi pr aksje		46,16										

Tabell 58: Verdiestimat egenkapital ved fri kontantstrøm fra drift

Som tabellen illustrerer gir beregningen ved denne metoden et verdiestimat for selskapets egenkapital på **46,16 kroner** per aksje.

12.2 Superprofittmetoden

Verdiestimatet beregnes også ved hjelp av superprofittmetoden. Nåverdi for superprofitt finnes ved:

$$VNDK \sum_{t=2013}^{2023} = \frac{(ndr_t - ndk_t) * NDK_{t-1}}{(1 + ndk_1) * \dots * (1 + ndk_t)} + \frac{(ndr_T - ndk_T) * NDK_T}{(1 + ndk_{T-1})(1 + ndk_T)(ndk_T - ndv_T)}$$

Hvor:

$VNDK =$ Verdi netto driftskapital (uten balanseført netto driftskapital)

$NDK_{t-1} =$ IB Netto driftskapital

$ndr_t =$ Netto driftsresultat_t

(Tall i 1000 NOK)

Verdsettelse	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Balanseført Netto driftskapital	7 836 094											
Netto driftsresultat	-	372 867	434 316	514 163	618 519	692 521	761 521	822 160	871 180	905 692	932 330	978 946
Netto driftskrav	-	0,036	0,039	0,042	0,046	0,049	0,052	0,055	0,058	0,061	0,064	0,064
IB Netto driftskapital	-	7 836 094	7 240 141	7 954 502	8 898 634	10 133 014	11 343 498	12 479 856	13 489 096	14 319 194	14 923 248	15 802 202
Superprofitt fra drift	-	91 697	150 948	177 104	212 865	198 271	172 301	134 676	86 000	27 836	28 438	38 409
Diskonteringsfaktor ndk	-	1,036	1,076	1,122	1,173	1,230	1,294	1,366	1,445	1,534	1,632	0,023
Nåverdi 2013-2022	-	88 521	140 231	157 841	181 442	161 142	133 121	98 619	59 511	18 149	17 421	
Terminalverdi	1 021 158											
Verdi Netto driftskapital	1 636 137											
Netto finansiell gjeld	5 827 929											
Minoritetsinteresser	-											
Verdi egenkapital	1 393 186											
Antall aksjer	30 179											
Verdi pr aksje	46,16											

Tabell 59: Verdiestimat egenkapital ved superprofitt fra drift

I likhet med kontantstrømmetoden, gir superprofitt et estimat på egenkapitalverdien på **46,16 kroner** per aksje.

Ved å få samme verdiestimat viste det seg at modellene var ekvivalente, noe som igjen antyder at inputparameterne har blitt benyttet på en korrekt måte. Superprofitt illustrerer at selskapet vil i perioden 2013 til 2022 skape en merverdi utover den bokførte verdien på 1 milliard. Basert på de antakelsene og prognosene jeg utarbeidet i kapittel 10 vil merverdien øke frem til år 2016 for deretter å avta. Vi kan også se fra tabellen ovenfor at lønnsomheten vil være negativ ved budsjettperiodens slutt.

12.3 Sensitivitetsanalyse

Verdsettelsener som er basert på fremtidige resultat og kontantstrømmer som jeg har utført til nå vil det alltid være knyttet noe usikkerhet til. Den fremtidige budsjettingen i kapittel 10 er basert på ulike antakelser jeg har om selskapets fremtid som igjen er basert på analyser av selskapets historiske finansregnskap og strategianalysen. Det er den fremtidige budsjettingen og kravet som brukes til diskontering det er knyttet stor usikkerhet rundt. Det er derfor nyttig å se hvor sensitivt verdiestimatet er for eventuelle endringer i noen av de sentrale verdidriverne. Jeg utfører derfor en sensitivitetsanalyse der jeg ønsker å belyse hvilken påvirkning disse endringene vil kunne ha for den fundamentale verdien til egenkapitalen per 31.12.2012 (Penman, 2010). Endringene i verdidriverne blir gjort enkeltvis der alt annet er likt og kun en faktor blir endret av gangen. Jeg har valgt å se nærmere på følgende verdidrivere:

- Omløpshastighet til netto driftseiendeler
- Driftsinntektsvekst
- Netto driftsmargin
- Risikofri rente

Omløpshastighet til netto driftseiendeler

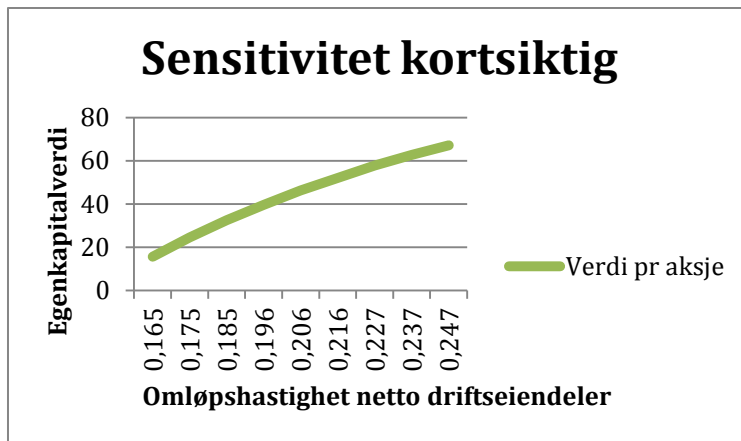
Tabellen nedenfor illustrerer endringer jeg har gjort i omløpshastigheten for netto driftseiendeler (nde) og hvilke følger dette har på egenkapitalverdien. Jeg velger først å se hvor sensitiv den er dersom prognosene jeg la til grunn på kort sikt i 2013 (0,206) ikke vil stemme. Deretter har jeg endret prognosen for terminalåret 2023 (0,236).

Omløpshastighet til nde

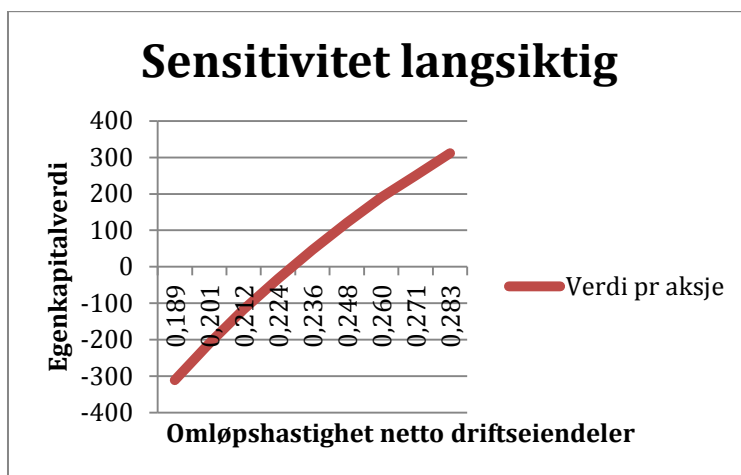
Endring fra opprinnelig prognose	-20 %	-15 %	-10 %	-5 %	0 %	5 %	10 %	15 %	20 %
Omløpshastighet nde	0,165	0,175	0,185	0,196	0,206	0,216	0,227	0,237	0,247
Verdi pr aksje	15,52	24,42	32,41	39,62	46,16	51,96	57,78	62,63	67,11

Endring fra opprinnelig prognose	-20 %	-15 %	-10 %	-5 %	0 %	5 %	10 %	15 %	20 %
Omløpshastighet nde	0,189	0,201	0,212	0,224	0,236	0,248	0,260	0,271	0,283
Verdi pr aksje	-311	-210	-117	-32,68	46,16	120,66	190,14	249,95	311,43

Tabell 60: Sensitivitet omløpshastighet netto driftseiendeler



Figur 27: Sensitivitet omløpshastighet netto driftseiendeler (kortsiktig)



Figur 28: Sensitivitet omløpshastighet netto driftseiendeler (langsiktig)

Som figurene ovenfor viser er det stor forskjell på utfallet om de opprinnelige prognosene jeg har lagt til grunn vil endre seg på kort eller lang sikt. Tendensen er derimot lik ved begge ettersom selskapets verdi øker i takt med at omløpshastigheten til netto driftseiendeler øker. Forskjellen i verdidriverens påvirkning for de to tidsperspektivene kommer godt frem i figurene. Figur 27 viser at en økning på 20 prosent i forhold til den opprinnelige prognosen det første året vil gi en egenkapitalverdi på 67 kr pr aksje. Samme endring i terminalåret vil gi egenkapitalen en verdi på over 300 kr pr aksje.

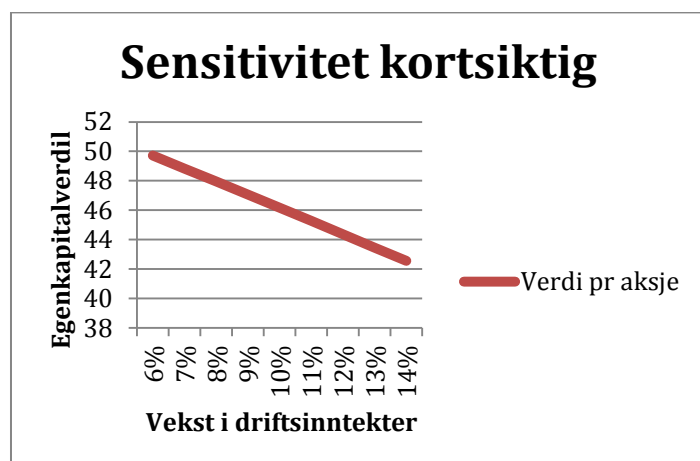
Vekst i driftsinntekter

På samme måte som ovenfor velger jeg å analysere egenkapitalverdiens sensitivitet med hensyn på driftsinntektens vekst både på kort og lang sikt.

Driftsinntektsvekst									
Endring fra opprinnelig prognose	-40 %	-30 %	-20 %	-10 %	0 %	10 %	20 %	30 %	40 %
Vekst i driftsinntekter	6 %	7 %	8 %	9 %	10 %	11 %	12 %	13 %	14 %
Verdi pr aksje	49,72	48,83	47,95	47,06	46,16	45,27	44,37	43,46	42,56
Endring fra opprinnelig prognose	-40 %	-30 %	-20 %	-10 %	0 %	10 %	20 %	30 %	40 %
Vekst i driftsinntekter	3 %	4 %	4 %	5 %	5 %	6 %	6 %	7 %	8 %
Verdi pr aksje	68,39	65,66	61,82	56	46,16	25,98	-39,03	1201,03	185,68

Tabell 61: Sensitivitet Driftsinntektsvekst

Som tabell 61 og figur 29 nedenfor viser vil endringer fra prognosen jeg legger til grunn i 2013 ikke medføre store forskjeller i selskapsverdien. Langsiktig derimot vil terminalverdien endre seg betraktelig og en endring på bare 10 prosent høyere vekst vil nesten halvere den fundamentale egenkapitalverdien.



Figur 29: Sensitivitet vekst i driftsinntekter (kortsiktig)

Netto driftsmargin

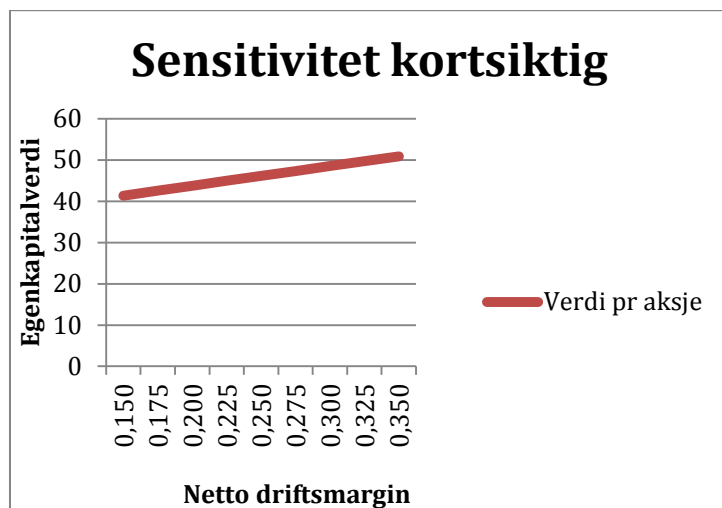
Tabellen nedenfor tar også for seg endringer i verdidriveren på kort (2013) og på lang sikt (2023). Endringer i selskapets netto driftsmargin på kort sikt vil ikke gi store utslag i det fundamentale verdiestimatet. Langsiktig derimot vil en økt driftsmargin på 20 prosent i forhold til opprinnelig estimat gi en verdi på hele 326 kr pr aksje.

Netto driftsmargin

Endring fra opprinnelig prognose	-40 %	-30 %	-20 %	-10 %	0 %	10 %	20 %	30 %	40 %
Netto driftsmargin	0,150	0,175	0,200	0,225	0,250	0,275	0,300	0,325	0,350
Verdi pr aksje	41,39	42,59	43,78	44,97	46,16	47,36	48,55	49,74	50,93

Endring fra opprinnelig prognose	-40 %	-30 %	-20 %	-10 %	0 %	10 %	20 %	30 %	40 %
Netto driftsmargin	0,150	0,175	0,200	0,225	0,250	0,275	0,300	0,325	0,350
Verdi pr aksje	-514,12	-374,05	-233,98	-93,91	46,16	186,23	326,3	466,37	606,44

Tabell 62: Sensitivitet netto driftsmargin



Figur 30: Sensitivitet netto driftsmargin (kortsiktig)

Risikofri rente

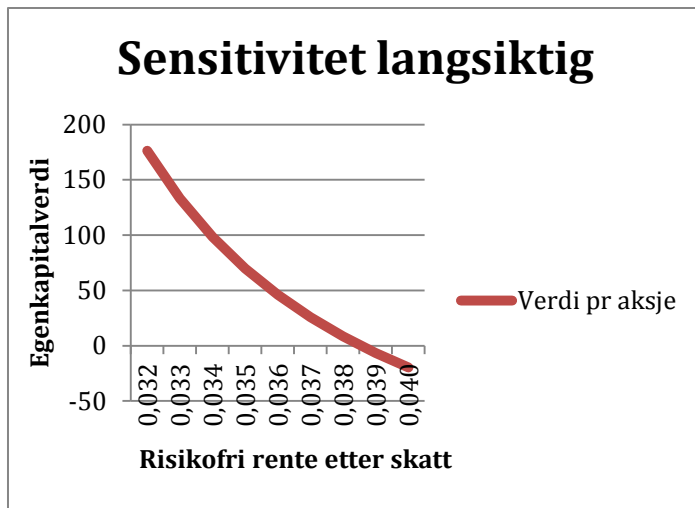
I tillegg til budsjetterte regnskapsstørrelser kan det være nyttig å se om endringer i størrelser i avkastningskravet vil ha betydelige innvirkninger på den estimerte verdien. Av faktorene i avkastningskravet har jeg valgt å se nærmere på endringer i risikofri rente etter skatt.

Kortsiktig viser det seg selskapsverdien er lite sensitiv for endringer i renten. Langsiktig viser derimot tabell 63 og figur 31 nedenfor at marginale endringer for renteverdien i terminalåret har stor effekt på egenkapitalverdien. En økning på 0,2 prosentpoeng for eksempel vil føre til at selskapets verdi vil være nede på bare 8,58 kr pr aksje.

Risikofri rente

Endring fra opprinnelig prognose	-0,004	-0,003	-0,002	-0,001	0	0,001	0,002	0,003	0,004
Risikofri rente etter skatt	0,032	0,033	0,034	0,035	0,036	0,037	0,038	0,039	0,040
Verdi pr aksje	176,25	133,11	98,43	69,94	46,16	25,93	8,58	-6,49	-19,7

Tabell 63: Sensitivitet risikofri rente



Figur 31: Sensitivitet risikofri rente etter skatt (langsiktig)

Oppsummering

De utvalgte verdidriverne jeg har sett på i sensitivitetsanalysen viser at de har forskjellig grad av påvirkning på verdiestimatet ved avvik fra oppgavens opprinnelige prognoser. Spesielt netto driftsmargin og netto driftsinntektsvekst vil små endringer føre til store utslag. Felles for alle er at endringene, ikke overraskende, er størst ved avvik på lengre sikt.

kontantstrømmetoden viste tidligere i kapittelet at terminalverdien har mye å si for det totale estimatet, noe som også kommer godt frem i denne analysen.

12.4 Simulering

I tillegg til å se på hvor sensitiv verdiestimatet er for isolerte enkeltendringer, kan det være nyttig å se hva som skjer om flere verdidrivere endres samtidig. Jeg ønsker derfor å ta i bruk en såkalt *Monte Carlo* simulering der jeg gjør utvalgte verdidrivere om til stokastiske variabler (Damodaran, 2012). Selv om de fleste variablene som jeg har budsjettert med kan sees på som stokastiske, velger jeg allikevel å fokusere på de det er knyttet størst usikkerhet rundt og som påvirker verdiestimatet mest. Videre har jeg valgt å dele variablene inn i to fordelinger; normalfordeling og uniform. Ved å sette de stokastiske variablene som uniforme, sier jeg dermed at alle verdier som ligger innenfor en gitt avgrensning har like stor sannsynlighet for skje. De normalfordelte verdiene derimot fordeler seg rundt en gitt forventningsverdi i form av et standardavvik jeg beslutter å bruke. Øvre og nedre grense i de uniforme variablene og standardavviket blant de normalfordelte variablene er utformet basert på skjønn knyttet til de antakelser og vurderingene jeg gjorde i kapittel 10. Nedenfor blir de stokastiske variablene presentert med øvre og nedre grense for de uniforme, og forventet verdi og standardavvik for normalfordelte.

Langsiktig (2022):

- Driftsinntektsvekst: Uniform [0,04 ; 0,06]
- Netto driftsmargin: Normalfordelt [0,25 ; 0,0125]
- Omløpshastighet til netto driftseiendeler: Uniform [0,20 ; 0,30]
- Risikofri rente: Uniform [0,03 ; 0,05]

Kortsiktig (2013):

- Driftsinntektsvekst: Uniform [0,03 ; 0,2]
- Netto driftsmargin: Normalfordelt [0,25; 0,025]
- Omløpshastighet til netto driftseiendeler: Uniform [0,15 ; 0,25]

For selve utførelsen av simuleringen har jeg valgt å benytte meg av programmet ”@risk” som er et tilleggsprogram i Excel 2012. Det er videre gjennomført 10 000 treknings som gir meg følgende statistikk:

<i>Statistikk</i>	
Gjennomsnitt	53,4948542
Standardfeil	0,65751087
Median	26,2096528
Modus	0
Standardavvik	65,7477989
Utvalgsvarians	4322,77306
Kurstosis	1,14598854
Skjevhet	1,26979571
Område	436,033746
Minimum	0
Maksimum	436,033746
Sum	534895,047
Antall	9999
Konfidenskoeffisient(95,0%)	1,28885365

Tabell 64: Monte Carlo simulering

Som tabellen viser gir simuleringen av de stokastiske variablene, sammen med resten av variablene lik tidligere, en gjennomsnittlig egenkapitalverdi på 53,49 kroner pr aksje. Dette er 7,33 kr høyere enn estimatet som jeg fikk ved fundamental verdsettelse. Videre kan det også være interessant å kommentere om verdireultatene er normalfordelt eller ikke. *Jarque-Bera test* går ut ifra at det er to forhold som beskriver målingenes symmetri i sannsynlighetsfordelingen (Newbold. et.al. 2010). Den første faktoren er skjevhet, som er null ved normal distribusjon og som i dette tilfellet er 1,27. Dette betyr at det er en positiv skjevhet, og av de 10000 resultatene fra simuleringen er det en overvekt av dem som er lavere enn gjennomsnittsverdien enn de som er høyere. Med andre ord vil det si at sannsynligheten er større for at selskapets verdi er lavere enn 53,49 kr per aksje enn at den er høyere. Den andre faktoren som beskriver fordelings symmetri, er kurtoseresultatet. Skal populasjonen være normalfordelt bør denne være 3. Som tabell 64 viser er denne 1,14. Dette betyr at fordelingen er noe mer bratt enn en normalfordeling. Med andre ord, viser de to faktorene at distribusjonen fra Monte Carlo simuleringen ikke er normalfordelt.

13 Komparativ verdsettelse

I tillegg til å verdsette selskapet ved å gjennomføre en fundamental verdsettelse, ønsker jeg som jeg nevnte i kapittel 3 å supplere med et verdiestimat fra metoden komparativ verdsettelse. De komparative modellene kan i likhet med de fundamentale deles inn i direkte og indirekte metoder (ref. delkapittel 3.1.2). Noen gir uttrykk for egenkapitalverdien direkte, mens andre metoder estimerer først verdien av total kapitalen. Jeg vil nå ta i bruk noen utvalgte komparative modeller for å supplere det fundamentale verdiestimatet jeg beregnet i kapittel 12 og dermed styrke den totale verdiinnsikten gjennom sammenligning av de to verdsettelsesmetodene. Jeg gjentar rammeverket for komparativ verdsettelse, som jeg så vidt var innom i kapittel 3:



Figur 32: Rammeverk for komparativ verdsettelse (Titman & Martin, 2011)

Det første jeg må gjøre er å velge hvilke selskaper jeg skal bruke til å beregne de ulike multiplikatorene. I denne sammenhengen er det naturlig å fortsette med selskapene jeg valgte som representanter for bransjen i delkapittel 5.1.4. Siem Offshore viste seg derimot å skille seg gjennomgående ut i for stor grad til at jeg tar den med i denne verdsettelsesmetoden. Selskapet er betraktelig mindre enn de to andre og har dermed ikke påvirket tidligere analyser i stor grad, men vil i dette tilfellet gi for store utslag til at jeg tar den med her. Jeg bruker derfor kun Farstad og DOF som bransjerepresentanter i den komparative verdsettelsen. Begge selskapene er notert på Oslo Børs og gir derfor nødvendig oppdatert informasjon som jeg behøver til denne analysen.

Videre skal jeg beregne en såkalt multiplikator, m , som sammen med en relatert faktor hos Havila Shipping skal brukes til å finne selskapets egenkapitalverdi. Måten å beregne denne på kan gjøres på forskjellige måter avhengig av hvilke faktorer som brukes i nevner og teller. De ulike tallene er hentet fra de offisielle regnskapene til Farstad og DOF og siste års (2012) data er det som legges til grunn for analysene. Jeg har valgt å bruke modellene; P/E og P/B og vil derfor nå gå gjennom disse.

13.1 P/B

Denne modellen sammenligner markedsprisen med de bokførte verdiene i selskapet og gir en multiplikator ut ifra følgende formel:

$$\frac{\text{Pris per aksje (sammenlignbart)}}{\text{Bokførte verdier per aksje (sammenlignbart)}}$$

Jeg velger å fokusere på selskapets driftskapital som i den fundamental verdsettelsen og med det kan formelen omskrives som:

$$\frac{\text{Netto driftskapital} + (\text{virkelig verdi ek} - \text{bokført ek})}{\text{Netto driftskapital}}$$

Netto driftskapital og bokført egenkapital hentes fra de sammenlignbare selskapenes omgrupperte balanse i vedlegg 5-7. Virkelig verdi av egenkapital finnes ved å multiplisere selskapets utestående aksjer med en oppdatert verdi av selskapets aksjekurs. Kursene finner jeg på Oslo Børs sine hjemmesider (Oslo Børs, 2013) og jeg tar utgangspunkt i tall fra 15.mai 2013. Dette gir følgende data:

	Farstad	DOF
Kurs per 15.05.2013	123	25,20
Antall aksjer	39 000 000	111 051 348
Virkelig verdi Egenkapital	4 797 000 000	2 798 439 970

Tabell 65: Virkelig verdi egenkapital bransje

	Netto driftskapital	Bokført Egenkapital
Farstad	13 231 079 000	3 796 000 000
DOF	27 429 000 000	6 849 488 000

Tabell 66: Netto driftskapital og bokført egenkapital bransje

Bruker jeg informasjonen fra tabellene ovenfor får jeg følgende P/B - multiplikator for de sammenlignbare selskapene:

$$m (\text{Farstad}) = \frac{11\,538\,591\,000}{13\,231\,079\,000} = 0,8721$$

$$m (DOF) = \frac{26\,431\,439\,970}{27\,429\,000\,000} = 0,9636$$

Dette gir meg en gjennomsnittlig multiplikator for bransjen på **0,91785**. Denne bruker jeg videre og trekker fra gjeld og minoritetsinteresser for å ende opp med følgende komparativt estimat av egenkapitalverdi for Havila Shipping:

Komparativ verdsettelse (P/B)

Verdi Netto driftskapital	7 836 094
Multiplikator bransje	0,9179
Virkelig verdi Netto driftskapital	7 192 359
Netto Finansiell gjeld	5 827 929
Minoritetsinteresser	-
Verdi egenkapital	1 364 430
Antall aksjer	30 179
Verdi pr aksje	45,21

Tabell 67: Verdiestimat (P/B)

Estimatet fra P/B modellen gir meg et estimat på selskapets egenkapital på **45,21 kr** per aksje. Dette er bare to prosent lavere enn estimatet fra den fundamentale verdsettelsen.

13.2 P/E

Brøken for å beregne multiplikatoren forteller hvordan forholdet mellom aksjens kursverdi og det ordinære resultat er. Dersom estimatet skal ha noe nytteverdi for oppgaven og som sammenligningsgrunnlag for den fundamentale metoden i kapittel 12, må de sammenlignbare selskapene ha resultater som er stabile men ikke minst positive.

Definisjon på multiplikatoren er følgende (Titman & Martin, 2011):

$$\frac{\text{pris per aksje (sammenlignbart)}}{\text{Ordinært resultat per aksje (sammenlignbart)}}$$

På samme måte som ved P/B ovenfor, fokuserer jeg også her på driftskapitalen og formelen kan derfor skrives som:

$$\frac{\text{Virkelig verdi egenkapital} + \text{Netto Finansiell gjeld} + \text{Minoritetsinteresser}}{\text{Netto driftsresultat}}$$

Telleren i brøken har jeg allerede beregnet ved P/B modellen og bruker derfor tallene fra tabell 65 og 66. Netto driftsresultat er hentet fra det omgrupperte regnskapet til de to sammenlignbare selskapene og kan sees i vedlegg 8. Dette gir meg følgende multiplikatorer:

$$m(\text{Farstad}) = \frac{11\,538\,591\,000}{525\,794\,400} = 21,9450$$

$$m(\text{DOF}) = \frac{26\,431\,439\,970}{1\,360\,080\,000} = 19,4234$$

Dette gir meg en gjennomsnittlig P/E – multiplikator for bransjen på **20,6842**. Denne brukes videre for å beregne Havila Shippings netto driftskapital. Netto finansiell gjeld og minoritetsinteresser trekkes også ifra her for å finne selskapets estimatet for endelig egenkapitalverdi.

Komparativ verdsettelse (P/E)

Verdi Netto driftsresultat	333 701
Multiplikator bransje	20,68
Virkelig verdi Netto driftskapital	6 900 937
Netto Finansiell gjeld	5 827 929
Minoritetsinteresser	-
Verdi egenkapital	1 073 008
Antall aksjer	30 179
Verdi pr aksje	36

Tabell 68: Verdiestimat (P/E)

Estimatet jeg får fra P/E – modellen, **36 kr** per aksje, er noe lavere enn det jeg fikk fra P/B. Det er også noe lavere enn verdien jeg fikk fra den fundamentale verdsettelsen (22 prosent).

13.3 Oppsummering

Den komparative verdsettelsen har altså tilført oppgaven to nye verdiestimat for selskapets egenkapital. Den første modellen, P/B, gav et estimat (45,21 kr pr aksje) som var nesten identisk med den fundamentale verdien i kapittel 12. P/E, som tar hensyn til selskapets driftsresultat gav et lavere estimat på 36 kr pr aksje. Gjennomsnittlig gir den komparative verdsettelsen en selskapsverdi på **40,61 kr** per aksje. Jeg har dermed to forskjellige verdiestimat for Havila Shipping som vil danne grunnlaget for endelig konklusjon og anbefaling i kapittel 14.

14 Avslutning

Formålet med denne utredningen var å komme frem til et verdiestimat av Havila Shipping sin egenkapital, for deretter å komme med en anbefaling for eksterne investorer om man bør kjøpe, holde, eller selge basert på dagens reelle aksjekurs. Men før jeg går nærmere inn på anbefalt handelsstrategi, vil jeg gi en oppsummering av de forholdene jeg har kommet frem til så langt i oppgaven.

14.1 Oppsummering

Valget av å benytte meg av en fundamental verdsettelsesmetode gjorde at jeg måtte skaffe meg innsikt om selskapets strategiske posisjon, historiske lønnsomhet og selskapsspesifikk risiko gjennom en regnskapsanalyse og strategianalyse. Strategianalysen avdekket blant annet at et voksende konkurranseklima, hovedsakelig grunnet en økende tilbudsmasse av fartøy, per dags dato er en av de største truslene for om selskapet evner å skape superprofitt eller ei. Analysen av de makroøkonomiske forholdene gav derimot en innsikt om at den rekordhøye aktiviteten vi ser i dag vil med stor sannsynlighet fortsette de neste tre til fire årene. Videre avdekket regnskapsanalysen at selskapet kunne vise til en relativt svak historisk soliditet og ikke minst at selskapet hadde manglende evne til å skape superprofitt til egenkapitalen og driftskapitalen. Førstnevnte skyldes hovedsakelig de finansielle effektene de mange kontraheringene den seneste tiden har ført til. Regnskapsanalysen reflekterte dermed de forholdene som ble avdekket i den oppsummerende SWOT-analysen, der det ble konkludert at selskapet er i posisjon til å være konkurransedyktig i årene som kommer mest på grunn av Havila Shippings svært moderne fartøyflåte, men innehar ikke ressurser som skulle tilsi at man oppnår betydelige konkurransefordeler.

Videre brukte jeg den informasjonen regnskapsanalysen og strategianalysen hadde gitt meg til å budsjettere og fremskrive finansregnskapet og et tilhørende avkastningskrav mot en valgt budsjettorisont. Etter dette var jeg i stand til å fullføre den fundamentale verdsettelsen ved bruk av totalkapitalmetoden, som gav et verdiestimat på 46,16 kr per aksje. Tilknyttet dette verdiestimatet følger det flere momenter som er av usikker karakter. Dette valgte jeg først å belyse gjennom en sensitivitetsanalyse. Resultatene viste at det opprinnelige resultatet er preget av flere usikre faktorer som kan endre estimatet av signifikant karakter. Dette kom også frem da jeg utførte en såkalt Monte Carlo simulering der flere variabler ble endret samtidig. Simuleringen gav meg en gjennomsnittlig forventet verdi på 53,49 kr per aksje.

Til slutt valgte jeg å benytte meg av en komparativ verdsettelsesmetode for å supplere det opprinnelige estimatet og dermed få et bedre beslutningsgrunnlag. Metoden gav meg to ulike verdier av selskapets egenkapital på henholdsvis 45,21 og 36 kr per aksje.

14.2 Anbefalt handelsstrategi

På bakgrunn av analysene og estimatene som til nå har kommet frem, ønsker jeg nå å komme med en anbefaling for hvordan en ekstern investor bør opptre i forhold til Havila Shipping og deres aksje per 31.mai.2013. Jeg har i løpet av oppgaven brukt to forskjellige metoder for å verdsette selskapsverdien, som jeg nå vil vekte, for deretter å komme frem til en endelig gjennomsnittlig estimert verdi. Denne vil dermed danne grunnlaget for handelsstrategien som anbefales.

Den fundamentale verdsettelsesmetoden har vært svært detaljert i forhold til den komparative, og ettersom jeg opprinnelig i kapittel 3 gikk ut ifra at det var den mest optimale metoden, er det naturlig at dette estimatet får mest innflytelse. Jeg vekter derfor det fundamentale verdiestimatet til 2/3 og det komparative til 1/3. Dette gir følgende og endelig verdiestimat av selskapet aksje:

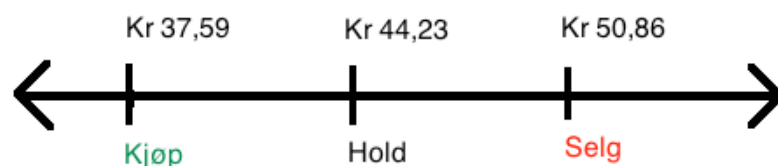
$$\text{Fundamentalt verdiestimat} = 46,16 * \frac{2}{3} = 30,77$$

$$\text{Komparativt verdiestimat} = 40,61 * \frac{1}{3} = 13,53$$

$$\text{Endelig verdiestimat} = \mathbf{44,23}$$

Dette estimatet og den reelle aksjekursen per 31.mai.2013 vil danne grunnlaget for handelsstrategien jeg vil komme med litt senere. For en ekstern investor vil det, knyttet til en aksje, være tre handelsalternativer. De to første gjelder dersom man allerede er innehaver av en eierpost i selskapet og endelig konklusjon går ut på å fortsatt holde eller selge seg ut av denne posisjonen. Den siste går ut på å kjøre aksjen avhengig av hvordan dagens reelle kurs er sammenlignet med endelig verdiestimat (44,30).

Før jeg tar stilling til de tre alternativene, vil jeg rette fokuset tilbake den usikkerheten rundt verdiestimatet som ble avdekket tidligere. Gjennom de ulike analysene viste det seg at man ikke bør legge altfor sterke konklusjoner til grunn basert på estimatet jeg har kommet frem til. Jeg mener derfor at det vil være hensiktsmessig å tillegge verdiestimatet på 44,23 kr per aksje en valgt "buffer" på +/- 15 prosent før jeg sammenligner med dagens kurs. Dette gjør jeg for å fange opp den usikkerheten som ble avdekket nærmere bestemt i delkapittel 12.3 og 12.4. Dette vil med andre ord si at dersom dagens kurs er over 50,86 kr per aksje ($44,23 + 15\%$) er konklusjonen en strategi der investor bør selge, eller avstå å kjøpe. Dersom dagens kurs er under 37,59 ($44,23 - 15\%$) er min anbefalte strategi å kjøpe selskapets aksje. Med en reell kurs imellom 37,59 og 50,86 kr per aksje er konklusjonen at man bør velge en hold-strategi om man allerede har en eierpost. Dette kan oppsummeres med figuren:



Figur 33: Anbefalt strategi

Med en faktisk kurs per 31.mai.2013 på 28,80 kr per aksje (Oslo Børs, 2013) vil jeg derfor komme med en **kjøpsanbefaling** til selskapets aksje, ettersom denne oppgaven samlet sett kommer frem til at aksjen og selskapet er undervurdert.

Referanseliste

Bøker/Artikler:

- Barney, J. (1991) *Firm Resources and sustained competitive advantage*. Hentet fra: [http://business.illinois.edu/josephm/BA545_Fall%202011/S10/Barney%20\(1991\).pdf](http://business.illinois.edu/josephm/BA545_Fall%202011/S10/Barney%20(1991).pdf) [Lastet ned 17.02.2013]
- Boye, K & Koekebakker, S. (2006) *Kapitalverdimodellen og Single Index Model*. Notat.
- Dahl, G. A. et. al. (1994) *Verdsettelse i teori og praksis*. Oslo: Cappelen Akademiske Forlag
- Damodaran, A. (2012) *Investment Valuation*. US: John Wiley & Sons, Inc.
- Dnb (2013) *Økonomiske utsikter*. Hentet fra: <https://www.dnb.no/portalfront/nedlast/no/markets/analyser-rapporter/norske/okonomiske-utsikter/HR130116.pdf> [Lastet ned 23.04.2013]
- Dyrnes, S. & Pettersen, L. I. (2012) Justerte resultater – veien til bedre resultat kvalitet? *Praktisk økonomi & finans*, nr. 1/2012
- E24 (2012) *Største oljefunn side 1976*. Hentet fra: <http://e24.no/makro-og-politikk/stoerste-oljefunn-siden-1976/3882287> [Lastet ned 12.02.2013]
- Euroinvestor (2013) *Historisk pris (brent-oil)*. Hentet fra: <http://www.euroinvestor.no/boerser/gtis-energy/brent-oil/2327059> [Lastet ned 3.06.2013]
- Farstad ASA (2013) *Årsrapport 2012*. Hentet fra: https://www.farstad.com/prod_images/doc_996_10.pdf [Lastet ned 26.04.2013]
- Fernandez, P. Acuirreamalloa, J. Corres, L. (2012) *Market Risk Premium*, Survey. Madrid, Spain: University of Navarra
- Finanstilsynet (2013) *Fastsettelse av NIBOR*. Hentet fra: http://www.finanstilsynet.no/Global/Venstremeny/Aktuelt_vedlegg/2013/2_kvartal/Fastsettelsen_av_Nibor_NB_vedlegg.pdf [Lastet ned 13.05.2013]
- Gjesdal, F. (2012) Valg av verdsettelsesmetode; *Magma* (2/2012) Interpress Norge.
- Gjesdal, F. (2007) Regnskapsanalyse: Omgruppering av regnskapet for eierkontroll og verdsettelse. *Praktisk økonomi & finans*, nr 2/2007
- Gjesdal, F. & Johnsen, T. (1999) *Kravsetting, Lønnsomhetsmåling og verdivurdering*. Oslo: Cappelen Akademisk Forlag

Havila Shipping (a) (2013) *Nedjustere gjeldsandel/fokusere på lønnsomhet*. Hentet fra:
<http://www.havila.no/media-center/njals-corner>
[Lastet ned 22.03.2013]

Havila Shipping (b) (2013) *Fleet:AHTS/PSV/Subsea*. Hentet fra:
<http://www.havila.no/fleet/ahts>
[Lastet ned 15.01.2013]

Havila Shipping (c) (2013) *Årsrapport 2012*. Hentet fra:
http://www.havila.no/prod_images/doc_146_26.pdf
[Lastet ned 10.03.2013]

Havila Shipping (d) (2013) *Kontraktoversikt*. Hentet fra:
http://www.havila.no/prod_images/doc_146_26.pdf
[Lastet ned 10.03.2013]

Lovdata (2005) *Lov om allmennaksjeselskaper*. Hentet fra:
<http://www.lovdata.no/all/hl-19970613-045.html#3-6>
[Lastet ned 3.06.2013]

Løwendahl, B. R. & Wenstøp, F. E. (2008) *Grunnbok i strategi*. Oslo: Cappelen Akademisk Forlag.

Maritimt Forum (2013) *Maritim verdiskapingsbok 2012*. Hentet fra:
http://issuu.com/mfhs/docs/final_maritimt_forum_verdiskapingsrapport2012_lavo/1
[Lastet ned 8.06.2013]

Morgan Stanley Capital Index (2011) *World Index*. Hentet fra:
<http://www.msci.com/products/indices/>
[Lastet ned 6.05.2013]

Morgan Stanley Capital Index (2013) *Historisk avkastning*. Hentet fra:
<http://www.msci.com/products/indices/performance.html?chart=regional&priceLevel=0&scope=R&style=C&asOf=May%2031,%202013¤cy=15&size=36&indexId=2591>
[Lastet ned 6.05.2013]

Newbold, P. Carlson, W. L. Thorne, B. (2010) *Statistics for Business and Economics*. Pearson Education, Inc New Jersey

Norges Bank (2008) *Målet for pengepolitikken*. Hentet fra:
<http://www.norges-bank.no/no/prisstabilitet/pengepolitikken-i-noreg/malet-for-pengepolitikken/>
[Lastet ned 2.05.2013]

Norgesbank (2013) *Statsobligasjoner. Gjennomsnitt*. Hentet fra:
<http://www.norges-bank.no/no/prisstabilitet/rentestatistikk/statsobligasjoner-rentemanedsgjennomsnitt-av-daglige-noteringer/>
[Lastet ned 26.05.2013]

Norgesbank (2013) *Månedsgjennomsnitt av effektiv rente (NIBOR)*. Hentet fra:
<http://www.norges-bank.no/no/prisstabilitet/rentestatistikk/nibor-effektiv-rente-manedsgjennomsnitt-av-daglige-data/>
[Lastet ned 22.05.2013]

Oslo Børs (2013) *Kursutvikling 2009-2013*. Hentet fra:
http://www.oslobors.no/markedsaktivitet/stockGraph?newt__ticker=HAVI&newt__menuCtx=1.1.20
[Lastet ned 31.05.2013]

Oslo Børs (2013) *Historisk avkastning*. Hentet fra:
http://www.oslobors.no/markedsaktivitet/stockGraph?newt__ticker=HAVI&newt__menuCtx=1.1.20
[Lastet ned 7.05.2013]

Oslo Børs (2013) *Kurs per 15.mai.2013 (Farstad)*. Hentet fra:
http://www.oslobors.no/markedsaktivitet/stockOverview?newt__ticker=FAR
[Lastet ned 28.05.2013]

Oslo Børs (2013) *Kurs per 15.mai.2013 (DOF)*. Hentet fra:
http://www.oslobors.no/markedsaktivitet/stockOverview?newt__ticker=DOF
[Lastet ned 28.05.2013]

Pareto Securities (22.januar.2013) Prospect: *Havila Shipping ASA*. Hentet fra:
<http://www.paretosec.com/corp/201301HavilaShippingASA/>
[Lastet ned 22.01.2013]

Penman, S. H. (2010) *Financial Statement Analysis and Security Valuation*. US: McGraw-Hill Companies, Inc.

Penman, S. H. (1991) An Evaluation of Accounting Rate-of-Return. *Journal of Accounting, Auditing and Finance* 6, no. 2. Hentet fra:
<http://jaf.sagepub.com/content/6/2/233>
[Lastet ned 7.05.2013]

Pinto, J. Henry, E. Robinson, T. Stowe, J. (2010) *Equity Asset Valuation*. Minneapolis: John Wiley & Sons Ltd

Rederiforbundet (2013) Konjunkturrapport: *Store maritime muligheter*. Hentet fra:
[http://rederi.no/nrweb/mm.nsf/lupgraphics/Konjunkturrapport-NY.pdf/\\$file/Konjunkturrapport-NY.pdf](http://rederi.no/nrweb/mm.nsf/lupgraphics/Konjunkturrapport-NY.pdf/$file/Konjunkturrapport-NY.pdf)
[Lastet ned 16.05.2013]

Schølberg, O. (2009) *Finansteori anvendt i praksis; Magma* (8/2009) Interpress Norge

Seabrokers (2013) *Ratenivå*. Hentet fra:
<http://www.seabrokers.no/index.cfm?id=187350&lang=2>
[Lastet ned 16.05.2013]

Smp (2012) *Brasil-boom med bismak*. Hentet fra:
<http://www.smp.no/naeringsliv/article518702.ece>
[Lastet ned 3.05.2013]

SSB (2013) *Nøkkeltall konjunkturer*. Hentet fra:
<http://www.ssb.no/nasjonaltregnskap-og-konjunkturer/nokkeltall/konjunkturer-statistikk-analyser-og-prognoser/>
[Lastet ned 2.05.2013]

Tellefsen, J. T. & Langli, C. J. (2008) *Årsregnskap*. Oslo: Gyldendal Norsk Forlag AS 2005

Titman, S. & Martin, J. D. (2011) *Valuation*. Pearson Education, Inc. New Jersey

Vard (2013) *Årsrapport 2012*. Hentet fra:
http://vard.com/Reports/VARD_Annual_Report_%202012.pdf
[Lastet ned 23.04.2013]

Wernerfelt, B. (1984) *Strategic Management Journal*. Minneapolis: John Wiley & Sons Ltd

Årsrapporter:

DOF ASA – Årsrapporter 2007-2012:
<http://www.dof.no/reports---presentations-120.aspx>

Farstad ASA – Årsrapporter 2007-2012:
<https://www.farstad.com/business/investors/financial-reports>

Havila Shipping ASA – Årsrapporter 2007-2012 (e):
<http://www.havila.no/investor-relations/reports-and-presentations>

Siem Offshore ASA – Årsrapporter 2007-2012:
<http://www.siemoffshore.com/Default.aspx?ID=9>

Forelesningsnotater:

Arnold Drange; *Finansiell rapportering og analyse (MØA 220)*, Vår 2012:

- ”1 Innledning”
- ”2a Enkel analysemodell”
- ”2b Innleveringsoppgaven”
- ”5a Verdi, avkasting og risiko”
- ”5b Sysselsatt kapital”
- ”5c Målefeil”
- ”7 Verdsettelse”
- ”8 Oppsummering”

Vedlegg

Vedlegg 1: Omgruppert Finansielt resultat

<u>Finansielt resultat</u>	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Finansinntekt						
Renteinntekt bankinnskudd og langsiktige fordringer	kr 30 695	kr 33 477	kr 10 869	kr 10 714	kr 17 075	kr 15 789
Verdiendring derivater	kr 16 867	kr -	kr 11 625	kr -	kr -	kr -
Verdiendring finansielle plasseringer	kr 616	kr -	kr 8 901	kr -	kr -	kr -
Annen finansinntekt	kr 33	kr 1 614	kr -	kr 588	kr -	kr 10 546
Forventet avkastning på pensjonsmidler	kr 168	kr 387	kr 623	kr 928	kr 1 188	kr 1 003
Sum finansinntekt	kr 48 379	kr 35 478	kr 32 018	kr 12 230	kr 18 263	kr 27 338
Finanskostnad						
Rentekostnad på lån	kr 112 282	kr 158 837	kr 128 065	kr 245 853	kr 334 835	kr 382 952
Tap ved salg av fond	kr -	kr -	kr 19 219	kr 4 050	kr -	kr -
verdiendring derivater	kr -	kr 97 794	kr -	kr 5 932	kr 19 898	kr 3 128
Verdiendring finansielle plasseringer	kr -	kr 24 424	kr -	kr 13 393	kr 2 483	kr 11 412
Andre finanskostnader	kr 6 468	kr 7 820	kr 4 398	kr 1 888	kr 28 426	kr 28 124
Rentekostnad av pensjonsforpliktelse	kr 153	kr 291	kr 514	kr 778	kr 989	kr 1 147
Sum finanskostnad	kr 118 903	kr 289 166	kr 152 196	kr 271 894	kr 386 631	kr 426 763
Netto Finansresultat	- 70 524	- 253 688	- 120 178	- 259 664	- 368 368	- 399 425

Vedlegg 2: Omgruppert Netto resultat

<u>Unormalt nettoresultat</u>	2007	2008	2009	2010	2011	2012
(Tall i 1000 NOK)						
Unormale finansinntekter	28 530	21 554	274 844	-	-	-
Unormale finanskostnader	14 738	159 384	-	25 709	11 365	-
Unormalt finansresultat	13 792	- 137 830	274 844	- 25 709	11 365	-
Skatt på unormalt finansresultat (28 %)	3 862	38 592	76 956	7 199	3 182	-
Ekstraordinært netto finansresultat	-	-	-	-	-	-
Finansielt dirty surplus	-	-	-	-	9 793	5 083
Unormalt netto finansresultat	9 930	99 238	197 888	18 510	17 976	5 083
Unormal driftsinntekt	147 397	311 813	134 170	169 934	62 674	56 833
Unormale driftskostnader	-	-	-	-	-	-
Unormalt driftsresultat	147 397	311 813	134 170	169 934	62 674	56 833
dss skatt på unormalt driftsresultat	- 33 317	76 355	33 122	28 879	15 272	13 726
Unormalt resultat fra driftstilknyttede selskap	-	-	-	-	-	-
Ekstraordinært netto driftsresultat	-	-	-	-	-	-
Driftsrelatert dirty surplus	- 1	181	3 430	1 276	3 196	3 717
Unormal driftsskatt på normalt driftsresultat	74 208	57 271	100 338	16 860	39 494	63 826
Unormalt netto driftsresultat til egenkapitalen	106 504	292 910	63 524	159 191	83 701	110 649
unormalt netto resultat	116 435	193 672	261 411	140 680	65 725	105 566
Nettoresultat til egenkapital						
Fullstendig netto resultat til egenkapital	234 366	307 009	533 836	7 738	139 444	8 791
Unormalt netto driftsresultat til egenkapital	74 208	57 271	100 338	16 860	39 494	63 826
Unormalt netto finansresultat	9 930	99 238	197 888	18 510	17 976	5 083
Nettoresultat til egenkapitalen	150 228	463 517	235 610	27 632	81 974	77 700

Vedlegg 3: Driftsrelatert skattesats

<u>Driftsrelatert skattesats</u>	2007	2008	2009	2010	2011	2012	
(Tall i 1000 NOK)							
Opprinnelig skattekostnad	- 105 637	47 472 -	67 697 -	22 013 -	35 260 -	7 614	
Skatt på netto finansresultat	- 19 747 -	71 033 -	33 650 -	72 706 -	103 143 -	111 839	
Skatt på unormalt finansresultat	3 862 -	38 592	76 956 -	7 199 -	3 182	-	
Driftsrelatert skattekostnad	- 89 752	157 097 -	111 003	57 892	71 065	104 225	
Driftsresultat	249 676	329 731	315 479	170 718	228 976	374 699	
Unormalt driftsresultat	147 397	311 813	134 170	169 934	62 674	56 833	
Driftsresultat før skattekostnad	397 073	641 544	449 649	340 652	291 650	431 532	
Driftsrelatert skatt % (dss)	-23 %	24 %	-25 %	17 %	24 %	24 %	
Gjennomsnittlig driftsrelatert skatt % (ndss)	7 %						
Unormal driftsskattesats (ndss-dss)	30 %	-17 %	32 %	-10 %	-17 %	-17 %	

Vedlegg 4: Beregninger finansiell gearing

<u>Finansiell gjeldsrente</u>	2007	2008	2009	2010	2011	2012	Gj.snitt
Havila Shipping	0,0516	0,1010	0,0433	0,0582	0,0661	0,0665	0,0644
Bransje	0,0503	0,0604	0,0407	0,0465	0,0533	0,0492	0,0501
<u>Finansiell gjeldsgrad</u>	2007	2008	2009	2010	2011	2012	Gj.snitt
Havila Shipping	2,6715	2,5941	2,0817	2,7821	3,2331	3,1966	2,7598
Bransje	1,9141	2,0549	1,6823	2,2964	2,6091	2,1764	2,1222
<u>Finansiell eiendelsgrad</u>	2007	2008	2009	2010	2011	2012	Gj.snitt
Havila Shipping	0,6489	0,7688	0,2784	0,4601	0,2974	0,2944	0,458
Bransje	0,5711	0,5575	0,3616	0,4447	0,3567	0,3233	0,4358
<u>Netto finansiell gjeldsgrad</u>	2007	2008	2009	2010	2011	2012	Gj.snitt
Finansiell gjeldsgrad	2,6715	2,5941	2,0817	2,7821	3,2331	3,1966	
Finansiell eiendelsgrad	0,6489	0,7688	0,2784	0,4601	0,2974	0,2944	
Netto finansiell gjeldsgrad	2,0226	1,8253	1,8033	2,3220	2,9357	2,9021	2,3018
Netto finansiell gjeldsgrad bransje	1,2652	1,2861	1,4039	1,8363	2,3117	1,8820	1,6864

Vedlegg 5: Omgruppert balanse DOF

<u>Omgruppert Balanse DOF</u>	2007	2008	2009	2010	2011	2012
(Tall i 1000 NOK)						
Netto anleggsmidler	12 914 146	14 638 035	16 728 251	21 378 000	25 815 000	26 947 000
Driftsrelatert arbeidskapital	715 314	216 587	853 492	597 000	252 000	482 000
Netto driftseiendeler	13 629 460	14 854 622	17 581 743	21 975 000	26 067 000	27 429 000
Egenkapital	3 068 399	3 069 698	4 031 705	3 978 000	4 036 000	3 796 000
Minoritetsinteresser	1 482 602	2 415 772	2 761 254	2 749 000	2 635 000	2 952 000
Finansiell gjeld	10 942 953	12 206 922	13 014 157	18 107 000	21 715 000	23 140 000
Finansielle eiendeler	1 864 494	2 837 770	2 225 373	2 859 000	2 319 000	2 459 000
Netto finansiell gjeld	9 078 459	9 369 152	10 788 784	15 248 000	19 396 000	20 681 000
Netto driftskapital	13 629 460	14 854 622	17 581 743	21 975 000	26 067 000	27 429 000

Vedlegg 6: Omgruppert balanse Farstad

<u>Omgruppert Balanse Farstad</u>	2007	2008	2009	2010	2011	2012
(Tall i 1000 NOK)						
Netto anleggsmidler	6 435 616	7 943 600	10 459 201	11 569 395	12 245 845	13 047 233
Driftsrelatert arbeidskapital	37 849	306 911	346 462	32 718	37 190	183 846
Netto driftseiendeler	6 473 465	7 636 689	10 805 663	11 602 113	12 283 035	13 231 079
Egenkapital	3 430 107	4 439 988	6 251 126	6 582 368	6 820 235	6 849 488
Minoritetsinteresser	-	-	-	-	-	-
Finansiell gjeld	4 557 966	5 439 718	6 298 388	7 365 839	6 977 969	8 017 713
Finansielle eiendeler	1 514 608	1 763 017	1 743 851	2 346 094	1 515 169	1 636 122
Netto finansiell gjeld	3 043 358	3 676 701	4 554 537	5 019 745	5 462 800	6 381 591
Netto driftskapital	6 473 465	8 116 689	10 805 663	11 602 113	12 283 035	13 231 079

Vedlegg 7: Omgruppert balanse Siem Offshore

<u>Omgruppert Balanse Siem Offshore</u>	2007	2008	2009	2010	2011	2012
(Tall i 1000 NOK)						
Netto anleggsmidler	499 603	616 709	1 002 462	1 425 567	1 539 138	1 397 973
Driftsrelatert arbeidskapital	48 148	58 770	79 363	58 650	76 052	129 825
Netto driftseiendeler	547 751	675 479	1 081 825	1 484 217	1 615 190	1 527 798
Egenkapital	451 284	407 813	679 855	745 320	734 713	749 535
Minoritetsinteresser	13 894	18 132	22 873	23 750	35 038	36 976
Finansiell gjeld	382 315	392 674	551 824	908 266	1 046 216	914 491
Finansielle eiendeler	299 742	143 140	172 727	193 119	200 777	173 201
Netto finansiell gjeld	82 573	249 534	379 097	715 147	845 439	741 290
Netto driftskapital	547 751	675 479	1 081 825	1 484 217	1 615 190	1 527 801

Vedlegg 8: Omgruppert resultatregnskap (Bransje)

<u>Omgruppert resultatregnskap (Bransje)</u>	2007	2008	2009	2010	2011	2012
(Tall i 1000 NOK)						
Netto driftsresultat Farstad	748 851	981 858	922 500	647 519	769 721	525 794
Netto driftsresultat DOF	504 280	656 640	156 960	390 960	828 720	1 136 080
Netto driftsresultat Siem Offshore	72 186	489	58 097	12 393	21 317	38 979