

Verdsettelse av Solstad Offshore ASA



Masteroppgave i Økonomi og administrasjon – Anvendt finans ved
Handelshøgskolen i Stavanger

Av

Olav Mikal Furali

Daniel René Mikkelsen



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

TITTEL:

Verdsettelse av Solstad Offshore ASA

ENGELSK TITTEL:

Valuation of Solstad Offshore ASA

FORFATTERE

Studentnummer:

219250

219234

Navn:

Daniel René Mikkelsen

Olav Mikal Furali

VEILEDER:

Bernt Arne Ødegaard

OPPGAVEN ER MOTTATT I TO – 2 – INNBUNDNE EKSEMPLARER

Stavanger,/..... 2014

Underskrift administrasjon:.....

Sammendrag

Masteroppgavens formål er å verdsette egenkapitalen til Solstad Offshore ASA, for så å presentere en handelsstrategi av aksjen. I verdsettelsen av selskapets aksjer er det benyttet et vektet snitt av fundamental og komparativ verdsettelse. Handelsstrategien baserer seg på en sammenligning av oppgavens estimerte aksjepris og aksjens faktiske markedspris pr. 27. mai 2014.

I de strategiske analysene ble trusler fra rivaliserende selskap og potensielle inntrengere i bransjen vurdert som moderat, mens trusler fra kunder, leverandører og substitutter ble vurdert som lav. Det ble det også avdekket at Solstads ressurser er verdifulle, men ikke sjeldne. Regnskapsanalysen ble oppsummert med en risikovurdering av Solstad, hvor det ble konkludert med rating-klasse BB, som tilsvarer en konkurssannsynlighet på 1,36%.

Resultatene fra analysene utgjør grunnlaget for estimeringer av de fremtidige kontantstrømmene i den fundamentale verdsettelsen. Budsjettperioden er satt til 10 år. Solstads avkastningskrav ble beregnet til å være 6,82% og forventet vekst utover den budsjetterteperioden er estimert til 3,34%. Estimert pris på Solstads aksjer ved bruk av fundamental verdsettelse ble 120 kr.

Det er også foretatt en komparativ verdsettelse som baserer seg på hva markedet er villig til å betale for sammenlignbare selskap. Multiplikatorer som P/B og EV/EBIDTA ble brukt som multiplikatorer for å finne virkelig verdi på Solstads egenkapital. Gjennomsnittet av de to multiplikatorene verdsetter Solstad Offshore ASA til en aksjepris på 115 kr.

Den fundamentale verdsettelsen ble vektet $\frac{2}{3}$, mens den komparative $\frac{1}{3}$. Estimert aksjepris basert på de to verdsettelsesmetoder ble 118 kr som tilsvarer en egenkapital på 4 536,5 millioner.

Aksjepris på Solstad Offshore pr. 27. mai var 108 kr, det anbefales dermed en hold-strategi på Solstad Offshore ASA aksjen.

Forord

Masteroppgaven er siste ledd i et fem år langt masterstudie innen Økonomi og administrasjon, med fordypning i anvendt finans ved Handelshøgskolen i Stavanger.

Bakgrunn for valg av tema for oppgaven var interesse for fagfeltet verdsettelse, samt at en verdsettelsesoppgave gir muligheter til å kombinere elementer fra flere fag som har vært en del av studiet.

Faktorer som ble avgjørende for valg av selskap var interesse for offshorerederier, mengde offentlig tilgjengelig informasjon, hvor langt selskapet er kommet i livssyklusen og selskapets lokasjon. Valget falt til slutt på Solstad Offshore ASA

Vi ønsker til slutt å takke vår veileder Bernt Arne Ødegaard for innspill og konstruktivkritikk gjennom oppgaven.

Stavanger, 16. juni 2014

Daniel René Mikkelsen og Olav Mikal Furali

Innholdsfortegnelse

Sammendrag.....	ii
Forord.....	iii
1 Innledning.....	1
1.1 Struktur på oppgaven	1
1.2 Avgrensinger.....	2
2 Presentasjon av supply-bransjen	3
2.1 PSV.....	4
2.2 AHTS.....	4
2.3 CSV.....	4
2.4 Rederibeskatning.....	5
3 Solstad Offshore ASA.....	6
3.1 Historie.....	6
3.2 Filosofi og strategi.....	6
3.3 Struktur.....	7
3.4 Aktiviteter	8
3.5 Aksjonærer	8
3.6 Presentasjon av de sammenlignbare selskap i bransjen	9
3.6.1 DOF ASA	10
3.6.2 Farstad.....	10
4 Metode.....	12
4.1 Oversikt over hovedmetoder.....	12
4.1.1 Fundamental verdsettelse.....	12
4.1.2 Komparativ verdsettelse.....	13
4.1.3 Opsjonsbasert verdsettelse	13
4.2 Forhold som gir grunnlag for valg av verdsettelsesmetode.....	13
4.2.1 Fase i livssyklusen	13
4.2.2 Bransje.....	14
4.2.3 Framtidsutsikter.....	14
4.2.4 Tilgang på informasjon.....	14
4.2.5 Kostnad for metode.....	14
4.3 Valg av verdsettelsesmetode	14
4.4 Rammeverk for fundamentalverdsettelse	15
5 Strategisk analyse.....	16
5.1 Bransjeanalyse	16

5.1.1	Potensielle inntrengere	16
5.1.2	Rivalisering blant etablerte selskap.....	17
5.1.3	Kunders forhandlingsmakt.....	18
5.1.4	Leverandørens forhandlingsmakt.....	19
5.1.5	Trussel fra substitutter.....	20
5.2	Makroøkonomiske forhold	21
5.2.1	Sosiale krefter	21
5.2.2	Politiske krefter	21
5.2.3	Makroøkonomiske krefter	21
5.3	Drivere av spotrater	23
5.4	Internanalyse.....	25
5.4.1	VRIO	26
5.4.2	Fysiske ressurser	27
5.4.3	Finansiell ressurs	27
6	Regnskapsanalyse	29
6.1	Analyseperspektiv.....	29
6.2	Analyseperiode.....	29
6.3	Omgrupperinger.....	29
6.3.1	Unormale poster.....	29
6.3.2	Omgruppert resultat.....	31
6.4	Justering av målefeil.....	32
6.5	Vekst.....	33
6.5.1	Driftsinntekter.....	33
6.5.2	Driftskostnader	34
6.5.3	Driftsresultat.....	34
6.6	Likviditet og soliditetsanalyse	35
6.6.1	Likviditetsanalyse – Kortsiktig risiko.....	35
6.6.2	Soliditetsanalyse – Langsiktig risiko	37
6.6.3	Finansieringsskjema	39
6.6.4	Netto driftsrentabilitet	40
6.6.5	Syntetisk rating.....	40
6.6.6	Finansiell markedsrisiko	41
7	Fremtidig kontantstrøm	42
7.1	Budsjetthorisont	42
7.2	Verdidrivere.....	42

7.2.1	Vekst i driftsinntekter	42
7.2.2	Driftsmargin	44
7.2.3	Driftsskatt.....	48
7.3	Endring i arbeidskapital	49
7.4	Kapitalinvesteringer	50
7.5	Fremtidig kontantstrøm	51
7.6	Vekst etter 2023	51
8	Avkastningskrav.....	53
8.1	Egenkapitalkostnad	53
8.1.1	Risikofri rente.....	53
8.1.2	Markedets risikopremie.....	54
8.1.3	Beta.....	54
8.2	Kapitalstruktur	56
8.3	Gjeldskostnad	57
8.4	WACC.....	57
9	Fundamental verdsettelse	58
9.1	Totalkapitalmodellen	58
9.1.1	Nåverdi av kontantstrøm.....	58
9.2	Sensitivitetsanalyser	59
9.2.1	Kortsiktig analyse	59
9.2.2	Langsiktiganalyse.....	60
9.3	Monte Carlo simulasjon.....	61
10	Komparativ verdsettelse	63
11	Oppsummering og handelsstrategi.....	66
	Referanseliste.....	68
	Bøker.....	68
	Journaler og publikasjoner.....	68
	Nettsider.....	69
	Årsrapporter og kvartalsrapporter	74
	Vedlegg.....	77
	Vedlegg 1: Flåteoversikt	77
	Vedlegg 2: Stata regresjonsanalyse AHTS.....	78
	Vedlegg 3: Stata regresjonsanalyse PSV	79
	Vedlegg 4: Omgruppering av Solstads regnskap	80
	Vedlegg 5: Estimering av normalt finansresultat og driftsskatt	80

Vedlegg 6: Solstads balanse 2006 – 2013	82
Vedlegg 7: Årlig vekst med 2006 som basisår	84
Vedlegg 8: Syntetisk rating – grenseverdier	85
Vedlegg 9: Fremtidige avskrivninger	85
Vedlegg 10: Multiplikatorer til endring i arbeidskapital.....	86
Vedlegg 11: Kapitalinvesteringer estimert salgsverdi på skip	87
Vedlegg 12: LÅN – renterater.....	87
Vedlegg 13: Regresjon av beta	88
Vedlegg 14: P/B.....	88
Vedlegg 15: EV/EBITDA	89

Figurliste

Figur 2.1: Aktivitet offshorerederier.....	3
Figur 2.2: PSV - AHTS - CSV skip	4
Figur 3.1: Solstads selskapsstruktur.....	7
Figur 3.2: Historisk aksjekurs	9
Figur 3.3: Historiske aksjekurser Solstad, DOF og Farstad	11
Figur 4.1: Rammeverk fundamental verdsettelse.....	15
Figur 5.1: Strategisk analyse	16
Figur 5.2: Styringsrente vestlige sentralbanker.....	22
Figur 5.3: Norges Banks prognose på styringsrenten	23
Figur 5.4: AHTS spotrater	23
Figur 5.5: PSV spotrater	24
Figur 6.1: Vekst i driftsinntekter.....	33
Figur 6.2: Personalkostnader Figur 6.3: andre driftskostnader.....	34
Figur 6.4: Avskrivninger Figur 6.5: Totale driftskostnader.....	34
Figur 6.6: Driftsmargin i analyseperioden.....	35
Figur 6.7: Risikoanalyse	35
Figur 6.8: Likviditetsgrad 1	36
Figur 6.9: Likviditetsgrad 2	37
Figur 6.10: Bokført egenkapitalandel	38
Figur 6.11: Rentedekningsgrad.....	39
Figur 7.1: Fremtidige driftsinntekter	44
Figur 7.2: Fremtidige avskrivninger	45
Figur 7.3: Fremtidige personalkostnader.....	47

Figur 7.4: Vekst i andre driftskostnader	47
Figur 7.5: Årlige vekst rater.....	48
Figur 7.6: Driftsmargin.....	48
Figur 8.1: Egenkapitalandel etter markedsverdi	56
Figur 9.1: Kortsiktig sensitivitetsanalyse (2014).....	60
Figur 9.2: Langsiktig sensitivitetsanalyse (2023).....	61
Figur 9.3: Monte Carlo.....	62
Figur 10.1: Komparativ verdsettelse.....	63
Figur 11.1: Handelsstrategi.....	67

Tabelliste

Tabell 3.1: Aksjonærer i Solstad.....	8
Tabell 3.2: Solstad, DOF og Farstad.....	10
Tabell 3.3: Skips lokasjon	11
Tabell 5.1: Oppsummering bransjeanalyse.....	20
Tabell 5.2: Oppsummering regresjonsanalyse AHTS spotrater	24
Tabell 5.3: Oppsummering regresjonsanalyse PSV spotrater	25
Tabell 5.4: Fraktinntekter	28
Tabell 5.5: Oppsummering VRIO	28
Tabell 6.1: Omgruppert resultat	31
Tabell 6.2: Likviditetsgrad 1	36
Tabell 6.3: Likviditetsgrad 2	37
Tabell 6.4: Bokført egenkapitalandel	38
Tabell 6.5: Rentedekningsgrad	39
Tabell 6.6: Finansieringsskjema.....	39
Tabell 6.7: Netto driftsrentabilitet	40
Tabell 6.8: Syntetisk rating	40
Tabell 7.1: Årlig vekst i driftsinntekter.....	44
Tabell 7.2: Multiplikator avskrivninger.....	45
Tabell 7.3: Historisk multiplikator personalkostnader.....	46
Tabell 7.4: Fremtidige multiplikatorer personalkostnader	46
Tabell 7.5: Multiplikator andre driftskostnader	47
Tabell 7.6: Fremtidig endring i arbeidskapital	49
Tabell 7.7: Fremtidige kapitalinvesteringer	51
Tabell 7.8: Fremtidig kontantstrøm Solstad.....	51

Tabell 8.1: Oppsummering av regresjonsanalyse av beta.....	54
Tabell 8.2: Damodarans industri beta.....	55
Tabell 9.1: Nåverdi beregning av fri kontantstrøm fra drift.....	58
Tabell 9.2: Kortsiktig sensitivetsanalyse (2014).....	59
Tabell 9.3:Langsiktig sensitivetsanalyse (2023).....	60
Tabell 9.4: Monte Carlo	62
Tabell 10.1: P/B multiplikatorer.....	64
Tabell 10.2: Solstads bokførte verdi av egenkapital pr. aksje.....	64
Tabell 10.3: EV/EBITDA multiplikatorer	65
Tabell 11.1: Estimert aksjepris Solstad.....	66

1 Innledning

Oppgavens formål er å verdsette egenkapitalen til offshorerederiet Solstad Offshore ASA, heretter omtalt som Solstad, samt utarbeide en handelsstrategi av aksjen. Solstad er et offshorerederi som har hovedkontor i Skudeneshavn. Rederiet kan sies å være i en moden fase i livssyklusen, med en historie som strekker seg tilbake til 1964. I 2006 fikk Solstad utnevnelsen årets bedrift på Haugalandet, og er i 2014 er de nominert til å vinne en nasjonal miljøpris i Thor Heyerdahls ånd for selskapets bidrag til å spare 19 km² regnskog i 2013. Solstad ble i 1997 børsnotert på Oslo Børs, aksjekursen har siden starten av 2014 og frem til juni 2014 variert fra 120 til 104 kroner.

1.1 Struktur på oppgaven

Oppgaven vil i kapittel 2 komme med en generell presentasjon av supply-bransjen, kapittelet har til hensikt å gi leseren en kort introduksjon i bransjen og noen av dens segmenter.

Kapittel 3 inneholder en presentasjon av Solstad. Til slutt i kapittelet vil det være en kort presentasjon av oppgavens to komparative selskaper til bruk i regnskapsanalysen DOF ASA og Farstad Shipping ASA.

I kapittel 4 introduseres verdsettelsesmetoder, samt en redegjørelse for valg av verdsettelsesmetode.

Kapittel 5 tar for seg de strategiske analysene, som vil bestå av en ekstern og en intern del.

I kapittel 6 analyseres de historiske regnskapstallene til Solstad. Hovedpoenget med regnskapsanalysen er å presentere et omgruppert regnskap som skal identifisere selskapets verdidrivere. Kapittelet avsluttes med nøkkeltallsanalyser som danner grunnlaget for en syntetisk rating av selskapet og en utredelse av selskapets finansielle markedsrisiko

I kapittel 7 presenteres selskapets fremtidige kontantstrømmer basert på analysene som er gjort i kapittel 5 og 6. Til slutt i kapittelet vil vekstraten etter budsjetteringsperioden predikeres.

I kapittel 8 beregnes Solstads avkastningskrav.

I kapittel 9 vil Solstads aksjepris basert på den fundamentale verdsettelsen estimeres. Kapittelet inneholder også sensitivitetsanalyser av den estimerte aksjeprisen, dette for å

avdekke hvor sensitiv aksjeprisen er for endringer i viktige verdidrivere. Til slutt i kapitlet gjennomføres det en scenarioanalyse gjennom en Monte Carlo simulasjon.

Kapittel 10 består av en komparativ verdsettelse av Solstad. Den komparative verdsettelsen tar utgangspunkt i multiplikatorene P/B og EV/EBITDA, som hver for seg gir en aksjeverdi av Solstad, snittet av disse utgjør da aksjeprisen i den komparative verdsettelsen.

I kapittel 11 vil aksjepris estimatene fra den fundamentale verdsettelsen og den komparative verdsettelsen oppsummeres og sammenlignes. Kapitlet avsluttes med en presentasjon av oppgavens anbefalte handelsstrategi.

1.2 Avgrensinger

Verdsettelsen av Solstad vil være basert på offentlig tilgjengelig informasjon

2 Presentasjon av supply-bransjen

Kapittelets formål er å skape en generell forståelse av offshorerederier og supply-bransjen som Solstad er en del av.

De norske offshorerederiens historie er relativt ny, oljefunn i Nordsjøen på 1970-tallet skapte et behov for maritime tjenesteytere til petroleumsinstallasjonene som dukket opp. I løpet av de fire siste tiårene har det vært stor investeringsaktivitet på norsk sokkel, dette har ført til at norske offshorerederier har gått fra å være pionérer til å bli verdensledende på området.

Norges Rederiforbund (2011) definerer på side 2 offshorerederier som ”Eiere og operatører av forsyningsfartøy, ankerhånderingsfartøy, konstruksjonsfartøy, seismikk- og andre offshorerelaterte spesialskip, samt undervannsentreprenører”.

Maritimt bidrar offshorerederier i alle faser av den offshorebaserte olje-og gass industriens verdikjede, fra undersøkelser av havbunn til produksjon og nedstenging av avsluttede felt. Offshorerederier utfører altså tjenester som er nødvendig for at petroleumsnæringen kan fokusere på sine hovedaktiviteter. Det gjør at aktivitetsnivået til offshorerederier er tett knyttet opp mot investerings og produksjonsnivået til petroleumsnæringen som er deres hovedkunder.

Figur 2.1: Aktivitet offshorerederier



Kilde: (Norges Rederiforbund, 2011)

Supply-bransjen omfatter offshorerederier som utfører tjenester som forsyning av offshoreinstallasjoner, tauing og forankring av mobile rigger, og undervannsinstallasjoner (Norges Rederiforbund, 2011).

Felles for rederier i supply-bransjen er at de som regel har en flåte som inkluderer forsyningskip (PSV), ankerhåndteringsskip (ATHS) og konstruksjonsserviceskip (CSV) (Maritimt Forum, 2014). Eksempelvis benytter petroleumsnæringen seg av CSV skip for undervannskonstruksjoner til utbygging av felt, mens PSV og AHTS er nødvendig for at den daglige produksjonen på oljefelt skal kunne opprettholdes.

2.1 PSV

Skipet er spesialdesignet til å forsyne offshore installasjoner med nødvendig gods og personell. I hovedsak er det drikkevann, drivstoff, kjemikalier til boreprosessen og annet utstyr til installasjonen som opptar lasterommet til disse 20-100 meter lange skipene. Omtrentlig pris for et nytt PSV skip ligger på 475 millioner. (Solstad, 2013)

2.2 AHTS

Skipene skiller seg fra PSV-skip ved at de er utrustet med vinsjer for tauing, de kan dermed brukes til både forsyning av oljerigger samt tauing og forankring av mobile rigger på ny lokasjon. Omtrentlig pris for et AHTS skip er 500 millioner. (Skipsrevyen, 2010; Solstad, 2010a)

2.3 CSV

Skipene brukes til undervanns-/konstruksjonstjenester, alt fra inspeksjonsarbeid til omfattende installasjoner under havoverflaten. Prisen på ett nytt CSV skip varierer, men kan ligge rundt en størrelsesorden på en milliard og oppover. Varierende priser skyldes utstyrsklasse slik som avanserte GPS systemer, løfteutstyr, undervannsrobot samt annet tilleggsutstyr. (Norges Rederiforbund, 2011).

Figur 2.2: PSV - AHTS - CSV skip



PSV-skip



AHTS-skip



CSV-skip

PSV og AHTS skip kan operere på langtidskontrakter eller i spotmarkedet. Spotmarkedet er et marked hvor skip konkurrerer om kortsiktige kontrakter fra ulike kunder. CSV skip er som regel spesialtilpasset en bestemt kundes behov, og vil derfor ikke være å finne i spotmarkedet. Lengden på langtidskontrakter er varierende (alt fra et halvt år og lenger), mens lengden på kontrakter i spotmarkedet som regel bare strekker seg fra en til tre uker. Sammen med ratenivået offshorerederiene oppnår i spotmarkedet, vil flåtestørrelse samt utnyttelsesgraden av flåten ha stor innvirkning på selskapenes inntjeningsevne.

2.4 Rederibeskatning

Norske rederier har en særskilt ordning når det kommer til skatt på sine drifts- og utleieinntekter. Rederienes skatt er beregnet ut fra selskapenes netto tonnasje av fartøy, uavhengig om fartøyet har vært i bruk eller ikke (Kpmg, 2011b).

3 Solstad Offshore ASA.

Kapittelet inneholder en introduksjon av Solstad, hvor selskapets historie, filosofi, struktur og aksjonærer presenteres. Tilslutt i kapittelet vil to av Solstads nærmeste konkurrenter presenteres, disse vil sammen med Solstad utgjøre et gjennomsnitt av bransjen til sammenligningsgrunnlag i regnskapsanalysen.

3.1 Historie

Solstad Rederi AS ble etablert i 1964 av kaptein Johannes Solstad. Rederiet har i dag som den gang hovedkontor og hjemhavn i Skudeneshavn. I løpet av de ti første årene kjøpte og opererte selskapet 14 dry-cargo skip. Det var først i 1973 at selskapet bestilte sine første offshoreservice skip, en bestilling som bestod av fire skip fra et hollandsk verft. I perioden fra 1974 til 1982, eide og opererte rederiet en flåte bestående både av dry-cargo skip og offshoreservice skip. I løpet av denne tiden ble det bestilt inn flere nybygg, hvorav to AHTS skip fra New Foundland og fire semi-container skip fra Rostock i Øst-Tyskland. Selskapet solgte sitt siste dry-cargo skipet i 1982 og har siden den gang kun operert innenfor supply-bransjen (Solstad, 2013).

3.2 Filosofi og strategi

Solstads filosofi består i å drifte en lønnsom og integrert rederivirksomhet gjennom benyttelse av egne eller innleide skip av høy spesifisering innenfor sine representative segmenter. Selskapets kjerneområde er først og fremst å tilby tjenester til petroleumsrelatert offshorevirksomhet (Solstad, 2014c).

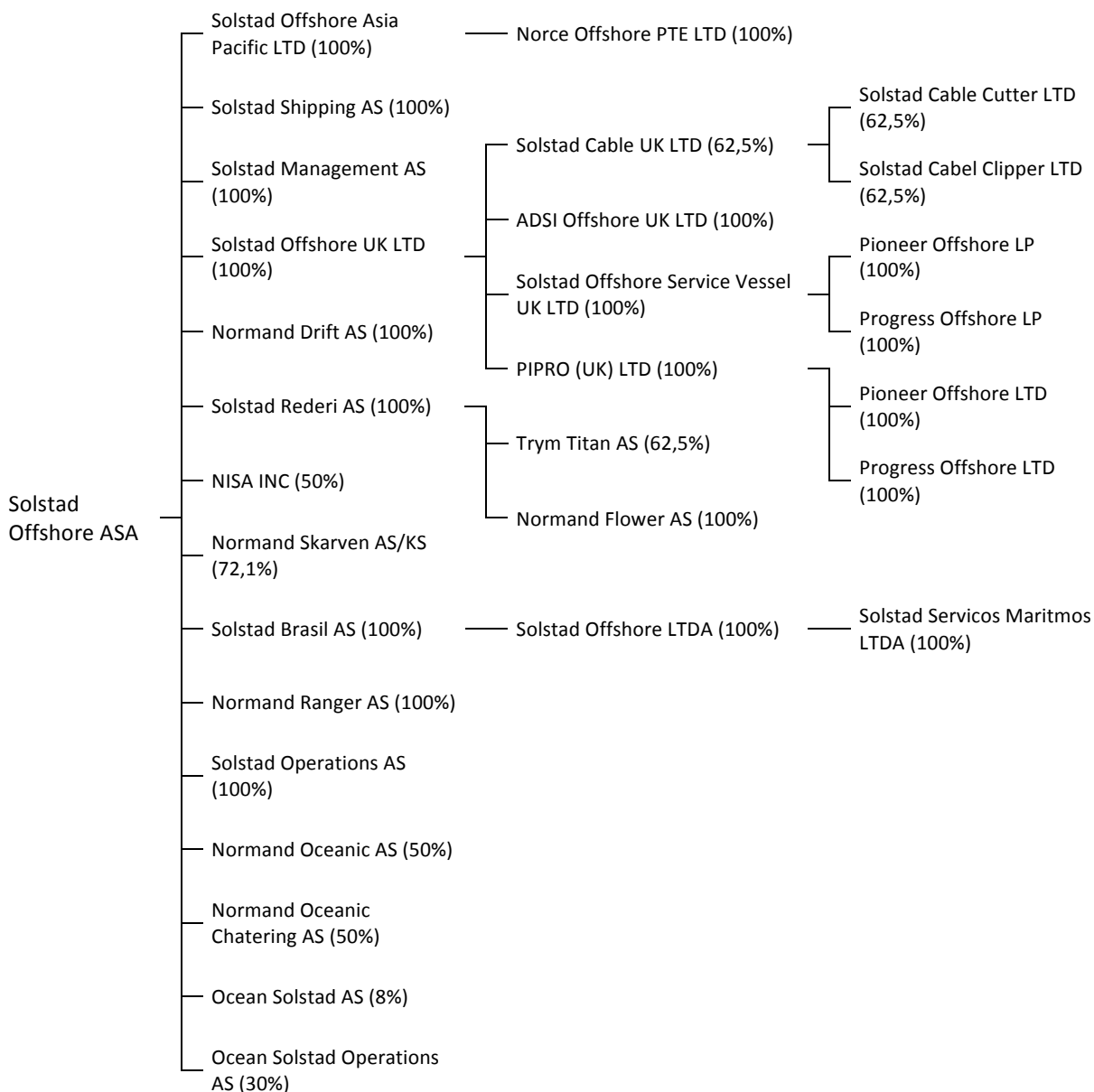
Rederiet sikter seg inn på å være en signifikant aktør som kan tilby et vidt spekter av kvalitetstjenester basert på skip og utstyr av høy kvalitet, samt personell med høy maritim kompetanse. I Nordsjøen har selskapet mål om å være blant de største rederiene i bransjen, og internasjonalt en stor aktør innen undervannsoperasjoner på dypt vann (Solstad, 2014c).

Solstads strategi er å levere kundetilpassende løsninger av høy kvalitet i tråd med kundenes etterspørsel, og aktivt videreutvikle tjenestetilbudet i tett samarbeid med eksisterende og nye kunder (Solstad, 2014c).

3.3 Struktur

Solstad Offshore ASA har en omfattende selskapsstruktur med eierposter i flere mindre selskap, oversikten under er pr. april 2014.

Figur 3.1: Solstads selskapsstruktur



Kilde: Solstad (2014d)

De strategisk viktigste eierpostene er i dag i Solstad Rederi AS (100%) med tilhørende datterselskap, Solstad Offshore (UK) Ltd (100%) med tilhørende datterselskap, Solstad Offshore Asia Pacific Ltd (100%) med tilhørende datterselskap i Singapore og Perth, og Solstad Offshore Ltda (100%) i Brasil. Solstad Shipping AS som er et heleid datterselskap står for management og markedsføring (Solstad, 2014d)

3.4 Aktiviteter

Solstad leverer servicetjenester til den offshorebaserte petroleumsindustrien, som forsynings- og ankerhåndteringstjenester, samt CSV skip og utstyr til bruk i forbindelse med offshoreinstallasjoner. De siste årene har rederiet hatt økt fokus på konstruksjonsservice markedet, da spesielt å levere skip og maritim kompetanse til prosjekter i værharde områder på dypt vann. For fullstendig oversikt over Solstads flåte, se vedlegg 1.

Solstad har gjennom datterselskapet Solstad Offshore Asia Pacific fått en fin inntredelse i de asiatiske og australske markedene. Sistnevnte selskap har pr. 25.03.2014 en flåte bestående av ti AHTS skip, hvor fem operer med noe høyere spesifikasjoner enn det som er vanlig i disse markedene (Solstad, 2014a).

3.5 Aksjonærer

Solstad offshore ASA har kun en aksjeklasse, vedtektene inneholder heller ingen begrensninger av stemmerett. Styret kan kun erverve aksjer i markedet. Totalt antall utstedte aksjer i selskapet pr. 31.12.13 var 38 440 115 (Solstad, 2014d). Største aksjonær i Solstad Offshore er SOFF Holding AS med 35,95%, hvor Solstad familien er godt representert. Nasjonaliteten til majoriteten av aksjonærene er norsk.

Tabell 3.1 viser en oversikt over selskapets aksjonærer med eierandel større enn 1% pr. 31.12.13.

Tabell 3.1: Aksjonærer i Solstad

Aksjonær	Antall aksjer	Eierandel	Nasjonalitet
Soff Holding AS	13 906 506	35,95 %	NOR
Ivan II AS	2 358 158	6,10 %	NOR
Pareto Aksje Norge	2 244 368	5,80 %	NOR
Skagen Vekst	1 938 650	5,01 %	NOR
Solstad Invest AS	1 861 604	4,81 %	NOR
Fidelity Low-Priced Stock Fund	1 150 000	2,97 %	USA
Odin Offshore	1 035 204	2,68 %	NOR
Pareto Aktiv	945 018	2,44 %	NOR
Skips AS John	638 757	1,65 %	NOR
Solhav Invest X AS	563 080	1,46 %	NOR
Vindbalen AS	540 375	1,40 %	NOR
MP Pensjon PK	535 355	1,38 %	NOR
Banque Int. Luxemburg SA	468 487	1,21 %	LUX
Pareto Verdi	451 591	1,17 %	NOR
	28 637 153	74,02 %	

Kilde: (Solstad, 2014d)

Presentasjonen av Solstad avsluttes med å se på den historiske utviklingen i selskapets aksjekurs. Figur 3.2 viser aksjekursen til Solstad (SOFF; svart) sett i forhold til utviklingen i Oslo Børs All Share Index (OSEAX; rød) samt handelsvolum i Solstad.

Figur 3.2: Historisk aksjekurs



Kilde: (Netfonds, 2014)

Figuren viser at Solstad nådde en foreløpig toppnotering på 170 NOK like før finanskrisen rammet det norske aksjemarkedet. Ved årsskiftet 2009 hadde aksjekursen falt til 55, et nivå som den ikke har vært på siden 2004. De siste fire årene har aksjekursen ligget mellom 120 og 80, pr. 9 mai 2014 var kursen på NOK 108,5. Sett i forhold til OSEAX har aksjekursen til Solstad hatt en litt lavere utvikling de siste årene. Handelsvolumet i aksjen er lavt, som gjør at aksjen kan sees på som noe illikvid.

3.6 Presentasjon av de sammenlignbare selskap i bransjen

DOF og Farstad er to andre norske offshorerederier som er store aktører i supply-bransjen.

Begge selskapene har en flåtestørrelse og sammensetning som er sammenlignbar med Solstad.

DOF og Farstad vil derfor bli benyttet videre i oppgaven som sammenligningsgrunnlag i regnskapsanalysen, og vil være to av totalt seks selskap til bruk i den komparative verdsettelsesprosessen (Norges Rederiforbund, 2011).

3.6.1 DOF ASA

DOF er en internasjonal gruppe av selskaper som eier og operere en moderne flåte bestående av offshoreserviceskip. Selskapet ble stiftet i 1981 med ønske om å være en ledende aktør i den raskt voksende offshoreindustrien i Nordsjøen. I dag er DOF ASA holding selskapet til DOF Subsea AS, Norsk Offshore Ltd og DOF Management AS (Dof, 2014a). Selskapets flåten har en gjennomsnittsalder på 8 år og en kontraktsdekning på 77% for 2014 (Dof, 2014b).

3.6.2 Farstad

Farstad ble etablert i 1956 som et tank og tørrbulkrederi av Sverre A. Farstad, Ole Schrøder og Sverre Farstad Jr. Selskapet gikk inn i offshore bransjen på midten av 70-tallet, og solgte sitt siste tankskip i 1974. Kjernevirksomheten flyttet seg over fra Tank til Offshore Supply da det siste tankskip ble solgt. I 1993 endret selskapet navn fra Far Shipping AS til Farstad Shipping ASA, og har vært børsnotert på Oslo børs siden 1988 (Farstad, 2014a, 2014b).

Selskapet sysselsetter omtrent 2200 ansatte, selskapets operasjoner blir styrt fra kontorer i Aalesund, Aberdeen, Melbourne, Perth, Singapore, Macaé og Rio de Janeiro (Farstad, 2014b).

Tabell 3.2 og 3.3 gir et innblikk i forholdet mellom Solstad, DOF og Farstad.

Tabell 3.2: Solstad, DOF og Farstad

	Pr. 31.12.13	Solstad	DOF	Farstad
Skip	PSV	9	24	25
	AHTS	20	17	31
	Subsea (CSV)	20	28	3
Finansielt	Driftsinntekter	3 495	9 754	4 007
	Driftskostnader	2 423	6 643	2 490
	Egenkapital	4 954	6 346	6 878

Tabellen viser en oversikt over skip og finansiell informasjon mellom Solstad og bransjeselskapene DOF og Farstad. Solstad har en flåte på 49 skip, mens DOF og Farstad har henholdsvis 69 og 59. Selskapene har noe ulik flåtesammensetning, men som tabellen viser satser Solstad og DOF mer på Subsea enn Farstad. Finansielt er DOF i særklasse mens Solstad og Farstad har omtrentlig like driftsinntekter og driftskostnader. De aktuelle selskapene har en solid andel egenkapital.

Kilde: (Dof, 2014b; Farstad, 2014b; Solstad, 2014d)

Tabell 3.3: Skips lokasjon

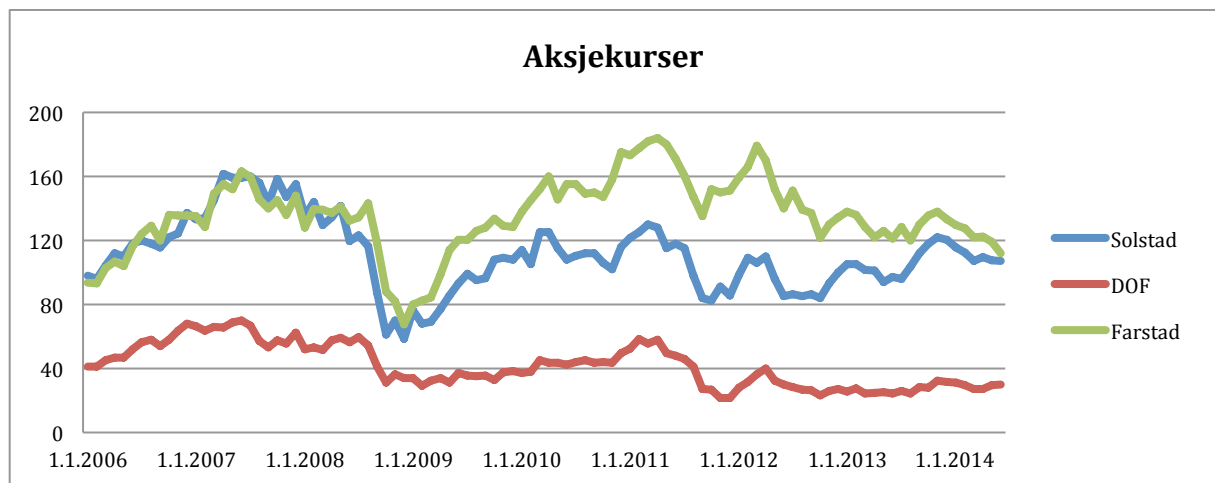
Skips lokasjon	Solstad	DOF	Farstad
Europa/Nordsjøen	24	25	15
Sør-Amerika	9	28	17
Nord-Amerika	4	2	
Afrika	3	4	1
Australia/Asia	8	9	26

Tabellen viser hvor i verden skipene til de aktuelle rederiene opererer. Europa/Nordsjøen har høyest andel skip, mens Sør-Amerika også har fått en stor inntreden av offshoreserviceskip. Foreløpig er det kontinentene Afrika og Nord-Amerika hvor det er færrest skip hos Solstad, DOF og Farstad.

Kilde: (Dof, 2014b; Farstad, 2014b; Solstad, 2014d)

Til slutt i kapittelet vil selskapenes aksjekurser sammenlignes, illustrert i figur 3.3.

Figur 3.3: Historiske aksjekurser Solstad, DOF og Farstad



Kilde: (Oslo Børs, 2014)

Figuren viser at Solstads og Farstads aksjekurser nesten var identiske før finanskrisen. I perioden etter finanskrisen har Farstad hatt en noe høyere kurs enn Solstad, men har nå blitt tatt igjen. DOF har som figuren viser hatt en noe lavere aksjekurs enn både Solstad og Farstad.

4 Metode

Hensikten med denne oppgaven er å verdsette egenkapitalen til Solstad for så å komme med en handelsanbefaling av aksjen. Hovedpoenget i dette kapittelet vil derfor være å gi en oversikt over de mest brukte teknikkene i en verdsettelsesprosess samt velge de mest optimale av disse.

4.1 Oversikt over hovedmetoder

Det finnes et vidt spektrum av metoder og modeller, fra enkle til mer sofistikerte. Disse modellene tar utgangspunkt i forskjellige grunnleggende antakelser og forutsetninger som ligger til grunn for verdsettelsesprosessen, men de innehar også noen likehetstrekk som gjør det mulig å klassifisere dem i ulike kategorier. Det finnes på generelt grunnlag tre slike ulike kategorier; fundamental verdsettelse, komparativ verdsettelse og en opsjonsbasert verdsettelse (Damodaran, 2002; Titman & Martin, 2011)

4.1.1 Fundamental verdsettelse

Den fundamentale verdsettelsesprosessen går i stor grad ut på å predikere en fremtidig kontantstrøm for selskapet, som så neddiskonteres med selskapets avkastningskrav. For å treffe best mulig på estimatene til den fremtidige kontantstrømmen er det viktig å ha kjennskap til både selskapet og bransjen. Analyser av strategi og regnskap vil gi en inngående innsikt i drift og omgivelser.

I følge Koller, Wessels og Goedhart (2005) er noen av de mest brukte rammeverkene for den fundamentale verdsettelsen:

- Verdsettelse av hele firmaet (totalkapitalen): Denne metoden er best egnet for prosjekter, forretningsenheter og selskaper som styrer kapitalstrukturen etter et gitt mål (altså forholdet mellom egenkapital og gjeld er konstant).
- Verdsettelse av firmaets egenkapital: Metoden er vanskelig implementere korrekt fordi kapitalstrukturen er inkludert i kontantstrømmen. Denne metoden egner seg best for finansielle institusjoner.
- Justert nåverdimetoden (adjusted present value): Metoden tar for seg om det er endringer i selskapets kapitalstruktur.

4.1.2 Komparativ verdsettelse

Metoden verdsetter et selskap gjennom sammenligning av markedsverdier til sammenlignbare selskap. Ettersom ingen selskap er like vil utfordringen være å finne sammenlignbare selskap, det vil si selskaper fra samme bransje som er lik i størrelse og finansiell risiko. Denne metoden kan deles inn i to, hvor den ene er en substansverdimodell som består av å sammenligne selskapets eiendeler og gjeld med salgsværdien av lignende eiendeler og gjeld. Den andre metoden er en multiplikatormetoden, hvor forholdstall slik som P/E, P/B, EV/EBITA blir brukt til å finne markedsbaserte verdier til bruk i verdsettelsen. Det er flere fordeler ved å gjennomføre en komparativ verdsettelse: den er mindre tid- og ressurskrevende enn en fundamental verdsettelse, lett forståelig samt mindre spekulativ ettersom den baserer seg på markedsbaserte tall. (Damodaran, 2002).

4.1.3 Opsjonsbasert verdsettelse

Denne metoden kan brukes som et tillegg eller supplement til den fundamentale metoden. Metoden synliggjør potensielle ekstra verdier i selskaper gjennom å verdsette potensielle realopsjoner som kan gi merverdi til et selskap. Realopsjoner oppstår i prosjekter hvor potensielle endringer i den opprinnelige kontrakten vil kunne skape merverdier. Eksempler på typiske realopsjoner vil være opsjon til utsettelse, forlengelse, utvidelse eller terminering av kontrakter (Damodaran, 2002; Titman & Martin, 2011).

4.2 Forhold som gir grunnlag for valg av verdsettelsesmetode

Ved valg av verdsettelsesmetode er det flere forhold som må vurderes, som selskapets fase i livssyklus, bransje og framtidsutsikter. Andre forhold som vanligvis må vurderes er tilgang på informasjon, gjennomføringstid, og kostnader knyttet til metoden (Damodaran, 2002).

4.2.1 Fase i livssyklusen

Solstad har hatt stabil vekst i inntekter de siste årene, med noen unntak som kan forklares med konjunkturelle svingninger. I og med at selskapet har eksistert i så lang tid og har god inntjening vil det være naturlig å trekke konklusjonen om at selskapet befinner seg i en moden fase av livssyklusen. I denne fasen vil det være lettere å predikere et selskaps fremtidige inntekter og kostnader, noe som taler for valg av fundamental verdsettelse (Damodaran, 2009).

4.2.2 Bransje

Offshorerederiene opererer ofte på lange og stabile kontrakter, dette taler for en fundamental verdsettelsesmodell. Ettersom det finnes flere lignende offshorerederier med tilsvarende lik flåtekombinasjon som er børsnoterte, vil det være naturlig å supplere den fundamentale verdsettelsesmodellen med en komparativverdsettelse.

4.2.3 Framtidsutsikter

Det er ingenting som tyder på at selskapet har planer om nedleggelse. I revisjonsberetningen fra Ernst and Young 2013 ble det konkludert med at forutsetninger for videre drift var til stede. Det vil derfor være naturlig å anta at selskapet vil fortsette videre drift i flere år fremover.

4.2.4 Tilgang på informasjon

Tilgangen på finansiell informasjon fra Solstad er lett tilgjengelig på selskapets nettsider gjennom kvartals- og årsrapporter. Det finnes også flere konjunktur rapporter fra bransjen tilgjengelig på nett. Dette vil bidra til gode estimater av en fremtidig kontantstrøm, som taler for en fundamental verdsettelse av Solstad.

4.2.5 Kostnad for metode

En fundamental verdsettelse er ofte mye mer omfattende og tidskrevende enn andre verdsettelsesmetoder, dette medfører at den ofte også vil være langt mer kostbar. Ettersom dette er en skoleoppgave vil ikke denne faktoren påvirke valg av metode.

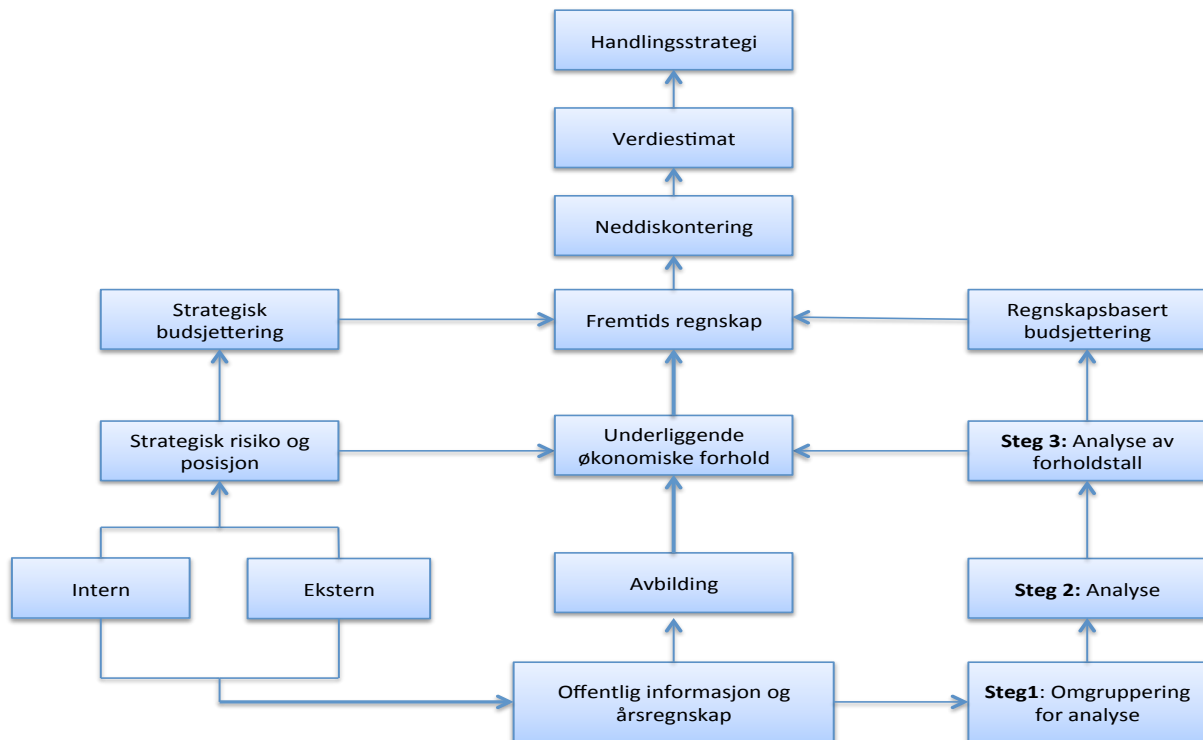
4.3 Valg av verdsettelsesmetode

På grunnlag av de nevnte forhold ovenfor vil Solstad Offshore ASA verdsettes ved bruke av fundamental verdsettelse supplert med en komparativ verdsettelse. Ettersom det er få eller ingen offshorerederier med nøyaktig like skip, da spesielt CSV skip, vil det være naturlig å benytte multiplikatorer i den komparative verdsettelsen. Den estimerte aksjekursen vil så være et vektet resultat utfra metodenes grundighet.

4.4 Rammeverk for fundamentalverdsettelse

Figur 4.1 illustrerer hvordan den fundamentale verdsettelsesprosessen i oppgaven vil gjennomføres. Verdsettelsen tar utgangspunkt i offentlig informasjon som årsregnskap og annen relevant informasjon som blir analysert og bearbeidet. Til venstre i figuren illustreres den strategiske analysen som skal avdekke selskapets styrker, svakheter, muligheter og trusler. Høyre siden av figuren illustrerer regnskapsanalysen som baseres på selskapets historiske årsrapporter, denne analysen skal avdekke hvilke verdidrivere som påvirker selskapets kontantstrøm. Disse analysene vil danne grunnlaget for estimatene som brukes i budsjetteringen av den fremtidige kontantstrømmen.

Figur 4.1: Rammeverk fundamental verdsettelse

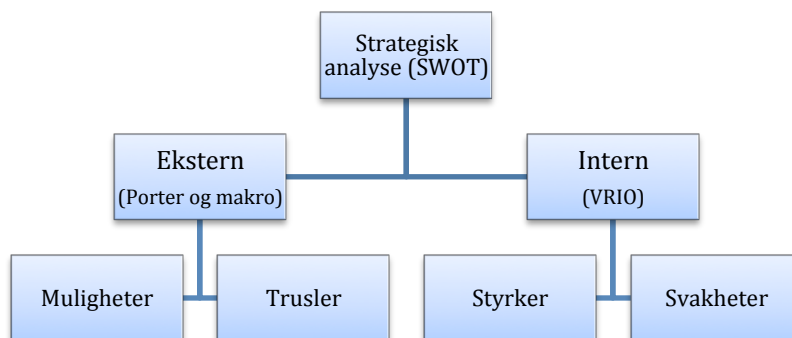


Kilde: (Knivsflå, 2009)

5 Strategisk analyse

For å kunne si noe om framtidsutsiktene til Solstad er det viktig å danne seg et bilde av bransjen Solstad opptrer i. Det vil derfor være nødvendig med en strategisk analyse av bransjen. En SWOT analyse består av både en ekstern del (muligheter og trusler) og en intern del (styrker og svakheter). Den eksterne delen avdekkes ved hjelp av Porters bransjeanalyse samt en analyse av driverne bak oljeprisen, mens den interne delen avdekkes gjennom en VRIO analyse (Kotler, 2010).

Figur 5.1: Strategisk analyse



5.1 Bransjeanalyse

Michael Porter har identifisert fem faktorer som er avgjørende for hvor attraktiv og lønnsom en bransje er. Kraftene Porter identifiserte er potensielle inntrengere, rivaliserende konkurrenter, substitutter, kundenes forhandlingsmakt og leverandørenes forhandlingsmakt. Desto større innflytelse disse kreftene har, jo mindre attraktiv og lønnsom vil bransjen være. Etter at hver av kreftene er analysert vil de bli kategorisert etter hvor stor påvirkningskraft de har. Kategoriene som vil bli benyttet er **liten**, **moderat** og **stor** (Hill & Jones, 2008).

5.1.1 Potensielle inntrengere

Potensielle inntrengere er selskaper som på nåværende tidspunkt ikke er inne i bransjen, men som har kapasitet til det. Trusselen fra slike selskaper avhenger bransjens etableringshindre. Viktige etableringshindre er stordriftsfordeler, markedslojalitet og byttekostnader (Hill & Jones, 2008).

Stordriftsfordeler: I supply-bransjen vil stordriftsfordeler være knyttet til kvantumsrabatter ved kjøp av skip, bunkers, mannskapsutstyr og lignende. Store og godt etablerte rederier vil kunne ha opparbeidet seg gode avtaler med leverandører gjennom flere års handel.

Offshorerederier med større flåter vil i tillegg ha muligheten til å fordele faste kostnader på flere skip, det kan derfor ta år å bygge opp en flåte som gir stordriftsfordeler.

Markedslojalitet: En viktig del av Solstads og andre offshorerederiers strategi baseres på å utvikle nære relasjoner til kunden og tilby kundetilpassede løsninger. Dette vil bidra til gode relasjoner til kunden, som igjen utvikler lojalitet.

Kapitalinvestering: Bransjen er svært kapitalintensiv, det kreves omfattende finansiering ved etablering. Kontraheringer av skip med lengre leveringstid fører til et stort behov for langsiktig finansiering. Selv om Norge har to av verdensledende shippingbanker i DnB og Nordea, har tilgangen på ny kapital endret seg. I etterkant av finanskrisen har EU (gjennom Basel III direktivet) satt fokus på soliditet og likviditet hos finansinstitusjoner. Basel III reguleringene har vært under innfasing siden 2013 og vil være fullt implementert i 2019. De nye reguleringene vil føre til økte kapitalkrav for banker, som igjen vil føre til at en mer selektiv utlånsprosess. Dette kan føre til at det blir vanskeligere å få finansiering (Kpmg, 2011a; Norges Rederiforbund, 2013, 2014).

Byttekostnader: Byttekostnadene relateres til kundenes påførte kostnader dersom de bryter ut av en kontrakt for å bytte leverandør. Disse kostnadene er ofte store ettersom mange skip kan være konstruert og tilpasset slik at de tilfredsstiller kundenes spesielle behov. Dette kan føre til at nyetablerte selskaper uten kontrakter må ut i spotmarkedet.

Trusselen fra nyetableringer vurderes som **moderat**

5.1.2 Rivalisering blant etablerte selskap

I bransjer hvor det er mye rivalisering vil dette vises igjen i lavere priser, høyere kostnader og lavere fortjeneste. Intensiteten på rivaliseringen blant etablerte selskap avhenger av fire faktorer: konkurransestruktur, etterspørselsforhold og exit barrierer (Hill & Jones, 2008).

Konkurransestruktur: De største offshorerederiene i markedet er Bourbon Offshore, Edison Chouest, Tidewater, Farstad Shipping, Gulf Offshore, Solstad Offshore, DOF (Clarkson Capital Markets, 2012). Felles for mange av disse selskapene er at de har ulik strategi avhengig av satsningsområde og flåtesammensetning. Dette gjør at mange ikke konkurrerer direkte mot hverandre.

Etterspørselsforhold: Oljeselskapenes aktivitet avhenger av oljeetterspørselen. Høy oljepris kombinert med høy lete og produksjonsaktivitet betyr gode tider for offshorerederier.

Bransjens avhengighet til oljeindustrien gjør bransjen svært volatil, og er i stor grad påvirket av internasjonale konjunktursvingninger (Norges Rederiforbund, 2013).

I en spørreundersøkelse kom det frem at offshorerederiene er de rederiene med høyest forventning til 2014 med forventninger om en vekst på 9%, offshore-entreprenørene derimot har bare forventninger om en vekst på 2%. Når det kommer til forventninger knyttet til resultatet i 2014 forventer 10% av offshorerederiene vesentlig bedre resultater i 2014, 73% forventer bedre resultater, mens bare 3% tror på svakere resultater for 2014. Ifølge SSB skal investeringer på den norske sokkelen øke med 7% fra 2013 til 2014.

Selv om aktiviteten i oljebransjen i dag er høy, øker tilbudet mer enn etterspørselen av supplyskip (Norges Rederiforbund, 2014). I utgave 30 av Navigator (2014) diskuteres det hvorvidt nybygg fra Sørøst-Asia vil komme til Nordsjøen eller ikke. Dersom disse skipene kommer, vil sannsynlig mye av trykket i markedet forsvinne og dermed føre til lavere rater fremover. På den andre siden er for øyeblikket rigger svært etterspurt i Nordsjøen som har gjort at befraktere har slit med å håndtere etterspørselen, dette kan gi gode tider for offshorerederier (Navigator, 2013).

Exit barriere: Dersom et rederi ønsker å avvikle driften finnes det et velfungerende annenhåndsmarkedet for et selskaps flåte. Transaksjoner i annenhåndsmarkedet er utført av skipsmeglere som forenkler kjøp og salg av skip, men ettersom enkelte skip har veldig høy spesifikasjonsgrad kan dette føre til færre aktuelle kjøpere.

Trussel fra eksisterende konkurrenter vurderes til **moderat**.

5.1.3 Kunders forhandlingsmakt

Kunder som har forhandlingsmakt vil kunne ha muligheter til å påvirke lønnsomheten i bransjen. Dette kan skje gjennom reduserte priser eller økte kostnader som følge av at kunden krever bedre kvalitet og service. Forhold som vil kunne gi kunden forhandlingsmakt er når bransjen består av mange små leverandører hvor kundene er store og få i antall, og når kunden kan true med å entre bransjen for å dekke sine behov selv (Hill & Jones, 2008).

Offshore rederienes kunder er som nevnt tidligere olje og gass selskap, eksempler på dette er Statoil, Exxon Mobil, BP med fler. Det eksisterer i dag velutviklede spotmarkeder for AHTS og PSV hvor ratene styres av tilbud og etterspørsel. Differensiering innenfor segmentet for CSV skip gjør det vanskelig for kunder å oppnå forhandlingsmakt. Frem til nå har

oljeselskapene fokusert på sin kjernevirksomhet, og stort sett ikke entret bransjen selv. Det er ikke tegn til at disse forholdene skulle endre seg i nærmeste fremtid.

Trusselen fra kundens forhandlingsmakt vurderes som **lav**

5.1.4 Leverandørens forhandlingsmakt

Forhandlingsmakten til leverandøren uttrykkes gjennom hvor stor grad leverandører kan oppnå økt lønnsomhet, ved enten å presse opp prisene på deres produkter eller ved å levere redusert kvalitet. Forhold som kan gi leverandørene forhandlingsmakt er: dersom leverandøren leverer et vitalt produkt med få eller ingen substitutter, leverandørens resultat påvirkes ikke nevneverdig av kjøp fra en enkelt bransje, om det eksisterer store byttekostnader ved å bytte leverandør, leverandøren kan true med å begynne i samme bransje som deres kunder, og dersom kunden ikke har mulighet til å entre leverandørens bransje (Hill & Jones, 2008).

De klart største leverandørene i supply-bransjen er skipsverft, andre leverandører er leverandører av bunkers og smøreolje, docking, samt mannskap til en viss grad. Av skipsverft finnes det flere både nasjonale og ikke minst internasjonale. I følge rapporten Danish Ship Finance (2013) så har skipsverftbransjen vært inne i en negativ trend siden 2007. Bare i 2012 falt den gjennomsnittlige globale prisen på nybygg med 11%. Selv om deler av prisreduksjonen i 2012 kan forklares med at prisen på stål falt med 15% samme år, så har interne priskrager også gjort sitt ettersom antall ordre globalt har vært fallende. En annen grunn til den negative trenden er i følge Norges Rederiforbund (2014) økt konkurranse fra verft i Asia og Sør-Amerika. Dette tyder på at det er lav eller ingen grad av forhandlingsmakt fra skipsverft.

I løpet av de siste årene har stadig flere rederier valgt å flagge ut skip. Det har ført til at mange norske sjøfolk har blitt erstattet med utenlandsk arbeidskraft. Noe av forklaringen til utflaggingen er at skip som opererer i norsk farvann må seile under NOR registeret som krever at arbeidere lønnes etter norske lønninger. Riggbransjens gode lønninger og arbeidstidsbetingelser har ført til økt press i arbeidsmarkedet for norske sjøfolk, dersom dagens utvikling fortsetter forventes det en mangel på 10 000 sjøfolk innen 2020. Offshorerederiene må dermed tilby mye bedre betingelser for å ta opp kampen mot riggbransjen. Det vil derfor være naturlig å forvente at det også fremover vil forekomme utflagginger av flere norske skip. En storstilt utflagging vil nødvendigvis gå på bekostning av

kompetanse og erfaring, det vil derfor være nødvendig med en grundig vurdering av hvilke stillinger som er kritiske (Fafø, 2013; Maritimt Forum, 2014; Norges Rederiforbund, 2014). Høyre utarbeidet i 2013 en maritim strategi for å hindre at norske rederier flagger ut, dette vil de gjøre gjennom å tillate NIS (Norsk internasjonalt skipsregister) på skip som går i norske farvann. NIS åpner for bruk av utenlandsk mannskap på hjemlandets lønnsvilkår. Dersom høyre får gjennomslag for strategien i stortinget vil dette kunne kutte lønnskostnadene til offshorerederiene i Nordsjøen, og samtidig dempe mannskapets forhandlingsmakt (Høyre, 2013).

Leverandørers forhandlingsmakt vurderes til **lav**.

5.1.5 Trussel fra substitutter

Ettersom CSV skip har så stor spesifikasjonsgrad finnes det i dag ingen substitutter til denne type skip. Sannsynligheten for at det vil komme noen gode substitutter i nær fremtid vurderes som minimal.

I dag finnes det heller ingen fullgode substitutter til AHTS skip, men på grunn av den økende trenden hvor produksjonen av olje legges til havbunnen (som er et substitutt til rigger og plattformer) vil dette kunne ødelegge markedet til AHTS skip (Wethe, 2013).

For PSV skip eksisterer det heller ikke noen fullgode substitutter. Antakeligvis vil ikke etterspørselen etter disse påvirkes nevneverdig av at produksjonen legges til havbunnen, grunnet at de fremdeles vil kunne benyttes til leveranse av utstyr til bygging og vedlikeholdsarbeid av disse produksjonsfeltene.

Trusselen fra substitutter vurderes derfor som **liten**.

Tabell 5.1 inneholder en oppsummering av bransje analysen, analysen avslører at bransjens største trusler kommer fra potensielle inntrengere og etablerte konkurrenter.

Tabell 5.1: Oppsummering bransjeanalyse

Trussel	Inntrengere	Rivalisering	Kunder	Leverandører	Substitutter
Klassifisering	Moderat	Moderat	Lav	Lav	Lav

5.2 Makroøkonomiske forhold

I Porters bransjeanalyse ble de eksterne faktorene og aktørene i offshorerederiene vurdert ut i fra påvirkningskraft. Ettersom offshorerederiene i stor grad er påvirket av den globale etterspørselen etter olje, samt investeringer i oljesektoren vil det være naturlig med en analyse av de viktigste driverne av oljeprisen og oljeinvesteringer. Dette delkapittelet vil derfor se nærmere på sosiale, politiske og makroøkonomiske drivere.

5.2.1 Sosiale krefter

I løpet av de siste ti årene har miljøet stadig fått en større oppmerksomhet, det har blitt økt fokus på fornybar energi som et alternativ til oljen. Det kommer stadig nye nedslående rapporter på hvor ødeleggende fossile energikilder er for klima og miljø, dette har bidratt til at personer nå ved for eksempel et nybil kjøp i større grad enn før tenker på miljøet. I noen kretser har det kanskje blitt mindre sosialt akseptert å kjøre rundt i biler som er storforbrukere av drivstoff. I desember 2013 var elbilen Tesla den mest solgte bilen i Norge (Ntb, 2014).

Det at folk er mer oppmerksomme på klima og miljø kan virke negativt på etterspørsel av fossilenergikilder.

5.2.2 Politiske krefter

Reguleringer som kan påvirke etterspørsel etter olje er CO2 avgifter. Ettersom CO2 avgifter påvirker bedrifters prising av varer og tjenester, vil dette igjen påvirke etterspørselen av produktene og tjenestene. Eksempelvis kan høyere CO2 avgifter gjøre det dyrere å fly som kan føre til færre passasjerer, færre flyvninger og dermed lavere etterspørsel etter drivstoff.

5.2.3 Makroøkonomiske krefter

Makroøkonomiske krefter påvirker en nasjon eller regions generelle kjøpekraft. De fire viktigste makroøkonomiske kreftene er en økonomisk vekstrate, renter, valutakurs og inflasjon.

5.2.3.1 Økonomisk vekst og oljeetterspørsel

Den økonomiske veksten i Kina har gjort landet til en av de største driverne av oljeprisen. I 2013 hadde kina en BNP på 9,31 billioner USD som gav en vekst på 7,7%. I følge verdensbanken forventes det at Kina beholder denne årlige vekstraten frem til 2015, for så å falle til 7,5% for henholdsvis 2015 og 2016. Til sammenligning hadde USA en BNP på 16,24 billioner USD som gav en vekst på 2,8% i 2012, som er den høyeste veksten USA har hatt

siden før finanskrisen. Dette er gode nyheter for etterspørselen etter olje ettersom USA og Kina er to av de største importørene av olje (Bank, 2014; Eia, 2012; Peng, 2014).

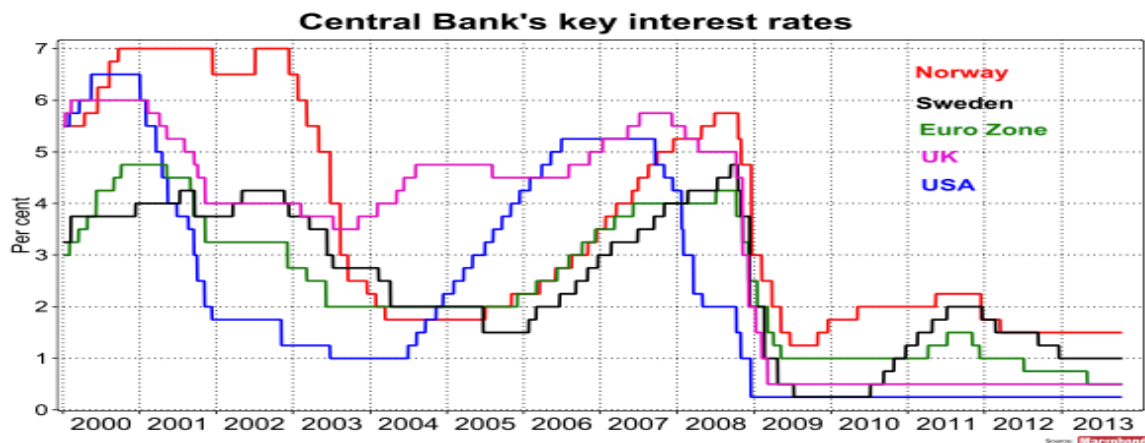
I følge Norges Rederiforbund (2014) er det ventet at oljeprisen forblir høy, på tross av forventinger om en lavere vekst av olje og petroleumsprodukter i forhold til alternative energi produkter. International Energy Agency forventer en vekst på 13% frem mot 2035 i oljeetterspørsel og anslår samtidig en oljeprisen på 128 dollar fatet i 2035 målt i 2012 dollar.

I 2014 forventes det oljeinvesteringer på 231,7 milliarder, som tilsvarer en økning på 9,65% fra 2013. Nye prognoser på oljeinvesteringer for 2015 som da vil gå fra mai 2014 til mai 2015 viser en forventet nedgang på 12% for det kommende året (Ssb, 2014).

5.2.3.2 Renter, inflasjon og valutakurs

Historisk sett har rentene i Norge og resten av verden har vært forholdsvis lave siden finanskrisen. Som figur 5.3 viser har den norske styringsrenten stabilisert seg litt over andre vestlige sentralbankers styringsrente. De lave rentene har ført til økte investeringer de siste årene, kanskje spesielt i Norge hvor økonomien har gått bra etter finanskrisen, på tross av forholdsvis lav rente har inflasjonen holdt seg på et stabilt nivå.

Figur 5.2: Styringsrente vestlige sentralbanker

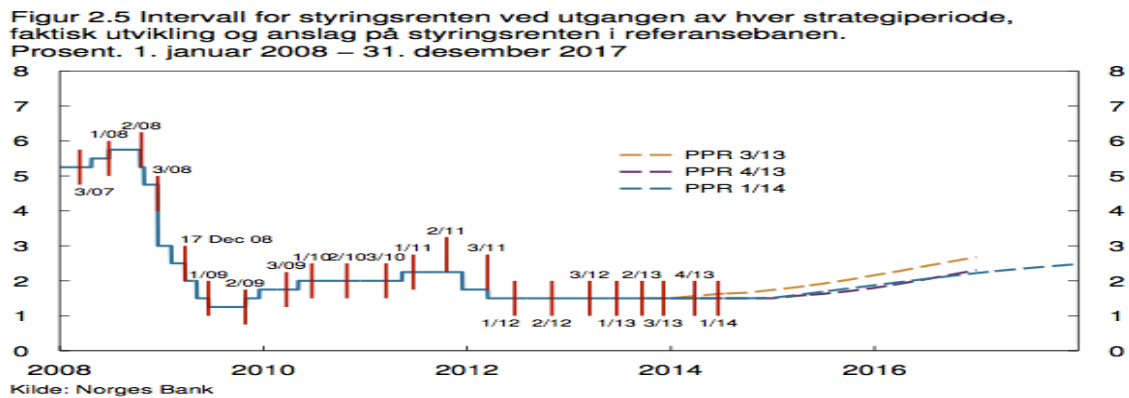


Kilde: (Thørgersen, 2013)

Det er ventet en renteoppgang som vil kunne redusere investeringene, men denne ser ut til å la vente på seg. Norgesbank ønsker heller ikke å sette opp renten før andre nasjoner da dette kan føre til en appresiering av NOK mot andre valutaer, og dermed svekke norske selskapers internasjonale konkurransevne.

Figur 5.3 viser Norges Banks prognose på styringsrenten frem til 2018. Som figuren viser så forventer Norges Bank at styringsrenten vil holde seg på 1,5% frem til 2015 før den gradvis vil øke til 2,5% frem til 2018.

Figur 5.3: Norges Banks prognose på styringsrenten



Kilde: (Norges Bank, 2014a)

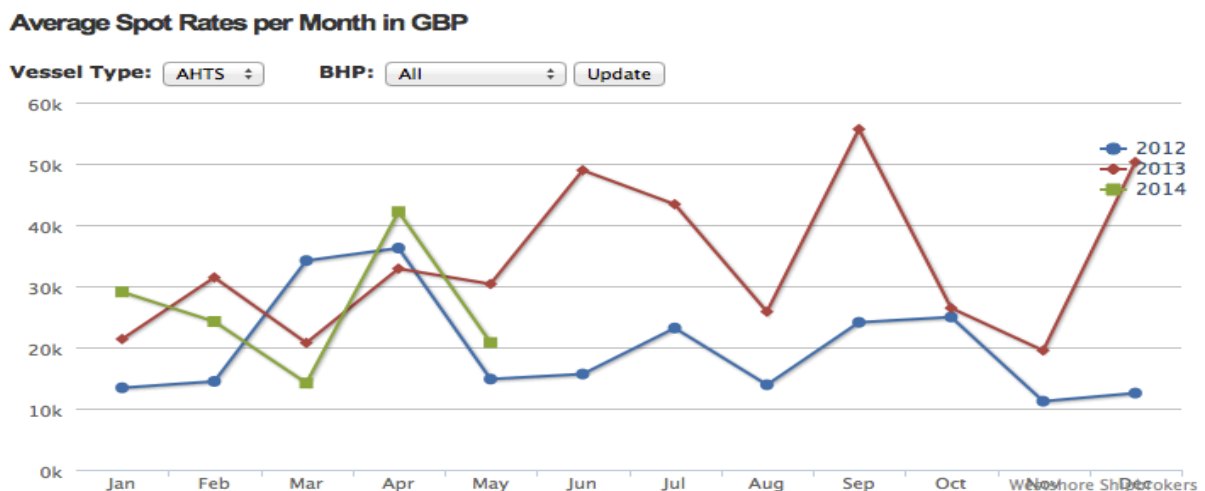
5.3 Drivere av spotrater

Den eksterne analysen avsluttes med en analyse av hvilke faktorer som påvirker spotratene. I analysen er det tatt utgangspunkt i de gjennomsnittlige månedlige spotratene, utnyttelsesgrad samt oljepris.

AHTS spotrater

Figur 5.4 viser månedlige gjennomsnittsrater i AHTS spotmarkedet fra 2012 til mai 2014. Som figuren viser har ratenivået variert fra 10 000 og opptil nærmere 60 000. Analysen under vil forsøke å gi svar på hva som er driverne til ratene.

Figur 5.4: AHTS spotrater



Kilde: (Shipbrokers, 2014)

Utgangspunktet for analysen blir da:

$$AHTS = \beta_0 + \beta_1 uAHTS + \beta_2 Oil + u$$

$AHTS = Spotrate\ AHTS$

$uAHTS = Utnyttelsesgrad\ AHTS$

$Oil = Oljepris$

Med nullhypotesen

$$\beta_j = 0$$

Regresjons analysen i Stata gav følgende resultater

Tabell 5.2: Oppsummering regresjonsanalyse AHTS spotrater

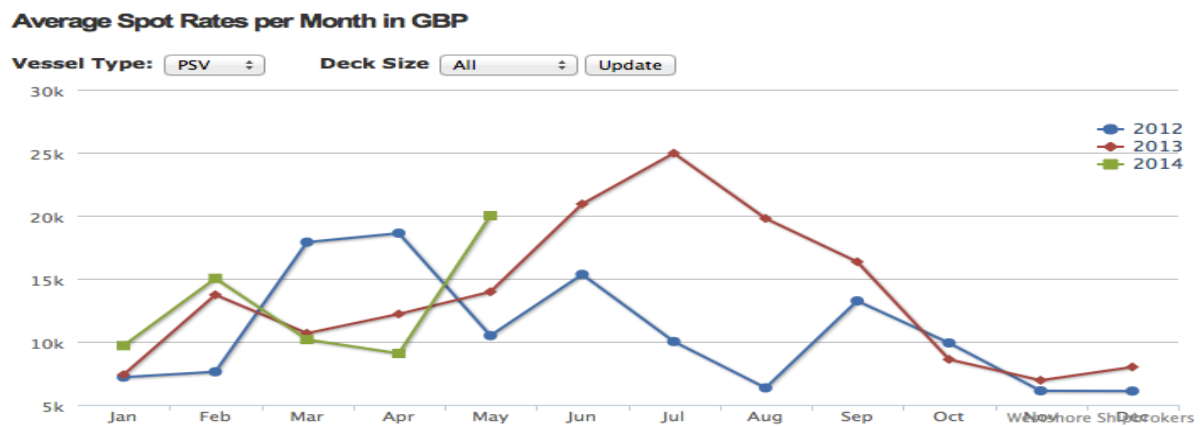
Stata regresjonsanalyse	Koeffisient	P-verdi
uAHTS	126152	0,000
Oil	4,8	0,987
Adj R - kvadrat	0,47	

Tabell 5.2 viser at det er en signifikant sammenheng mellom AHTS spotrater og utnyttelsesgrad (forholdet mellom antall skip på spotkontrakt og totalt antall skip i spotmarkedet) mens oljeprisen ikke påvirker spotratene på kortsikt. Ut fra koeffisienten til utnyttelsesgraden er det mulig å konkludere med at forventet nivå på spotraten er lik 126 152 multiplisert med markedets utnyttelsesgrad. Justert R – kvadrat viser at modellen forklarer 47% av variansen i spotratene. For mer informasjon av analysen, se vedlegg 2.

PSV spotrater

Som for AHTS viser figur 5.5 at også i PSV spot markedet har ratene har vært svært volatile. I august 2012 var de nærmere 5 000, mens de i juli 2013 var oppe i nesten 25 000.

Figur 5.5: PSV spotrater



Kilde: (Shipbrokers, 2014)

Den samme analysen som for AHTS spotratene ble også utført på PSV markedets spotrater, resultatet fra analysen var følgende

Tabell 5.3: Oppsummering regresjonsanalyse PSV spotrater

<u>Stata regresjonsanalyse</u>	<u>Koeffisient</u>	<u>P-verdi</u>
uPSV	70797	0,000
Oil	-62,57	0,557
Adj R - kvadrat	0,6	

Tabell 5.3 viser at det også for PSV spotratene er det en signifikant sammenheng mellom ratene og utnyttelsesgraden i markedet. Oljeprisen har heller ikke i denne regresjonen signifikant påvirkning på spotratene på kortsikt. Regresjonen antar et estimat på spotratene lik 70 797 multiplisert med utnyttelsesgraden av PSV skip i spotmarkedet. Regresjonens justerte R – kvadrat viser at modellen forklarer 60% av variansen i spotraten. For mer informasjon knyttet til regresjonen, se vedlegg 3.

For begge modellene er det utført en Breusch-Pagan test for å teste for heteroskedasticity, testen viste at ikke var signifikante tegn på heteroskedasticity i noen av regresjonene.

Som en oppsummering av regresjonsanalysene kan det konkluderes med at svingninger i oljepris på kort sikt ikke påvirker spotratene, og at det er hovedsakelig utnyttelsesgraden i spotmarkedet som påvirker ratenivået.

Data for testene er hentet fra magasinet Navigtor (2014)

5.4 Internanalyse

Solstads konkurransefortrinn vil i denne analysen kartlegges ved å studere selskapets sterke og svake sider. Ved å ta utgangspunkt i det resursbaserte perspektivet vil konkurransevnen kunne forklares ved å se på hvilke ressurser som er til disposisjon og anvendelse.

bransjestrukturen (Roos, Krogh & Roos, 2010).

Til å avdekke disse ressursene vil det bli benyttet rammeverket VRIO (Valuable, Rare, Immitable, Organized).

5.4.1 VRIO

I henhold til Roos, et al. (2010) vil vedvarende konkurransefortrinn kun være mulig dersom ressursene innehar følgende egenskaper

- Ressursen må være verdifull for å skape muligheter eller nøytraliserer trusler i omgivelsene til bedriften. En verdifull ressurs gjør det også mulig å effektivisere.
- Ressursen må være sjelden. En sjelden ressurs er en klar konkurransefordel, og kan være grunnlaget for at kunder velger bedriften.
- Ressursen må være vanskelig å imitere. Om en imitasjon av ressursen skaper høye kostnader for konkurrenter, vil selskapet ha en konkurransefordel.
- En ressurs som er verdifull, sjelden, ikke imiterbar samt strukturert på en måte som gir maksimal nytteverdi vil skape et varig konkurransefortrinn.

Til identifikasjon og vurdering av Solstads ressurser vil ressursene fordeles i 3 kategorier; Menneskelige ressurser, fysiske ressurser og finansielle ressurser.

5.4.1.1 *Menneskelige ressurser*

For å tilfredsstille kundenes behov er det viktig å ha personell som kan utføre de tjenester som kundene forespør, Solstad hadde pr.31.12.2013 1869 ansatte. Solstad ønsker å være en bedrift i utvikling, sammen med lokale utdanningsinstitusjoner jobber Solstad for å være en ledende opplæringsbedrift, og fikk i 2012 utmerkelsen ”årets lærebedrift” i Nord-Rogaland (Sternhoff, 2012). Å tiltrekke seg arbeidskraft som bidrar til fremtidig vekst og innovasjon er en av de viktigste egenskapene til et selskap (Roos, et al., 2010)

Lars-Peder Solstad sitter på stor kunnskap om den maritime bransjen, og er sådan en viktig ressurs for Solstad. Som sønn av grunnlegger Johannes Solstad, tiltrådte han stillingen som administrativ leder i 1999. Lars-Peder nyter stor respekt i det maritime miljøet, etter drøyt 14 år som sjef for Solstad ble han i 2014 valgt inn som president for Norges Rederiforbund. Forbundet er en interesse- og arbeidsgiverorganisasjon for 160 maritime bedrifter som sysselsetter mer enn 55.000 sjøfolk og offshore arbeidere (Tho, 2014).

Solstads styre består av personer med erfaring fra offshorebransjen. Styretsleder Harald Eikesdal har bakgrunn fra finansdepartementet. Administrasjonen, ledelse og styret har via god og langsiktig planlegging ført Solstad til toppen av Supply-bransjen (Solstad, 2014d).

De menneskelige ressursene Solstad innehar er verdifulle, men ikke sjelden eller vanskelig å kopiere. Ettersom selskapet i lengre tid har utvidet flåten kombinert med solide finansielle resultater er det naturlig å tenke seg at Solstad er godt organisert til å hente ut det beste fra selskapets menneskelige ressurser.

5.4.2 Fysiske ressurser

Som nevnt i introduksjonskapittelet bestod Solstads flåte ved utgangen av april 2014 av 49 heleide og deleide skip som inkluderer tre nybygg. Nybyggene vil leveres fra verft i løpet av perioden 2.kvartal 2014 til 2.kvartal 2016, disse vil da gå på 5 års kontrakter. Oversikt over flåtens kontrakter vises i vedlegg 1. Flåtens generelle gjennomsnittsalder er på 9,28 år, CSV skipene som er Solstads satsningsområdet har en gjennomsnittsalder på 7,05 år. I løpet av 2013 hadde 63% av Solstads flåte oppdrag utenfor Nordsjøen. Flåtens markedsverdi var ved årsslutt 2013 17 574 millioner. Solstad besluttet i 2012 å drive skipene i 20 år istedenfor hele levetiden som er 30 år.

Som nevnt blir skipene administrert fra hovedkontoret i Skudeneshavn eller fra avdelingskontorene i Rio de Janeiro, Aberdeen og Singapore. Ved siden av disse kontorene disponerer Solstad kontorer i Perth Australia og Manila på Filipinene.

De fysiske ressursene til Solstad er verdifulle, men deres konkurrenter har også en stor flåte og kontorer utenlands. Det gjør at ressursen ikke er sjelden eller vanskelig å imitere, ressursen er godt organisert.

5.4.2.1 Endringer i flåten pr. mai 2014

I 2014 vil CSV skipene Normand Reach og Normand Vision leveres til Solstad, skipenes kostpriser er henholdsvis 665 millioner og 1,4 milliarder. Videre er det solgt to skip i februar 2014: Normand Tonjer og Nor Sun, for disse fikk Solstad 87 millioner (Solstad, 2014a)

I mars ble det inngått en avtale om bygging og drift av et avansert CSV skip, avtalen inkluderer fast leie på 8 år i tillegg til 3 årlige opsjoner. Skipet som da vil bli Solstads største og mest avanserte skip noensinne, forventes levert andre kvartal 2016 (Solstad, 2014b).

5.4.3 Finansiell ressurs

I 2013 endte Solstads driftsinntekter på 3 495 millioner, en økning på mer enn 6% fra fjorårets driftsinntekter 3 288 millioner. Totale driftskostnader i 2013 var 2 423 millioner, en reduksjon på 66 millioner fra 2012. Egenkapitalen til Solstad ved utgangen av 2013 var på 4 954 millioner. Resultat før skatt økte fra 2012 til 2013 med 175 millioner til 541 millioner.

CSV og AHTS skip genererte størsteparten av inntektene i 2013. For CSV skip alene som er et stort satsningsområde steg inntektene med 12% sammenlignet med 2012. Tabell 5.4 viser hvordan Solstads inntekter fra de forskjellige geografiske områdene fordeler seg.

Tabell 5.4: Fraktinntekter

Fraktinntektene fordeler seg som følger:	2013		2012	
Nordsjøen	37 %	1 307 307	39 %	1 285 799
Mellom- og Nord-Amerika	9 %	310 089	8 %	250 379
Middelhavet/Europa ellers	4 %	144 008	7 %	216 127
Vest-Afrika	7 %	228 088	1 %	38 915
Sør-Amerika	17 %	601 071	23 %	765 494
Asia	26 %	904 511	22 %	731 205
Totalt	100 %	3 495 073	100 %	3 287 920

Kilde: (Solstad, 2014d)

Selskapets finanser er ikke sjeldne eller vanskelig å kopiere, men Solstad har et godt finansielt ståsted slik at de finansielle ressursene er verdifulle.

I tabell 5.5 er VRIO analysen kort oppsummert, det kommer frem at Solstad har ressurser som er verdifulle, men ikke sjeldne.

Tabell 5.5: Oppsummering VRIO

Ressurser	Verdifulle	Sjeldne	Imiterbar	Godt organisert
Menneskelige	Ja	Nei	Nei	Ja
Fysiske	Ja	Nei	Nei	Ja
Finansielle	Ja	Nei	Nei	Ja

6 Regnskapsanalyse

Regnskapsanalysen vil ta utgangspunkt i Solstads årsrapporter, og vil sammen med den strategiske analysen danne grunnlaget for budsjetteringen av fremtidige kontantstrømmer. Kapitlet vil inneholde en omgruppering av regnskapet, en analyse av vekst, og til slutt vil det foretas en risikoanalyse av selskapet.

6.1 Analyseperspektiv

Formålet med denne oppgaven er å verdsette Solstad Offshore fra et investorperspektiv. Det vil derfor være naturlig at perspektivet for analysen er investororientert, ettersom regnskapsreglene stort sett er utformet med hensyn til kreditorene (Gjesdal, 2007). Dette medfølger en omgruppering av Solstads regnskap.

6.2 Analyseperiode

Solstad gikk i 2005 over fra NGAAP til IFRS som rapporteringsstandard på selskapets konsoliderte årsregnskap. I løpet av de siste åtte årene har det ikke har inntruffet spesielle hendelser som fusjoner, fisjoner eller andre større organisatoriske endringer som ville ha talt for en kort analyseperiode, derfor vil analyseperioden være av en mellomlang variant fra 2006 til og med 2013, altså en periode på åtte år (Breg, 2014; Solstad, 2006).

6.3 Omgrupperinger

Ved omgruppering av regnskap, er det i følge Gjesdal (2007) viktig å skille mellom normale og unormale poster i resultatet.

6.3.1 Unormale poster

Normale poster er poster som er permanente og kommer igjen år etter år, mens unormale poster kun inntreffer noen få ganger i løpet av analyseperioden. Det vil derfor være naturlig å trekke ut disse postene ettersom de er lite relevante for fremtiden og vanskelig å lage gode prognoser på, noe som gjør dem forstyrrende for verdsettingen. Andre poster som kan betraktes som unormale, men som dukker opp ofte er agio/disagio. Valuta gevinster eller tap vil være ekstremt vanskelig å lage gode prognoser på, det vil derfor være naturlig å korrigere for disse (Gjesdal, 2007; Kristoffersen, 2012)

Solstad har følgende poster i årsregnskapet som kan pr. definisjon klassifiseres som unormale poster:

- Valuta gevinst/tap (unormalt finansresultat)
- Gevinst/tap fra finansielle derivater (unormalt finansresultat)
- Gevinst/tap ved salg av aksjer/andeler (unormalt finansresultat)
- Gevinst/tap ved salg av skip (unormalt driftsresultat)
- Terminering av lease (unormalt driftsresultat)
- Unormal skatt som følge av endringer i rederibeskatningen (unormalt driftsresultat)
- Nedskrivninger (unormalt driftsresultat)

I Solstads originale regnskap består postene annen inntekt, annen finansinntekt og annen finanskostnad både av normale og unormale poster. Vedlegg 4 synliggjøres de unormale postene, hvor disse er merket grå. Det er viktig å poengtere at dette vedlegget ikke er det endelige omgrupperte regnskapet.

Pensjon: Det er viktig at det er samsvar mellom resultatregnskapet og balansen, dersom pensjon er klassifisert som en finansiell eiendel vil det ikke lenger være samsvar fordi avkastning på midlene kommer til fradrag på pensjonskostnadene som er en del av lønnskostnadene (Gjesdal, 2007). I Solstad vil typiske pensjonskostnader være knyttet til mannskapskostnader. Pensjon er i årsregnskapet ført som et finansielt anleggsmiddel, av den grunn vil det være nødvendig å omgruppere avkastningen knyttet til pensjon over fra drift til en finansiell post i resultatregnskapet. Regnskapsanalysens endelige omgruppert finansresultat er illustrert i vedlegg 5. Finansinntektene i vedlegget inneholder dermed kun de normale postene som originalt utgjorde annen finansinntekt, i tillegg er det korrigert for avkastning relatert til pensjon.

Pensjonsforpliktelser: Pensjonsforpliktelser har en implisitt rentekostnad som fremkommer via nåverdiberegningen av forpliktelsene. Fordi dette er en utsatt kostnad vil nåverdien øke etter hvert som pensjonstidspunktet nærmer seg. Denne verdiøkningen vil da være en rentekostnad. Dersom denne kostnaden er inkludert i pensjonskostnadene som føres som driftskostnader, vil forpliktelsen ses på som rentefri. Siden de ansatte aksepterer utsatt betaling av lønn inntil pensjonsalder, vil pensjonsforpliktelser egentlig være finansiell gjeld og burde vært klassifisert som rentebærende gjeld i balansen (Gjesdal, 2007). Det vil derfor være nødvendig med en reklassifisering av denne posten. Dette er illustrert i vedlegg 5.

6.3.1.1 Driftsskatt

På grunn av endringene som ble gjort i forbindelse med justeringen for unormaleposter vil det være nødvendig å fordele driftsskattekostnaden på normal driftsskatt og unormal driftsskatt. Skatteprosenten til finansresultatet vil være 28%, beregningen av driftsskatteprosenten pr. år vil skje på følgende måte.

$$\text{Driftsskatt}_t = \frac{\text{Opprinnelig skattekostnad}_t - \text{skatt på finansresultat}_t - \text{skatt på unormalt finansresultat}_t - \text{Unormal skatt}_t}{\text{Normalt driftsresultat}_t + \text{unormalt driftsresultat}_t}$$

Driftsskatten blir beregnet for hvert år i analyseperioden, periodens gjennomsnittlige driftsskatten blir så Solstads normale driftsskatt for perioden. Videre blir da den unormale driftsskatten avviket mellom periodens normale driftsskatt og driftsskatten beregnet for det aktuelle året. Periodens normale driftsskatt ble beregnet til å være 21%. For detaljer se vedlegg 5.

6.3.2 Omgruppert resultat

Tabell 6.1 viser periodens omgrupperte nettoresultat, balansen beholdes uforandret og finnes i vedlegg 6.

Tabell 6.1: Omgruppert resultat

Resultatregnskap Konsern (MNOK)	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006
Fraktinntekter	3495	3288	3044	2614	2519	2135	2108	1787
+ Annen inntekt	14	21	5	3	11	10	6	8
= Sum Driftsinntekter	3509	3309	3049	2617	2529	2145	2113	1795
Personalkostnader	-1306	-1229	-1180	-961	-804	-608	-491	-438
+ Ordinære avskrivninger	-275	-325	-578	-446	-504	-417	-340	-263
+ Avskrivninger periodisk vedlikehold	-157	-167	-194	-193	-145	-104	-97	-74
+ Andre driftskostnader	-753	-699	-769	-698	-566	-197	-342	-420
+ Forsikringsoppgjør	11	0	6	20	33	0	0	0
+ Andel resultat felleskontrollert virksomhet	57	20	-2	3	2	41	11	16
= Sum driftskostnader	-2423	-2401	-2718	-2275	-1984	-1285	-1259	-1179
Driftsresultat	1086	908	331	342	546	860	855	616
Andel resultat tilknyttede selskaper	6	3	0	0	0	0	0	0
+ Renteinntekt	7	6	18	27	14	56	81	57
+ Rentekostnader	-450	-524	-550	-371	-254	-315	-222	-193
Annen finansinntekt/kostnad	13	-5	4	-4	-17	-116	36	1
Netto finansposter	-423	-520	-527	-348	-258	-375	-105	-135
Resultat før skattekostnad	664	388	-195	-5	288	485	750	481
Skattekostnad (-)/-inntekt	-56	34	-8	2	-141	40	-15	-25
Årets resultat	607	422	-203	-3	147	525	735	456

6.4 Justering av målefeil

Det kan i enkelte tilfeller være nødvendig å justere finansregnskapet for målefeil. Målefeil kommer av at regnskapsførte verdier avviker fra virkelig verdi. Sentrale måleproblemer i regnskap er i følge Kristoffersen (2012) ofte knyttet til:

- Periodisering av inntekter og kostnader i regnskapet i forbindelse med årsavslutningen.
- Skillet mellom vedlikehold og påkostning av varige driftsmidler
- Beregning av avskrivninger
- Beregninger knyttet til forventet tap på kundefordringer
- Beregning av ukurans i varelager
- Bruk av historisk kostpris kan føre til skjulte reserver i regnskapet dersom bokført verdi avviker fra virkelig verdi
- Kreativ regnskapsføring

Som nevnt benytter Solstad seg av Ernst and Young som revisor. I revisors beretning konkluderer Ernst and Young med at selskapsregnskapet er avgitt i samsvar med lov og forskrifter. Av dette er det mulig å konkludere med at Solstads selskapsregnskap ikke inneholder tilfeller av kreativ regnskapsføring. Videre vil revisor teste for feilperiodiseringer, det vil derfor være naturlig å forvente at selskapsregnskapet ikke inneholder vesentlige feilperiodiseringer. Ettersom selskapsregnskapet er godkjent og i tråd med IFRS vil det være naturlig å anta at selskapets avskrivninger og nedskrivninger er korrekte, og at det dermed ikke vil være vesentlige avvik mellom bokført verdi og virkelig verdi på anleggsmidler og gjeld.

Det konkluderes med at selskapsregnskapet er troverdig, og at eventuelle justeringer ville ført til mer støy enn nytte.

6.5 Vekst

For å danne grunnlag til å estimere fremtidige kontantstrømmer kan det være nyttig å se på den historiske veksten i noen av de viktigste verdidriverne.

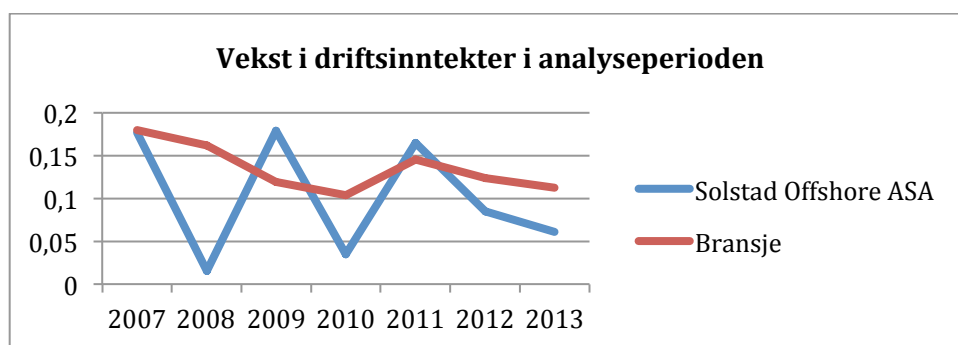
Vedlegg 7 viser selskapets vekst under analyse perioden. 2006 vil være basis året som veksten vil beregnes ut i forhold til. I løpet av perioden har driftsinntektene steget med 95%.

Driftskostnadene har i løpet av den samme perioden økt med 105,7%. Dette kommer av større investeringer og en større flåte. Driftsresultatmessig har selskapet resultatet steget med 75,9% siden 2006

6.5.1 Driftsinntekter

Figur 6.1 viser at Solstad i 2008 hadde en relativt svak vekst i driftsinntektene i forhold til 2007, deler av den svake veksten kan nok forklares med finanskrisen som førte til lav oljepris og mindre investeringer. I 2009 steg veksten igjen, dette kommer av at selskapet tok kontroll over 7 skip dette året gjennom en fisjon i Rem Offshore ASA. Videre bedret oljeprisene seg betydelig dette året som følge av økt etterspørsel fra hovedsakelig Kina. Reduksjonen i vekstraten i 2010 skyltes reduksjoner i driftsinntekt fra segmenter i Mellom og Nord-Amerika, og Middelhavet/Europa minus Nordsjøen. I 2011 steg igjen driftsinntektene, hovedgrunnen til økningen er veksten i Mellom og Nord – Amerika segmentet. Rederiet mottok dette året også sitt største CSV skip frem til da, med en prislapp på 1,25 milliarder NOK. Videre har vekstraten for 2012 og 2013 ligget litt under bransje gjennomsnittet.

Figur 6.1: Vekst i driftsinntekter



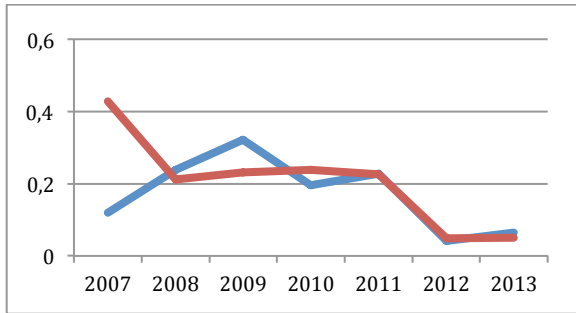
Kilde: (Dof, 2007, 2008, 2009, 2010, 2011, 2012, 2013, 2014b; Farstad, 2009, 2010, 2011, 2012, 2013, 2014b; Solstad, 2007, 2008, 2009, 2010b, 2011, 2012, 2013, 2014d)

Gjennomsnittlig var Solstads årlige vekst i analyseperioden 10% mens bransjen hadde et snitt på 13,5%.

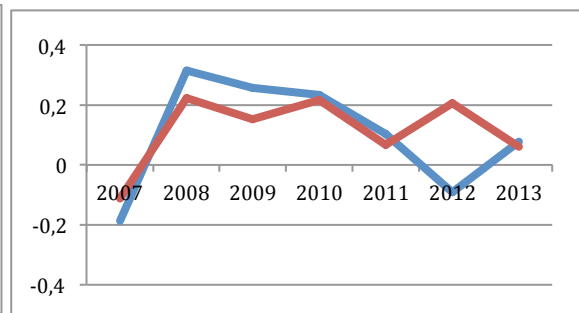
6.5.2 Driftskostnader

Analyseperiodens årlige vekst i personalkostnader, andre driftskostnader og avskrivninger er illustrert i henholdsvis figur 6.2, 6.3 og 6.4. Figur 6.5 viser periodens vekst i totale driftskostnader. I figurene under er Solstad representert i blått og bransjesnittet i rødt.

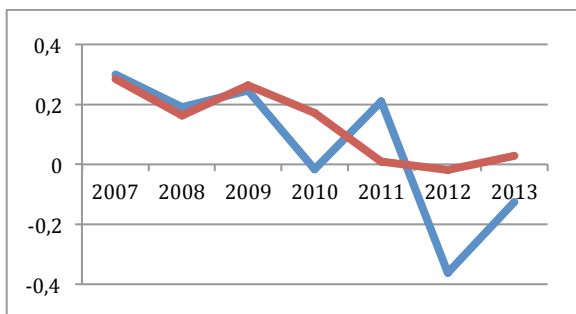
Figur 6.2: Personalkostnader



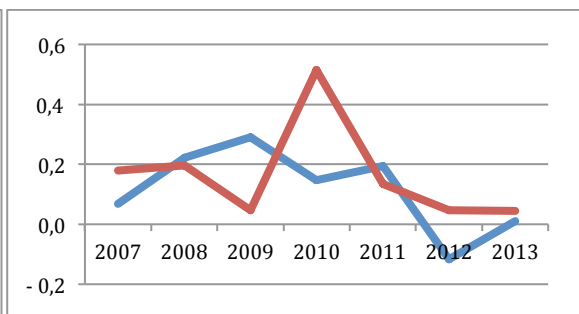
Figur 6.3: andre driftskostnader



Figur 6.4: Avskrivninger



Figur 6.5: Totale driftskostnader



Kilde: (Dof, 2007, 2008, 2009, 2010, 2011, 2012, 2013, 2014b; Farstad, 2009, 2010, 2011, 2012, 2013, 2014b; Solstad, 2007, 2008, 2009, 2010b, 2011, 2012, 2013, 2014d)

Sammenlignet med bransjen har Solstad generelt hatt en lavere gjennomsnittlig vekst i driftskostnadene. Som nevnt i internanalysen har Solstad de siste årene begynt å benytte seg av utenlandsk arbeidskraft, dette vises igjen i figur 6.2. I tillegg har reduksjoner i avskrivninger som følge av Solstads endring av skipenes driftstid bidratt til en redusert vekst i totale driftskostnader de siste årene.

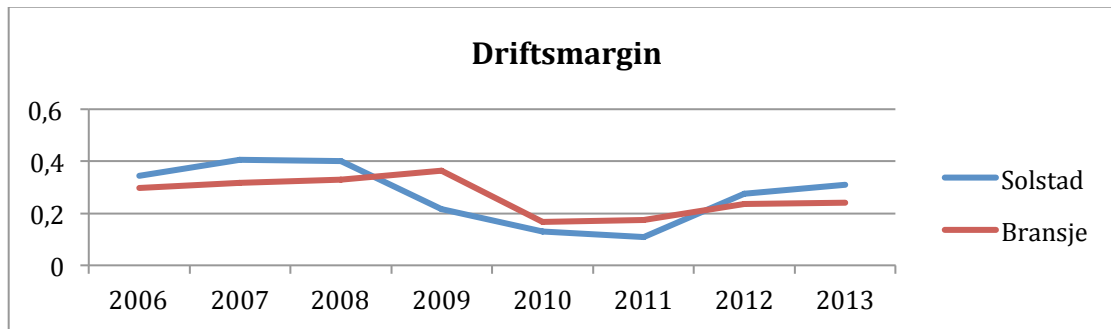
6.5.3 Driftsresultat

Denne driveren viser forholdet mellom driftsresultatet og driftsinntektene, dermed blir dette en av nøkkeldriverne. Utregningen av driftsresultat er gitt av formelen

$$\text{Driftsmargin} = \frac{\text{Driftsresultat}_t}{\text{Driftsinntekter}_t}$$

Figur 6.6 viser Solstads og bransjens driftsmarginer i analyseperioden.

Figur 6.6: Driftsmargin i analyseperioden



Kilde: (Dof, 2007, 2008, 2009, 2010, 2011, 2012, 2013, 2014b; Farstad, 2009, 2010, 2011, 2012, 2013, 2014b; Solstad, 2007, 2008, 2009, 2010b, 2011, 2012, 2013, 2014d)

Historisk sett har Solstad oppnådd varierende grad av driftsmargin, som i løpet av analyseperioden både har vært over og under gjennomsnittet for bransjen. Siden bunnoteringen i 2011 hvor driftsmarginen var mer enn 5 prosentpoeng under bransjen er driftsmarginen i dag nesten 5 prosentpoeng over bransjens gjennomsnitt. I løpet av perioden har Solstad hatt et snitt på 27,3% mot bransjen som har et snitt på 26,5%.

6.6 Likviditet og soliditetsanalyse

Analysen vil deles i to deler: kortsiktig likviditetsrisiko (kommende regnskapsperiode, inntil ett år) og langsiktig soliditetsrisiko. Kreditorer og investorer bemerker seg spesielt risikoen i et selskap ved investering og utlån, høyere risiko bør kompenseres ved høyere avkastning. Forholdstall fra analysene oppsummeres i en syntetisk rating-analyse, hvor Solstads konkurssansynlighet belyses. Til slutt i kapittelet vil selskapets risiko knyttet til valutakurs og rentenivå beskrives.

Figur 6.7: Risikoanalyse



6.6.1 Likviditetsanalyse – Kortsiktig risiko

Likviditetsanalysen belyser Solstads kortsiktige kredittrisiko. Forholdstallene til likviditetsgrad 1 og likviditetsgrad 2 er indikatorer på selskapets evne til å betale sine

forpliktelser ved forfall, likviditetsgradene beregnes da ut ifra balansen i gitte tidspunkt. Likvide omløpsmidler er midler som kan likvideres i løpet av et kvartal (Kristoffersen, 2012).

6.6.1.1 Likviditetsgrad 1

Likviditetsgrad 1 viser forholdet mellom omløpsmidler og kortsiktig gjeld. Solstads omløpsmidler består av beholdninger, fordringer, investeringer, Bankinnskudd og kontantekvivalenter.

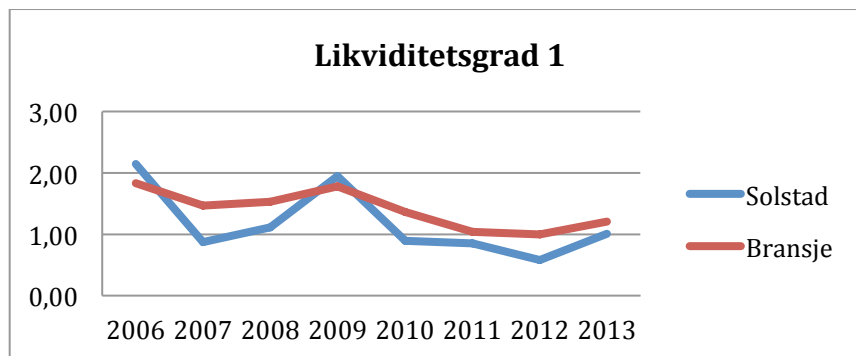
$$\text{Likviditetsgrad 1} = \frac{\text{Omløpsmidler}}{\text{Kortsiktig gjeld}}$$

Tabell 6.2: Likviditetsgrad 1

Likviditetsgrad 1 (MNOK)	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Beholdninger	19	26	19	49	59	60	73	69
Fordringer	496	712	685	808	749	893	743	975
Aksjer for salg	126	60	17	0	0	0	0	0
Bankinnskudd og kontantekvivalenter	1 291	1 053	830	1 445	872	657	807	1 240
Omløpsmidler	1 933	1 851	1 551	2 303	1 681	1 611	1 624	2 285
Kortsiktig gjeld	901	2 118	1 402	1 176	1 884	1 866	2 815	2 264
Likviditetsgrad 1 Solstad	2,14	0,87	1,11	1,96	0,89	0,86	0,58	1,01
Likviditetsgrad 1 Bransje	1,83	1,46	1,53	1,78	1,36	1,04	0,99	1,21

Kilde: (Dof, 2007, 2008, 2009, 2010, 2011, 2012, 2013, 2014b; Farstad, 2009, 2010, 2011, 2012, 2013, 2014b; Solstad, 2007, 2008, 2009, 2010b, 2011, 2012, 2013, 2014d)

Figur 6.8: Likviditetsgrad 1



Tabell 6.2 og figur 6.8 viser at Solstads likviditetsgrad 1 har gjennomgående i analyseperioden ligget under bransjesnittet, foruten ved to anledninger i 2006 og 2009. I løpet av analyseperioden har Solstad i årene 2007, 2010, 2011 og 2012 ikke vært i stand til å dekke inn kortsiktig gjeld med omløpsmidler. Tilfredsstillende likviditetsgrad er (>1) men Kristoffersen (2012) argumenterer for den bør være høyere enn 2. I perioden 2010-2012 var trenden vært negativ samt <1 noe som kan tyde på at selskapet kan ha vært i en posisjon hvor de har måttet finne annen kapital til å dekke sine kortsiktige forpliktelser.

6.6.1.2 Likviditetsgrad 2

Likviditetsgrad 2 har på engelsk navnet ”Acid test”, forholdstallet ser på de mest likvide omløpsmidlene i forhold til den kortsiktige gjelden. De mest likvide omløpsmidlene i denne oppgaven er; bankinnskudd og kontantekvivalenter samt aksjer for salg.

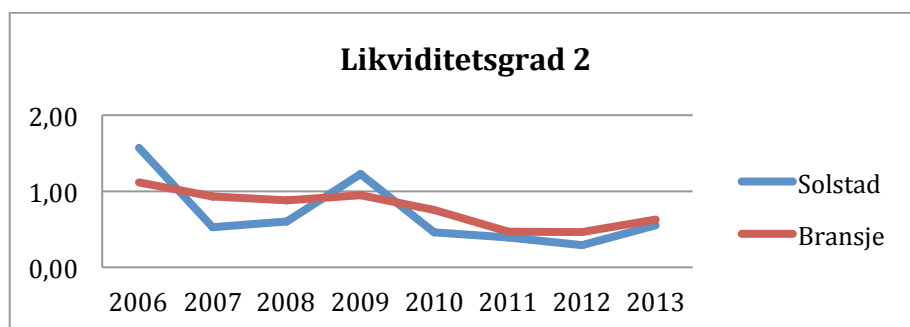
$$\text{Likviditetsgrad 2} = \frac{\text{Mest likvide omløpsmidler}}{\text{Kortsiktig gjeld}}$$

Tabell 6.3: Likviditetsgrad 2

Likviditetsgrad 2 (MNOK)	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Aksjer for salg	126	60	17	0	0	0	0	0
Bankinnskudd og kontantekvivalenter	1 291	1 053	830	1 445	872	657	807	1 240
Mest likvide omløpsmidler	1 417	1 113	847	1 445	872	658	807	1 240
Kortsiktig gjeld	901	2 118	1 402	1 176	1 884	1 866	2 815	2 264
Solstad	1,57	0,53	0,60	1,23	0,46	0,35	0,29	0,55
Bransje	1,12	0,93	0,88	0,94	0,76	0,47	0,46	0,63

Kilde: (Dof, 2007, 2008, 2009, 2010, 2011, 2012, 2013, 2014b; Farstad, 2009, 2010, 2011, 2012, 2013, 2014b; Solstad, 2007, 2008, 2009, 2010b, 2011, 2012, 2013, 2014d)

Figur 6.9: Likviditetsgrad 2



Figur 6.9 viser samme trend som ved likviditetsgrad 1, hvor Solstad kun lå over bransjesnittet ved to anledninger i 2006 og 2009. Det var kun i disse årene i løpet av analyseperioden at Solstad var i stand til å betjene den kortsiktige gjelden kun basert på de mest likvide omløpsmidlene. Kristoffersen (2012) argumenterer for at likviditetsgrad 2 bør være større enn 1.

6.6.2 Soliditetsanalyse – Langsiktig risiko

Soliditetsanalyse har til hensikt å belyse selskapets evne til å betale sine forpliktelser på lengre sikt. Egenkapitalandel, gjeldsgrad og rentedekningsgrad vil belyse soliditeten, mens et finansieringsskjema vil vise Solstads finansieringsstruktur.

6.6.2.1 Egenkapitalandel

Egenkapitalandelen viser til hvor stor andel av totalkapitalen som er finansiert ved egenkapital. En høy egenkapitalandel gjør selskapet bedre rustet til å håndtere fremtidig usikkerhet. Egenkapitalandelen kan også være en indikator på hvor bra selskapets soliditet er. Totalkapitalen er summen av selskapets eiendeler.

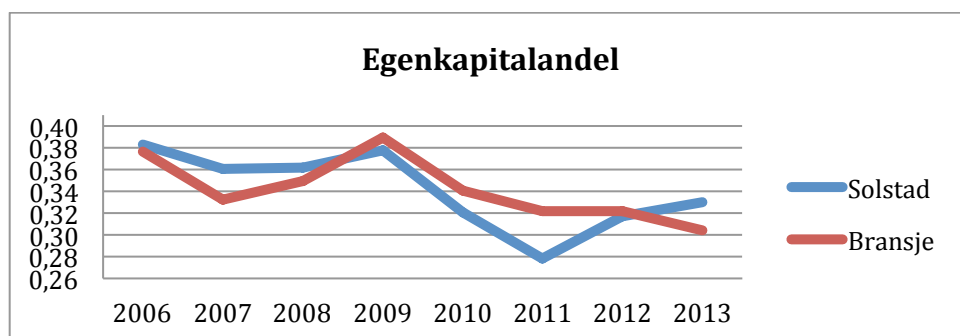
$$\text{Egenkapitalandel} = \frac{\text{Egenkapital}}{\text{Totalkapital}}$$

Tabell 6.4: Bokført egenkapitalandel

Egenkapitalandel (MNOK)	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Egenkapital	3 174	3 717	3 698	4 630	4 989	4 416	4 665	4 954
Totalkapital	8 294	10 315	10 213	12 267	15 566	15 883	14 707	15 025
Solstad	0,38	0,36	0,36	0,38	0,32	0,28	0,32	0,33
Bransje	0,38	0,33	0,35	0,39	0,34	0,32	0,32	0,30

Kilde: (Dof, 2007, 2008, 2009, 2010, 2011, 2012, 2013, 2014b; Farstad, 2009, 2010, 2011, 2012, 2013, 2014b; Solstad, 2007, 2008, 2009, 2010b, 2011, 2012, 2013, 2014d)

Figur 6.10: Bokført egenkapitalandel



Figur 6.10 viser at Solstad hadde fra 2006-2009 en egenkapitalandel lå over bransjesnittet, før en negativ utvikling fra 2009-2011. I 2012 hadde Solstad finansiert sine eiendeler med 32% egenkapital, samme som snittet for bransjen. Selskapet har hatt en positiv utvikling siden 2011, i 2013 var egenkapitalandelen på 33%.

6.6.2.2 Rentedeckningsgrad

Rentedeckningsgraden beskriver selskapets evne til å betale sine rentekostnader. Størrelsen på forholdstallet er avhengig av lønnsomheten i selskapet samt renter på gjelden.

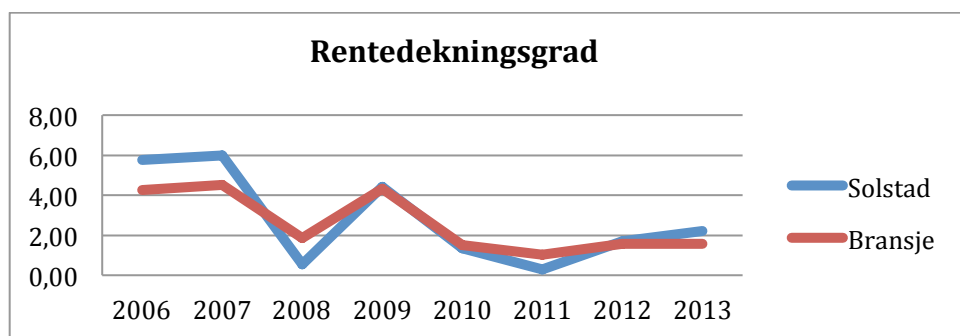
Rentedeckningsgraden bør ligge over én, er graden under dette vil ikke selskapet være i stand til å betale sine rentekostnader (Kristoffersen, 2012).

$$\text{Rentedeckningsgrad} = \frac{\text{Resultat før skatt} + \text{Rentekostnader}}{\text{Rentekostnader}}$$

Tabell 6.5: Rentedeckningsgrad

Rentedekningsgrad (MNOK)	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Resultat før skatt	915	1 106	-144	866	133	-399	362	541
Rentekostnad	193	222	315	254	371	550	524	450
Solstad	5,75	5,99	0,54	4,41	1,36	0,27	1,69	2,20
Bransje	4,26	4,53	1,84	4,33	1,51	1,01	1,56	1,57

Kilde: (Dof, 2007, 2008, 2009, 2010, 2011, 2012, 2013, 2014b; Farstad, 2009, 2010, 2011, 2012, 2013, 2014b; Solstad, 2007, 2008, 2009, 2010b, 2011, 2012, 2013, 2014d)

Figur 6.11: Rentedekningsgrad

Figur 6.11 viser at i løpet av analyseperioden har Solstad ligget tett opp under bransjesnittet. I 2008 og 2011 hadde Solstad et negativt resultat før skatt som førte til en rentedekningsgrad <1. I 2013 hadde Solstad en rentedekningsgrad på 2,20, som er noe høyere enn bransjesnittet og viser at selskapet har evne til å påta seg høyere låneforpliktelser om nødvendig.

6.6.3 Finansieringsskjema

Til slutt i risikoanalysen vil en se på hvordan eiendelene er finansiert. Kapitalanvendelsen av eiendelene er rangert etter risiko på kapitalen, hvorav kortsiktig finansiell gjeld (KFG) er den mest risikable formen for kapital. Det fordeles så på kortsiktig driftsrelatert gjeld (KDG), langsiktig finansiell gjeld (LFG), langsiktig driftsrelatert gjeld (LDG) og til slutt egenkapital (EK) som er den minst risikable finansieringsformen. Tabell 6.6 viser Solstads finansiering.

Tabell 6.6: Finansieringsskjema

Eiendeler (MNOK)	Kapitalanvendelse	KFG	KDG	LFG	LDG	EK
Finansielle omløpsmidler	1 376	1 376				
Driftsrelaterte omløpsmidler	1 044	258	630	156	-	-
Finansielle anleggsmidler	409	-	-	409		
Driftsrelaterte anleggsmidler	12 196	-	-	7 080	161	4 954
Sum	15 025	1 634	630	7 646	161	4 954

Kilde: (Solstad, 2014d)

I 2013 var Solstads finansielle omløpsmidler utelukkende dekket av kortsiktig finansiell gjeld, mens de driftsrelaterte omløpsmidlene var dekket av kort og langsiktig finansiell gjeld, samt

kortsiktig driftsrelatert gjeld. De finansielle anleggsmidlene som beløper seg til blant annet investeringer i felles kontrollert virksomhet ble finansiert ved langsiktig finansiell gjeld. De driftsrelaterte anleggsmidlene ble finansiert av langsiktig finansiell og driftsrelatert gjeld samt egenkapital.

6.6.4 Netto driftsrentabilitet

For å kunne foreta en syntetisk rating må netto driftsrentabilitet regnes ut, netto driftsrentabilitet sier noe om lønnsomheten til selskapet (Tofteland, 2011). Netto driftsrentabilitet blir beregnet ved formelen:

$$Ndr = \frac{\text{Netto driftsresultat}_t}{\text{Netto driftskapital}_{t-1} + \frac{\text{netto driftskapital}_t - \text{netto driftsresultat}_t}{2}}$$

Ndr = Netto driftsrentabilitet

Tabell 6.7: Netto driftsrentabilitet

Netto driftsrentabilitet (MNOK)	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Driftsresultat	616	854	608	466	342	171	816	1 084
Driftskapital	5 070	6 179	7 073	9 975	13 618	14 257	12 742	12 449
Netto driftsrentabilitet		0,11	0,06	0,04	0,02	0,01	0,04	0,06

Kilde: (Solstad, 2007, 2008, 2009, 2010b, 2011, 2012, 2013, 2014d)

6.6.5 Syntetisk rating

Som en oppsummering av kapitlet vil det gjøres en syntetisk rating av Solstad etter Standard & Poors ratingsystem. Dette systemet basere seg på forholdstallene likviditetsgrad 1, egenkapitalandel, rentedekningsgrad og netto driftsrentabilitet. I dette systemet er klasse AAA den beste, mens den dårligste er klasse D. Se vedlegg 8 for rating, tabellen er basert på Knivsfå (2009). Solstads syntetiske rating er beregnet i tabell 6.8

Tabell 6.8: Syntetisk rating

Syntetisk rating	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Likviditets - grad 1	BBB	B	BB	BBB	B	B	CCC	BB
Rentedekningsgrad	AA	A	BB	AA	BB	CCC	BBB	BBB
EK andel	BBB	BBB	BBB	BBB	BB	BB	BB	BB
Netto driftsrentabilitet		BBB	BB	B	B	CCC	B	BB
Gjennomsnitt Solstad	A	BBB	BB	BBB	B	B	B	BB
Gjennomsnitt bransje	BBB	BB	BB	BBB	BB	B	B	BB

Kilde: Vedlegg 8

De siste år har Solstads rating vært på nivå med bransjesnittet, og fikk i 2013 oppnådde Solstad rating klassen BB. Klasse BB gir en Solstad en årlig konkurssansynlighet på 1,36%.

I følge S&P så er selskaper med en rating på BBB eller bedre lavrisiko selskaper og anses som mer sikre investerings objekter. Solstads kredittvurdering på BB gjør at de så vidt faller utenfor denne kategorien. I henhold til S&P rating system er Solstad mindre sårbar på kort sikt, men det finnes usikkerhet når det kommer til finansielle og økonomiske forhold (Standard & Poor, 2014)

6.6.6 Finansiell markedsrisiko

Solstad er utsatt for ulike markedsrisikoer i sin virksomhet, slik som endringer i rentesatser, valutakurser og som nevnt tidligere fraktrater som oppnås i markedet. Her vil en ta for seg den finansielle markedsrisikoen Solstad er eksponert for.

6.6.6.1 Rentesatser

I årsrapporten for 2013 skriver Solstad at konsernet er eksponert for endringer i markedsrenten, primært dreier dette seg om selskapets flytende rente på langsiktige gjeldsforpliktelser. Pr. 31.12.13 var 30% av selskapets gjeld fastrente avtaler, de er benyttet for sikring mot renteendringer. Den resterende andelen av gjeld (70%) har flytende rente.

6.6.6.2 Valuta

Solstads rapporteringsvaluta er NOK, men selskapets inntekter fordeler seg på NOK, USD, GBP, BRL og EUR. Dette gjør at selskapet er utsatt for svingninger i valutakurser, og konsernet har poster rettet til valuta tap-/gevinst. For å redusere valutarisikoen benytter Solstad finansielle derivater for å sikre seg mot svingninger. Strategien Solstad benytter seg av går ut på å ta opp lån i samme valuta som de fremtidige fraktinntektene, i tillegg blir det solgt 'forwards' til en mindre del av inntektene. Solstad har også lån i utenlandsk valuta, og konsernets langsiktige gjeld fordeler seg mellom 46% NOK, 41% USD og 13% i GBP. Andelen lån i utenlandsk valuta har økt siden 2012, da var 56% av gjelden var i NOK, 35% i USD og 10% GBP. Selskapets gevinst/tap på de finansielle derivatene som omhandler valuta er satt som en unormal post og vil ikke tas hensyn til i budsjetteringen av de fremtidige kontantstrømmer (Solstad, 2014d).

7 Fremtidig kontantstrøm

Frem til nå har vi gjennomført strategiske analyser og analysert de historiske regnskapene til Solstad. Dette vil utgjøre grunnlaget når vi nå skal budsjettere fremtidige regnskaper og kontantstrømmer til selskapet, se rammeverket figur 4.1.

7.1 Budsjetthorisont

En faktor som spiller inn på valget av lengde på budsjetthorisonen vil typisk være tiden et selskap bruker på å nå stabile inntekter og kostnader som er på nivå med generell vekst i økonomien. Etersom Solstad er i en modenfase av livssyklusen, og har ønske om å være en stor internasjonal aktør vil dette kreve vekst i flåten, noe som føre til at både kostnader og inntekter vil øke de neste årene. Vi velger å legge oss på en budsjetthorisont på 10 år, altså frem til 2023. Etter dette antar vi at inntektene og kostnadene vil følge en gitt vekstrate, nåverdien av kontantstrømmer etter budsjettperioden beregnes som terminalverdi.

7.2 Verdidrivere

Verdidriverne som i stor grad påvirker Solstads kontantstrøm er:

- Driftsinntekter
- Driftskostnader: Personalkostnader, avskrivninger og andre driftskostnader
- Kapital investeringer
- Endringer i arbeidskapital

7.2.1 Vekst i driftsinntekter

Solstad har i løpet av analyseperioden hatt varierende grad av vekst i driftsinntekter, se figur 6.1. Gjennomsnittlig var Solstads årlige vekst i analyseperioden 10% mens bransjen hadde et snitt på 13,5%.

I den strategiske analysen ble det avdekket at for 2014 forventer offshoreselskapene en vekst på 9%, mens offshore entreprenørene venter en vekst på 2%. Selv om offshore entreprenørene er pessimistiske velges det en vekstrate på 9% for Solstad i 2014. Dette blir begrunnet med levering av to nye CSV skip som vil generere inntekter samt Solstad innrapporterte inntekter fra første kvartal 2014 (Solstad, 2014). SSBs anslag til oljeinvesteringer for 2014 taler også for en høy vekstrate, det er forventet at investeringene ligger på 231,7 milliarder, dette er en økning på 9,65% fra 2013 (Ssb, 2014).

I 2015 forventes det lavere vekst som følge av at Solstad ikke mottar nye skip dette året. Vi tar utgangspunkt i den gjennomsnittlige veksten i 2012 og 2013 på 7% ettersom dette også var år hvor det ikke kom nye tilskudd til flåten. Det antas også at Solstad sannsynligvis kommer til å selge 3 skip som vil være over 30 år gamle og uten langtidskontrakter. Ssb (2014) anslår en nedgang i oljeinvesteringene i 2015 på 12%, dette kan medføre lavere inntjening for tjenesteytere til petroleumsbransjen.

Veksten i driftsinntekter for 2015 anslås til å være 5%

I 2016 vil Solstad få overlevert sitt hittil største og mest avanserte CSV skip. Gitt at skipet vil gå ut på langtidskontrakt ved levering i starten av 2016, forventes det en litt større vekst i inntektene for 2016. I 2016 vil det budsjetteres med en vekst på 7%.

I den strategiske analysen kom det frem at bransjen frykter for økt konkurranse i Nordsjøen som følge av mulige inntog av nybygg fra Asia, denne trusselen ble vurdert som moderat. For spotmarkedene vil økt konkurranse føre til drastisk lavere rater (ettersom det ble avdekket en signifikant sammenheng mellom utnyttelsesgrad og ratenivå). Bransjen har derimot sterk tro på vekst i Nordområdene, samt øst og vest Afrika, ettersom Solstad flåte i 2013 hadde 63% av oppdragene fra områder utenfor Nordsjøen (se tabell 5.4) er det mulig å konkludere med at Solstad er godt diversifisert i forhold til disse truslene og mulighetene.

Generelt sett blir det videre antatt at bransjen kommer til å fortsette den sterke veksten frem mot 2020 grunnet generell høy etterspørsel etter olje, men at veksten vil være noe avtagende utover perioden grunnet økt etterspørsel etter alternative energikilder.

En annen grunn til å forvente avtagende vekst i budsjetteringsperioden er avtagende marginal prosentvis vekst av Solstads samlede driftsinntekter pr. ekstra skip i flåten. Et siste argument som legges til grunn for en avtagende vekst er utviklingen av at mer produksjon legges til havbunnen, som kan gå på bekostning av AHTS skip.

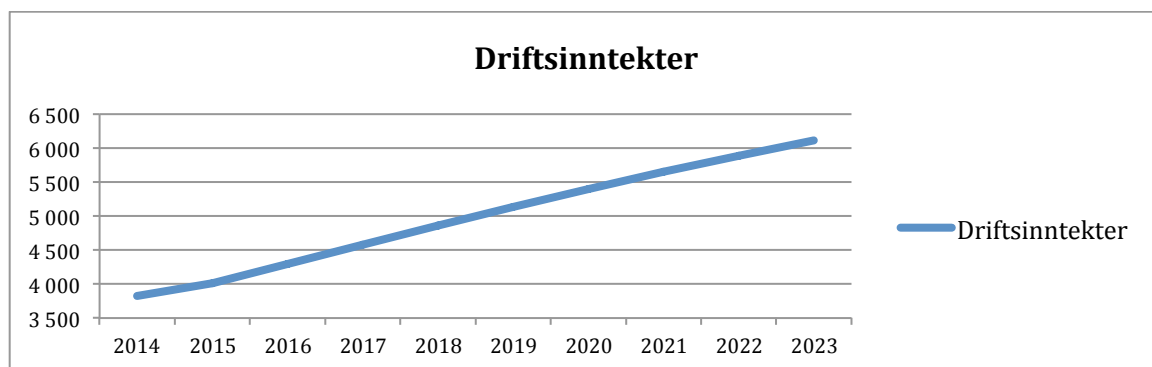
I den interne analysen kom det frem at Solstads ressurser er verdifulle, men ikke sjeldne. Det konkluderes derfor med at Solstads ressurser ikke gir dem noen klare fordeler i bransjen.

Vi har dermed budsjettert med at den årlige veksten i driftsinntektene vil avta i jevnt tempo fra 7% i 2016 til 3,8% i 2023, slik at de i 2024 når 3,34% som er den estimerte vekstraten for årene etter budsjettperioden, se kapittel 7.6. Tabell 7.1 viser en oversikt over årlige estimerte vekstrater i driftsinntekter. Figur 7.1 viser periodens budsjetterte driftsinntekter.

Tabell 7.1: Årlig vekst i driftsinntekter

Driftsinntekter	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Estimert årlig vekst	0,09	0,05	0,07	0,065	0,061	0,056	0,052	0,047	0,043	0,038

Figur 7.1: Fremtidige driftsinntekter



7.2.2 Driftsmargin

Til å budsjettere netto driftsmarginer velger vi å se på noen av driverne bak driftskostnadene.

7.2.2.1 Avskrivninger

Det er ventet at avskrivningskostnadene vil øke som følge av kapitalinvesteringer i form av påkostninger og kjøp av nye skip. I løpet av analyseperioden hadde Solstad en gjennomsnittlig årlig vekst i avskrivninger på 6,33%.

Ved utgangen av 2005 hadde rederiet en flåte på 35 skip, ved utgangen av analyseperioden altså 2013 hadde flåten vokst til 50 skip, hvorav 7 skip kom fra fisjonen av Rem Offshore ASA i 2009. En økning på 8 kjøpte skip fordelt på 8 år noe som gir en årlig vekst på ett skip pr. år. Vi ser for oss at selskapet vil investere i flåten i omtrent samme tempo som i analyseperioden.

Til å budsjettere avskrivninger er det tatt utgangspunkt i en gjennomsnittlig multiplikator fra analyseperioden. Multiplikatoren beskriver forholdet mellom årets avskrivninger og årets gjennomsnittlige bokførte verdi av anleggsmidler før avskrivninger.

$$\text{Multiplikator}_t = \frac{\text{Avskrivninger}_t}{(\text{Anleggsmidler}_{t-1} + \text{Anleggsmidler}_t + \text{Avskrivninger}_t)/2}$$

Tabell 7.2: Multiplikator avskrivninger

Avskrivninger	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Gjennomsnitt
Multiplikator	0,069	0,071	0,072	0,053	0,054	0,036	0,034	0,0555

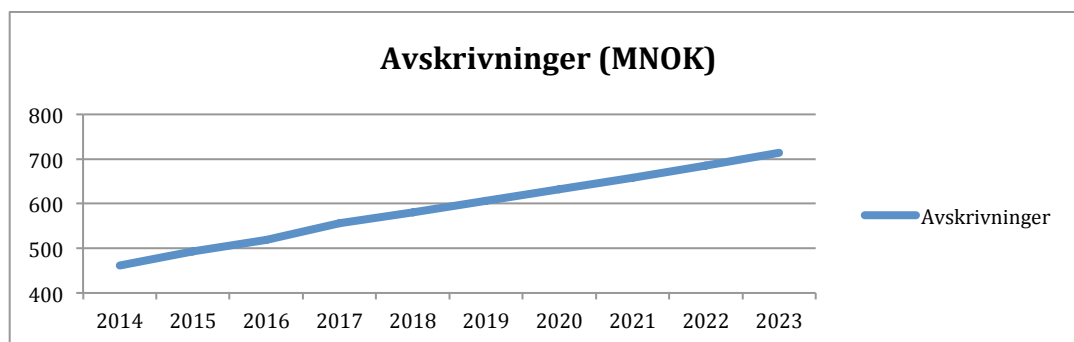
Kilde: (Solstad, 2007, 2008, 2009, 2010b, 2011, 2012, 2013, 2014d)

Periodens gjennomsnittlige multiplikator ble beregnet til å være 5,55%. Multiplikatorenes utvikling har vært avtagende for perioden. I den interne analysen ble det avdekket at Solstad i januar 2012 gjennomførte en strategisk nedjustering av brukstiden til skipene, skipene skal i utgangspunktet fra 2012 av drives i 20 år i stedet for hele levetiden som er 30 år. Dette medførte endringer i estimert verdi av skipene, ettersom flere av skipene som følge av denne endringen nå var ferdig avskrevet. Konsekvensene av dette var en reduksjon i årlige avskrivninger, reduksjonen er illustrert i figur 6.4. På grunn av dette vil det være naturlig å fokusere på multiplikatorene i fra 2013 og 2012. Snittet av disse gir en multiplikator lik 3,51%, denne vil bli benyttet videre til estimering av fremtidige avskrivninger. Multiplikatoren blir så multiplisert med det aktuelle årets forventede gjennomsnittlige anleggsmidler før avskrivninger.

$$Avskrivninger_t = \frac{Anleggsmidler_{t-1} + (Anleggsmidler_{t-1} + Kapitalinvesteringer_t)}{2} * 3,51\%$$

Budsjettperiodens avskrivninger illustreres i figur 7.2. For detaljer se vedlegg 9.

Figur 7.2: Fremtidige avskrivninger



Kilde: vedlegg 9

7.2.2.2 Personalkostnader

Personalkostnadene utgjør den største driftskostnadsposten i regnskapet, og er den som har økt mest i løpet av analyseperioden. Den gjennomsnittlige årlige veksten var på 17,3% i analyseperioden, mens bransjen hadde et snitt på 20,5%. Grunnen til den høye vekstraten er at selskapene har vokst mye i løpet av analyseperiode; Farstads bokførte driftsinntekter har

vokst fra 2 293 millioner til 4 007 millioner, DOF fra 3 010 millioner til 9 754 millioner og Solstad fra 1 787 millioner til 3 495 millioner.

Vi antar at denne posten vil fortsette å vokse grunnet nye kontraheringer og vekst i de ansattes lønninger, men som figur 6.2 viser så har veksten av disse kostnadene vært i en fallende trend de siste årene. Dette kommer av kombinasjonen av at rederiene blir stadig mer kostnadsbevisste, at de i større grad ansetter billigere utenlandskarbeidskraft som nevnt i strategikapittelet og for Solstads del at de ikke har mottatt noen nye tilvekster til flåten i 2012 og 2013. Vi venter at denne avtagende trenden vil fortsette i årene som kommer. Kort oppsummert velger vi å tro at Solstads flåte vil fortsette å vokse jevnt ut budsjettperioden noe som taler for høyere vekst i personalkostnader, men ettersom de i større og større grad vil benytte billig arbeidskraft, så vil det virke reduserende på denne kostnadsposten.

Videre har vi studert forholdet mellom driftsinntekter og personalkostnadene.

Tabell 7.3: Historisk multiplikator personalkostnader

Multiplikator	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Personalkost/Driftsinnt.	0,24	0,23	0,28	0,32	0,37	0,39	0,37	0,37

Kilde: (Solstad, 2007, 2008, 2009, 2010b, 2011, 2012, 2013, 2014d)

Som tabell 7.3 viser har multiplikatoren utviklet seg fra 0,24 ved starten av perioden til 0,37 ved periodens slutt. Periodens høyeste andel var i 2011 med 0,39. Til estimering av kontantstrømmen velger vi å starte med et forhold på 0,37 for 2014 som vi antar gradvis vil avta som følge av utviklingen som har pågått siden 2012, hvor Solstad startet utflaggingen av skip for å kunne benytte billigere arbeidskraft (Ringodd, 2013; Sandersen, 2012). Vi antar som nevnt at multiplikatoren vil være avtagende og antar videre at en reduksjon på 0,25 prosentpoeng pr. år for budsjettperioden vil være reelt, ved budsjettperiodens slutt i 2023 vil multiplikatoren være 0,3475. Tabellen nedenfor illustrerer de fremtidige multiplikatorene.

Tabell 7.4: Fremtidige multiplikatorer personalkostnader

Multiplikator	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Personalkost./Driftsinnt.	0,37	0,3675	0,365	0,3625	0,36	0,3575	0,355	0,3525	0,35	0,3475

Figur 7.3 illustrerer periodens budsjetterte personalkostnader

Figur 7.3: Fremtidige personalkostnader



7.2.2.3 Andre driftskostnader

Andre driftskostnader dekker blant annet drivstoff til skipene, administrasjonskostnader og lignende. Den gjennomsnittlige veksten til Solstad i analyseperioden har vært 10,13%, mens bransjen har hatt en gjennomsnittlig vekst på 11,6% pr. år. Vi har her valgt å benytte periodens gjennomsnittlige forhold mellom driftsinntekter og andre driftskostnader som en multiplikator til estimering av denne posten.

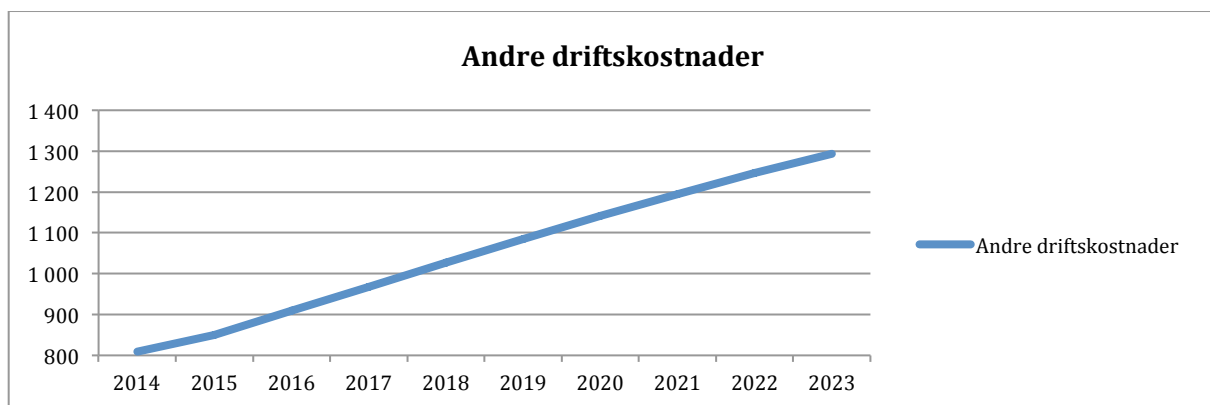
Tabell 7.5: Multiplikator andre driftskostnader

Multiplikator andre-driftskostnader	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Gjennomsnitt
Andre-driftskostnader/driftsinntekter	0,23	0,16	0,19	0,21	0,26	0,25	0,21	0,20	0,21

Kilde: (Solstad, 2007, 2008, 2009, 2010b, 2011, 2012, 2013, 2014d)

Gjennomsnittet for analyseperioden er 21,15%, figur 7.4 viser den årlige veksten i andre driftskostnader for både analyseperioden og den budsjetterteperioden.

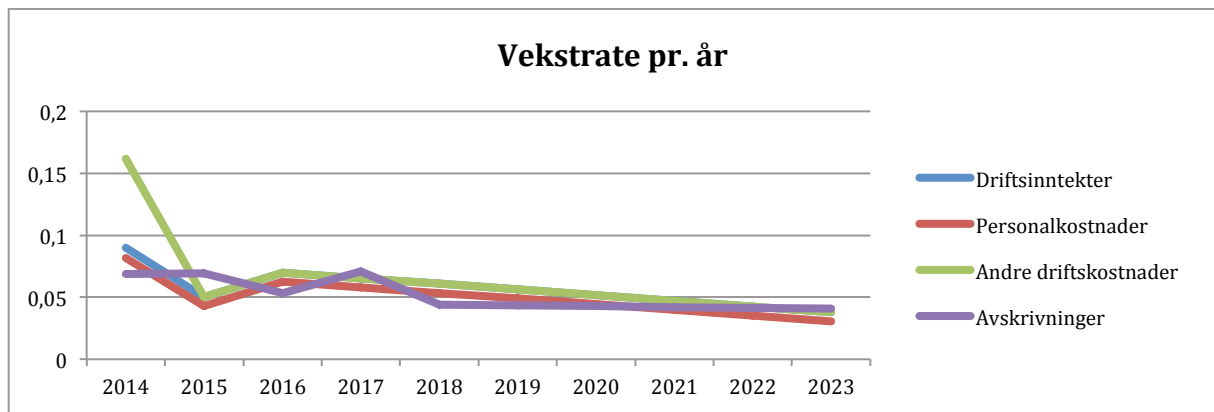
Figur 7.4: Vekst i andre driftskostnader



Figur 7.5 viser hvordan vekstratene til verdidriverne i driftsresultatet utvikler seg i forhold til hverandre. Driftsinntekter og andre driftskostnader har lik vekst ettersom andre driftskostnader er satt til å utgjøre 21% av driftsinntektene for hele perioden.

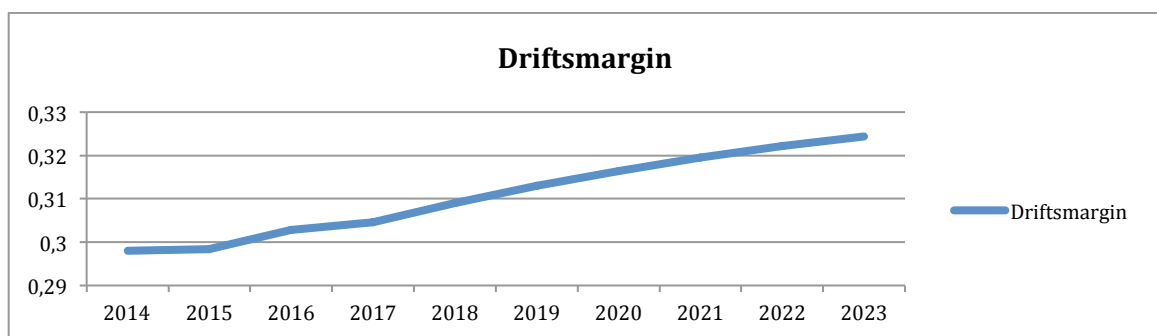
Personalkostnader har en noe svakere vekst enn driftsinntekter, grunnet at personalkostnadene i 2014 utgjør 37% av driftsinntektene mens de i 2023 utgjør 34,75% altså er forholdet avtagende. Avskrivninger har noe varierende vekst frem til 2018, dette grunnet forventninger til flåten.

Figur 7.5: Årlige vekst rater



Fra kapittel 6.5.3 kom det frem at i analyseperioden hadde Solstad en gjennomsnittlig driftsmargin på 27,3% mens gjennomsnittet for bransjen var på 26,5%. Vi forventer at Solstad vil ligge i nærheten av dette nivået i den budsjetterte perioden, men at driftsmarginen vil kunne øke noe som følge av økt fokus på kostnader og økt bruk av billig arbeidskraft. Figur 7.6 viser den prognostiserte driftsmarginen for budsjetteringsperioden

Figur 7.6: Driftsmargin



7.2.3 Driftsskatt

Vi velger å benytte oss av den gjennomsnittlige driftsskatten som vi fant i regnskapsanalysekapittelet som er på 21%.

7.3 Endring i arbeidskapital

Arbeidskapital er omløpsmidler minus kortsiktig gjeld, for å komme frem til et reelt estimat av endring i arbeidskapital vil det være nødvendig å estimere hver enkelt av postene som legges til grunn ved beregning av arbeidskapital.

Først vil omløpsmidlene estimeres, disse består av beholdninger, kundefordringer og andre kortsiktige fordringer. Estimeringen av beholdninger baseres på grunnlag av en multiplikator bestående av det gjennomsnittlige prosentvise forholdet mellom beholdninger og anleggsmidlene i analyseperioden. Til estimering av kundefordringer og andre kortsiktige fordringer er anleggsmidlene byttet ut med driftsinntekter.

Den kortsiktige gjelden består av postene: leverandørgjeld, skattetrekk og offentlige avgifter, kassakreditt, betalbar skatt og annen kortsiktig gjeld. Fremtidsestimatene av disse postene baserer seg også på multiplikator, her vil det være det gjennomsnittlige forholdet mellom hver av postene og totale driftskostnader som utgjør multiplikatorene. Noen av multiplikatorene er justert for unormale verdier, dette gjelder multiplikatorene til kassakreditt og annen kortsiktig gjeld (se vedlegg 10 for oversikt over multiplikatorene).

Tabell 7.6 viser prognostiserte endringer i arbeidskapitalen

Tabell 7.6: Fremtidig endring i arbeidskapital

Endring arbeidskapital	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Driftsrelaterte omløpsmidler										
Beholdninger	79	79	87	91	95	99	103	107	112	116
Kundefordringer	788	828	885	943	1 001	1 057	1 112	1 164	1 214	1 260
Andre kortsiktige fordringer	305	320	343	365	388	409	431	451	470	488
Sum driftsrelaterte omløpsmidler	1 172	1 227	1 315	1 400	1 483	1 566	1 646	1 723	1 796	1 864
Driftsrelatert kortsiktig gjeld										
Leverandørgjeld	-246	-259	-275	-292	-308	-324	-339	-353	-367	-379
skattetrekk og offentlige avgifter	-72	-76	-81	-86	-90	-95	-99	-104	-108	-111
Kassekreditt	-81	-85	-90	-96	-101	-106	-111	-115	-120	-124
Betalbarskatt	-197	-207	-220	-234	-247	-259	-271	-283	-293	-304
Annen kortsiktig gjeld	-322	-338	-360	-382	-403	-423	-443	-461	-479	-496
Sum driftsrelatert kortsiktig gjeld	-919	-964	-1 025	-1 090	-1 149	-1 206	-1 262	-1 316	-1 366	-1 414
Driftsrelatert arbeidskapital	253	263	290	310	335	359	383	407	429	450
Endring	-161	10	27	20	25	25	24	23	22	21

7.4 Kapitalinvesteringer

Denne posten består av kjøp/salg og oppgraderinger av skip, samt utgifter i forbindelse med periodisk vedlikehold.

I 2014 er kapitalinvesteringene basert på kjøpene av Normand Reach og Normand Vision, salget av skipene Normand Tonjer og Nor Sun og periodisk vedlikehold. I den interne analysen kom det frem at forventet kostpris på skipene var 2,065 milliarder (0,665 + 1,4) og at salgs av eksisterende skip ble 87 millioner.

Kapitalinvesteringene for 2015 som etter all sannsynlighet blir et år uten levering av nybygg er beregnet til å være gjennomsnittlig nåverdi av kapitalinvesteringene i 2012 og 2013 ettersom disse årene også var år uten nye tilskudd til Solstads flåte. Investeringene dette året vil være knyttet til oppgraderinger av skip samt periodisk vedlikehold. Videre anslår vi at Solstad vil selge 3 eldre skip som ikke har langtidskontrakt. Ettersom disse skipene da vil være mer enn 30 år gamle antar vi at Solstad ikke vil få mer enn verdien av stålprisen tilbake, som i dag utgjør ca. 30 millioner (se flåteoversikt i vedlegg 1 og vedlegg 11 for beregninger).

I 2016 estimatet er det lagt til grunn kjøpet av et nytt CSV skip. Skipet blir større og mer avansert enn Solstads til nå største CSV skip som i 2014 hadde en kostpris på 1,4 milliarder. Det antas at investeringene for 2016 inkludert kjøp av CSV skip og periodiskvedlikehold blir ca. 1,9 milliarder.

De resterende årene av perioden er noe mer usikre, det er derfor beregnet gjennomsnittlig nåverdi av kapitalinvesteringer i analyseperioden som utgangspunkt for de resterende årene i perioden. Årlig vekst i kapitalinvesteringer etter 2017 er valgt til å være lik forventet årlig nominell vekst i oljepris som er beregnet i kapittel 8.6 til å være 3,34%.

Ettersom det gir liten mening å legge for mye vekt på årlig vekst i periodiske vedlikeholdskostnader, grunnet forskjeller fra år til år i hvor mange skip som er inne til periodisk vedlikehold, vil vi ta utgangspunkt i den gjennomsnittlige nåverdien av disse kostnadene i analyseperioden. Det er beregnet en årlig vekst rate på 5% som vil være avtagende utover budsjettperioden gitt avtagende marginal kostands økning pr. ekstra skip i flåten. Tabell 7.7 viser prognostiserte fremtidige kapitalinvesteringer.

Tabell 7.7: Fremtidige kapitalinvesteringer

Kapitalinvestering	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Investeringer i skip	-1 978	-379	-1 700	-1 023	-1 057	-1 092	-1 129	-1 167	-1 206	-1 246
Periodisk vedlikehold	-185	-194	-204	-212	-220	-229	-236	-243	-250	-258
Kapitalinvestering	-2 163	-573	-1 904	-1 235	-1 277	-1 321	-1 365	-1 410	-1 456	-1 504

7.5 Fremtidig kontantstrøm

Den budsjetterte kontantstrømmen vises i tabell 7.7

Tabell 7.8: Fremtidig kontantstrøm Solstad

Kontantstrøm	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Driftsinntekter	3 825	4 016	4 298	4 579	4 857	5 131	5 396	5 650	5 891	6 115
- Personalkostnader	1 415	1 476	1 569	1 660	1 749	1 834	1 916	1 992	2 062	2 125
- Andre driftskostnader	809	849	909	968	1 027	1 085	1 141	1 195	1 246	1 293
- Avskrivninger	461	493	519	556	581	606	632	658	686	713
= Driftsresultat	1 140	1 198	1 301	1 395	1 501	1 606	1 708	1 805	1 898	1 983
- Driftsrelatert skatt	242	255	276	296	319	341	363	384	403	421
= NOPAT	898	944	1 025	1 098	1 182	1 265	1 345	1 422	1 495	1 562
+ Avskrivninger	461	493	519	556	581	606	632	658	686	713
- Endring arbeidskapital	-161	10	27	20	25	25	24	23	22	21
- Kapitalinvesteringer	2 163	573	1 904	1 235	1 277	1 321	1 365	1 410	1 456	1 504
= Fri kontantstrøm	-643	854	-387	400	461	524	588	647	702	751

7.6 Vekst etter 2023

Veksten etter 2023 ser vi for oss vil være påvirket av faktorer som nevnt i de strategiske analysene. Noen av de viktigste er da investeringer i oljeindustrien, konkurransesituasjonen og hvor mye av produksjonen som vil ligge på havbunnen.

Investeringer i oljeindustrien: Vi antar en videre svekket etterspørsel etter olje som følge av alternative energikilder. Verdensøkonomien vil også påvirke lønnsomheten til investeringene, hvor en høyere rente vil kreve høyere avkastning på investeringen, dette kan føre til at mindre lønnsomme prosjekter ikke vil få investorer. Vi antar også et høyere rentenivå for årene etter 2023 enn hva som er tilfelle i dag, noe som vil kunne føre til en lavere investeringsvillighet blant investorer. Lavere investeringsvilje vil også føre til lavere letevirksomhet. Det er også forventet at veksten i Kina vil kunne avta, noe som også vil virke negativt inn på etterspørselen etter olje, ettersom de i dag er det landet som etterspør mest olje i verden.

Konkurransesituasjonen: Vi ser for oss at det kan komme flere nybygg fra Asia som vil kunne føre til lavere driftsinntekter som følge av økt konkurranse mellom de etablerte selskapene, både i Nordsjøen og på de andre oljefeltene i verden. Det vil også være en fare for at oljefelter kan forsvinner eller legges ned raskere enn nye kommer til, dette vil intensivere konkurransen på de eksisterende feltene. I den strategiske analysen ble trusselen fra konkurrenter vurdert til moderat. Vi vurderer det til at forventninger til konkurransesituasjonen etter 2023 vil bare bli spekulasjoner.

Ettersom olje etterspørsel og oljepris påvirker investeringer i oljeindustrien og dermed veksten til offshorerederiene velges vekst i oljepris som et mål på fremtidig langsiktig vekst.

Vi har valgt å ta utgangspunkt i International Energy Agency foreslåtte real vekst i oljepris som en langsiktig vekstrate for oljeindustrien og dermed også for offshorerederiene. I de strategiske analysene kom det frem at International Energy Agency forventer en oljepris på 128 i 2035 målt i 2012 dollar. Oljeprisen var pr. 27.05.2014 109,83.

Omgjort til 2012 dollar blir dette:

Inflasjon i dollaren var i 2013 1,5% og så langt for 2014 har den vært 2% (USA Inflation Calculator, 2014)

$$\text{Oljepris målt i 2012 dollar} = \frac{109,83}{\left(1 + \left(0,02 * \left(\frac{147}{365}\right)\right)\right) * 1,015} = 107,34$$

Den estimerte årlige real veksten blir da

$$\text{Realvekst} = \sqrt[21]{\frac{128}{107,34}} = 0,841755\%$$

Gitt Norges Banks inflasjonsmål på 2,5% blir den nominelle veksten 3,34% pr. år.

8 Avkastningskrav

Avkastningskravet til Solstad vil beregnes gjennom den vektete gjennomsnittlige kapitalkostnaden (WACC), det vil si et vektet snitt av alternativkostnaden investorer påtar seg ved investeringer i selskapet og avkastningen kreditorer krever på lån fra selskapet. De frie kontantstrømmene fra selskapets drift i den budsjetterte perioden vil måtte neddiskonteres med avkastningskravet for å kunne finne nåverdien av totalkapitalen til Solstad. Under ligger formel for utregning av WACC, komponenter innad i formelen vil beskrives nærmere videre i kapitlet.

$$WACC = \frac{E}{D + E} K_e + \frac{D}{D + E} K_d (1 - T)$$

WACC = Vektet gjennomsnittlig kapitalkostnad

K_d = Gjeldskostnad

K_e = Egenkapitalkostnad

D = Gjeld

E = Egenkapital

T = Skatt

8.1 Egenkapitalkostnad

Til beregning av egenkapitalkostnaden benyttes kapitalverdimodellen. Modellen går ofte kun under navnet CAPM (som på engelsk er forkortelsen for Capital Asset Pricing Model).

CAPM beregner avkastningskravet en investor vil kreve på en investering. Modellen består av følgende faktorer: risikofri rente, selskapets beta og markedets risikopremie

$$K_e = R_f + \beta_j (E(R_m) - E(R_f))$$

K_e = Egenkapitalkostnad

R_f = Risikofri rente

β_j = Selskapets beta

E(R_m) - E(R_f) = Markedets risikopremie

8.1.1 Risikofri rente

Ettersom budsjettperioden er 10 år og gitt at rentenivået siden finanskrisen har vært historisk lavt har vi valgt å benytte 10-årige statsobligasjoner som utgangspunkt for renteprognosen.

Norges Bank oppgir at rentene pr. 1.1.2014 på 10-årslige statsobligasjoner var på 3,01% (Norges Bank, 2014b).

8.1.2 Markedets risikopremie

Markedets risikopremie er den meravkastningen investorer krever på en diversifisert markedsportefølje mot en risikofri plassering, dermed blir den beregnet ved å ta markedsrenten minus den risikofrie renten. Denne premien vil ofte variere en del som følge av forskjellige valg av tidsperioder.

Hvert år gjennomfører PWC Deals i samarbeid med Norske Finansanalytikeres Forening (NFF) en undersøkelse av risikopremie. Undersøkelsen er basert på 188 svar fra 1 111 av NFFs medlemmer. Av undersøkelsen kom det frem at markedsrisikopremien i det norske markedet er uendret fra 2011 og 2012, og er dermed på 5% for 2013 og 2014 (Pwc, 2014).

8.1.3 Beta

Beta viser samvariasjonen mellom selskapets avkastning og markedets avkastning.

For å estimere en verdi for egenkapitalens beta vil det være aktuelt med en regresjonsanalyse av selskapets aksjekurs og en diversifisert markedsporteføljekurs. Utgangspunktet for regresjonsanalysen er en lineær regresjon gitt av:

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

R_{jt} = Selskapets avkastning

α_j = Konstant

β_j = Koeffisient for markedsporteføljen

R_{mt} = Markedsporteføljens avkastning

ε_t = Feil ledd

Datagrunnlaget for denne analysen vil være Solstad Offshore ASAs aksjekurs, den diversifiserte markedsporteføljen vil være representert ved Oslo Børs All shares index (OSEAX). Perioden vil gå fra 2006 til 2014 basert på månedlige avkastning.

Regresjonen er gjennomført i stata og gir følgende resultater:

Tabell 8.1: Oppsummering av regresjonsanalyse av beta

<u>Stata regresjonsanalyse</u>	<u>Koeffisient</u>	<u>P-verdi</u>
Beta	0,808	0,000
Adj R - kvadrat	0,31	

Tabell 8.1 viser at beta koeffisienten mellom selskapets avkastning og en markedsportefølje bestående av alle aksjene på Oslo Børs for perioden 2006 – 2013 er 0,808 som er signifikant ettersom p - verdien er 0. Justert R^2 – kvadrat viser at 31% av Solstads svingninger kan forklares av svingninger i indeksen. En måte å se det på er at det vil være mulig å diversifisere bort 31% av aksjens risiko som da vil være selskapets systematiske risiko. For ytterligere resultater fra regresjonsanalysen, se vedlegg 13.

I følge Titman og Martin (2011) er det vanlig å justere den historiske betaen. Dette gjøres for å motvirke at den historiske betaen konvergerer mot 1. En av metodene som er mye brukt er metoden til Bloomberg Investment Data Company.

$$\text{Bloomberg Adjusted Beta} = \frac{1}{3} + \frac{2}{3}(\text{Unadjusted Historical Beta})$$

$$\text{Bloomberg Adjusted Beta} = \frac{1}{3} + \frac{2}{3} * 0,808 = 0,872$$

For Solstad blir den justerte betaen 0,872.

Solstad er en veldig lite omsatt aksje, noe som kan være forklaringen på regresjonens lave verdi for justert R^2 . Ifølge Morningstar (2014) vil en beta med en justert R^2 lavere enn 0,4 forklare for lite av modellen til å kunne brukes videre. Ettersom det i regresjonsanalysen mellom Solstad og OSEAX kom frem at beta estimatet kun forklarer 31% av modellen (justert R^2 er 0,31) vil regresjonsbeta ignoreres og en ny estimering av Solstads beta basert på betaverdier til andre selskaper i bransjen utføres.

Damodaran utarbeidet den 1. januar 2014 en gjennomsnittlig beta for oljeservicebransjen (som her inkluderer offshorerederier) basert på 87 europeiske selskap. Industribetaen ble funnet til å være 1,34, gjeld-egenkapitalforholdet var på 54% mens beta gitt en kapitalstruktur som er fri for gjeld var 0,92 (se tabell 8.2).

Tabell 8.2: Damodarans industri beta

<u>Industri</u>	<u>Antall selskap</u>	<u>Beta</u>	<u>D/E</u>	<u>Unlevered beta</u>
Oilfield Svcs/Equip	87	1,34	53,59 %	0,92

Kilde: (Damodaran, 2014)

Det å bruke industribeta som utgangspunkt for Solstads beta vil være problematisk ettersom selskap i industrien har ulik kapitalstruktur. Vi tar derfor utgangspunkt i en industribeta fri for gjeld (unlevered beta) til våre beregninger for Solstads beta. Bransjens unlevered beta vil så justeres for Solstads kapitalstruktur.

$$\beta_{SOFF} = \beta_{Unlevered (industri)} * \left(1 + \frac{D}{E}\right) - \beta_{Debt} \frac{D}{E}$$

Til å bergne β_{Debt} (gjeldsbeta) brukes det en variant av CAPM.

$$\beta_{Debt} = \frac{Gjeldskostnad - Risikofri rente}{Markedspremie}$$

Solstads gjeldskostnad og kapitalstruktur er beregnet i henholdsvis kapittel 8.2 og 8.3.

$$\beta_{Debt} = \frac{4,35\% - 3,01\%}{5\%} = 0,268$$

Dette gir følgende beta for Solstad basert på bransjen.

$$\beta_{SOFF} = 0,92 * \left(1 + \frac{0,67}{0,33}\right) - 0,268 * \frac{0,67}{0,33} = 2,24$$

Forklaring til at Solstads beta estimatet ble så høyt sammenlignet med gjennomsnittet i industrien som var på 1,34 er Solstads høye gjeld-egenkapital forhold (200%) mot gjennomsnittet for selskapene i industrien (54%).

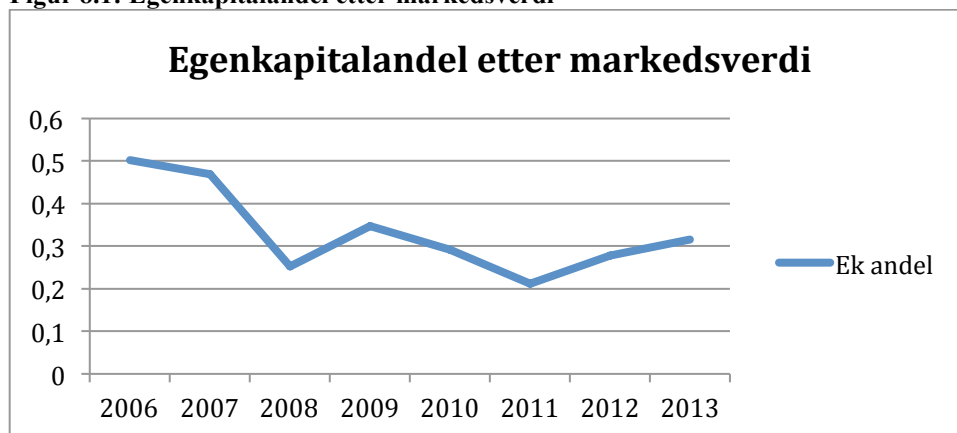
Det er nå mulig å beregne Solstads egenkapitalkostnad.

$$K_e = 3,01\% + 2,24 * 5\% = 14,21\%$$

8.2 Kapitalstruktur

I løpet av regnskapsanalyse perioden har Solstads egenkapitalandel etter markedsverdi vært noe varierende, se figur 8.1.

Figur 8.1: Egenkapitalandel etter markedsverdi



Egenkapitalens markedsverdi er beregnet ut fra antall utestående aksjer ved årets slutt multiplisert med aksjeprisen pr. 31.12 for hvert år i analyseperioden.

Kilde: (Oslo Børs, 2014; Solstad, 2007, 2008, 2009, 2010b, 2011, 2012, 2013, 2014d)

Gjennomsnittet til egenkapitalandelen gitt markedsverdi i perioden var på 33%. I årsrapporten fra 2013 skriver Solstad at de har et mål om at egenkapitalandel ikke skal under 30%. Vi bruker derfor en kapitalstruktur i den budsjetterte perioden på (E) 33% egenkapital og (D) 67% gjeld.

8.3 Gjeldskostnad

Avkastningen kreditorer krever på sine investeringer er belyst gjennom gjeldskostnad. I årsregnskapet 2013 har Solstad listet opp total låneramme på eksisterende finansieringer med gjenværende løpetid pr 31.12.2013 (se vedlegg 12).

Gjennomsnittet av lån med lenger gjenværende løpetid enn 5 år er 4,35%, ettersom renter på gjeld er fradragsberettiget vil gjeldskostnaden justeres for skatt.

$$K_d(1 - T) = 4,35\% * (1 - 0,27) = 3,18\%$$

8.4 WACC

Solstads kapitalkrav ved WACC beregnes dermed til 6,82%

$$WACC = \frac{0,33}{0,33 + 0,67} * 14,21\% + \frac{0,67}{0,67 + 0,33} * 3,18\% = 6,82\%$$

9 Fundamental verdsettelse

Den fundamentale verdsettingen av et selskap er mulig å gjennomføre ved hjelp av to metoder. Den første som er egenkapitalmetoden gir en direkteverdi på egenkapitalen og derfor blir sett på som en direkte metode, mens den andre er en indirekte metode som gir en verdi på totalkapitalen til selskapet. I verdsettelsen av Solstad velger vi å benytte oss av totalkapitalmodellen, ettersom det forventes at Solstads kapitalstruktur vil ligge på rundt 33% egenkapital for hele budsjettperioden.

9.1 Totalkapitalmodellen

Denne metoden tar utgangspunkt i den frie kontantstrømmen fra driften til selskapet som det skal beregnes nåverdier av, den er også grunnlaget for beregningen av terminal verdien. For å komme frem til verdien av selskapets egenkapital er det nødvendig å trekke ut rentebærende gjeld og minoritetsinteresser.

9.1.1 Nåverdi av kontantstrøm

Nåverdien til fri kontantstrøm beregnes ved hjelp av formelen

$$\text{Nåverdi av Fri kontantstrøm} = \sum_{t=1}^t \frac{\text{Fri kontantstrøm}_t}{(1 + k_1) * \dots * (1 + k_T)}$$

k_t : Avkastningskrav

Til beregning av terminal verdien benytter vi oss av Gordon Growth modellen som er gitt av følgende formel

$$\text{Terminal verdi} = \frac{\text{Fri kontantstrøm fra drift}_{2023} * (1 + \text{vekst rate})}{\text{Avkastningskrav} - \text{vekst rate}}$$

Fra tidligere er avkastningskravet beregnet til å være 6,82% og vekstraten til 3,34%

Tabell 9.1: Nåverdi beregning av fri kontantstrøm fra drift

= Fri kontantstrøm	-643	854	-387	400	461	524	588	647	702	751
Nåverdi	-602	748	-318	307	331	353	370	382	388	388
Nåverdi av terminalverdi										11 529
Totalkapital	13 877									
- Rentebærendegjeld	9 332									
- Minoritetsinteresser	-49									
= Markedsverdi egenkapital	4 594									
Aksjepris	120									

Som tabell 9.1 viser så verdsetter den fundamentale verdsettelsesmetoden Solstads egenkapital til å være 4 594 millioner som tilsvarer en aksjepris på **120**.

9.2 Sensitivitetsanalyser

Generelt er det knyttet stor usikkerhet til verdsettelse som baserer seg på fremtidige estimater. Alle estimatene som er benyttet i denne oppgaven er basert på historiske data og antagelser om fremtiden. For å undersøke hvor sensitiv vår verdsettelse av Solstad er for endringer i forhold til våre estimater vil vi nå utføre en sensitivitetsanalyse. Analysen vil bestå av to deler, den første delen er en kortsiktig analyse av 2014, mens den andre delen vil være en langsiktig analyse av terminalåret 2023.

For både den kortsiktige analysen og den langsiktige vil vi undersøke verdsettelsens sensitivitet i forhold til følgende estimater:

- Vekst i driftsinntekter
- Vekst i personalkostnader
- Vekst i andre driftskostnader
- Vekst i avskrivninger
- Endring i kapital investeringer og arbeidskapital
- Endring i skatt, kapitalkrav og vekst

Resultatet ble følgende

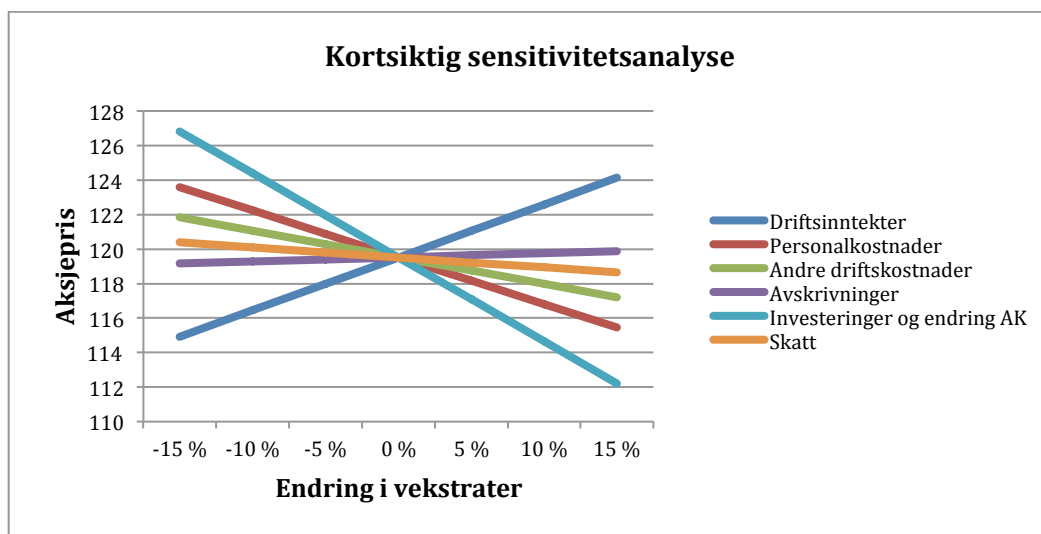
9.2.1 Kortsiktig analyse

Resultatet av den kortsiktige analysen, som består av endringer på +/- 15% på postene i den fremtidige kontantstrømmen i 2014 vises i tabell 9.2 og figur 9.1

Tabell 9.2: Kortsiktig sensitivitetsanalyse (2014)

Sensitivitetsanalyse kortsiktig 2014							
	-15 %	-10 %	-5 %	0 %	5 %	10 %	15 %
Driftsinntekter	115	116	118	120	121	123	124
Personalkostnader	124	122	121	120	118	117	115
Andre driftskostnader	122	121	120	120	119	118	117
Avskrivninger	119	119	119	120	120	120	120
Investeringer og endring AK	127	124	122	120	117	115	112
Skatt	120	120	120	120	119	119	119

Figur 9.1: Kortsiktig sensitivitsanalyse (2014)



Resultatet av analysen viser at i den kortsiktige analysen er det endringer i investeringer og arbeidskapital som har størst innvirkning på aksjeprisen, tett fulgt av endringer i driftskostnader. En reduksjon av kapitalinvesteringer på 15% ville gitt en estimert aksjepris på 127, mens en tilsvarende økning ville ført til en estimert aksjepris på 112. Aksjeprisen er minst sensitiv for endringer i skatt og avskrivninger. Generelt sett er ikke aksjeprisen så sensitivt mot kortsiktige endringer i verdidriverne.

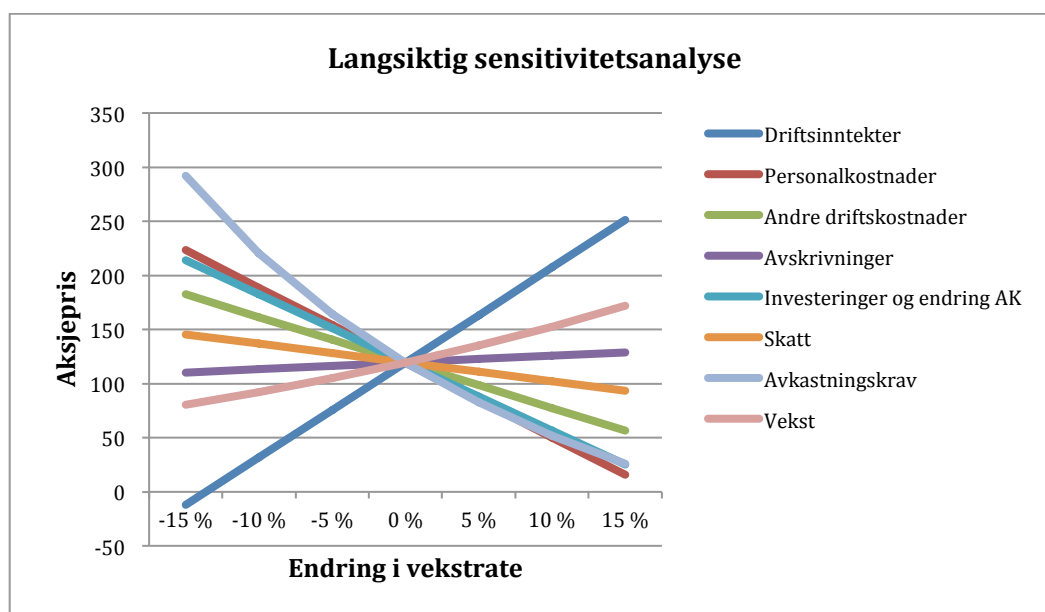
9.2.2 Langsiktiganalyse

Resultatet av den langsiktige analysen, altså endringer i terminåret 2023, vises i tabell 9.3 og figur 9.2

Tabell 9.3: Langsiktig sensitivitsanalyse (2023)

	Sensitivitsanalyse langsiktig 2023						
	-15 %	-10 %	-5 %	0 %	5 %	10 %	15 %
Driftsinntekter	-12	32	76	120	163	207	251
Personalkostnader	223	189	154	120	85	50	16
Andre driftskostnader	183	162	141	120	98	77	56
Avskrivninger	110	113	116	120	123	126	129
Investeringer og endring AK	214	183	151	120	88	57	25
Skatt	146	137	128	120	111	102	93
Avkastningskrav	292	220	164	120	83	52	26
Vekst	80	92	105	120	135	152	172

Figur 9.2: Langsiktig sensitivitetsanalyse (2023)



I den langsiktige sensitivitetsanalysen er det ikke overraskende endringer i avkastningskravet og driftsinntekter aksjeprisen er mest sensitiv mot. Avkastningskravet er et av de estimatene det er knyttet mest usikkerhet til i verdsettelsen, grunnet usikkerhet i beta verdien. En reduksjon i avkastningskravet på 15% ville gitt en aksjepris på 292, mens en tilsvarende økning ville gitt en kurs på 26. Som i den kortsiktige analysen er det endringer i avskrivninger aksjeprisen er minst sensitiv for, en reduksjon på 15% ville ført til en aksjepris på 110 mens en tilsvarende økning ville gitt en aksjepris på 129. Aksjeprisen er i mye større grad sensitiv for endringer på langsikt (i terminal året) enn på kortsikt (2014), grunnen til dette er at terminalverdiens nåverdi som utgjør 83% av Solstads estimerte egenkapital blir beregnet utfra dette årets budsjetterte kontantstrøm.

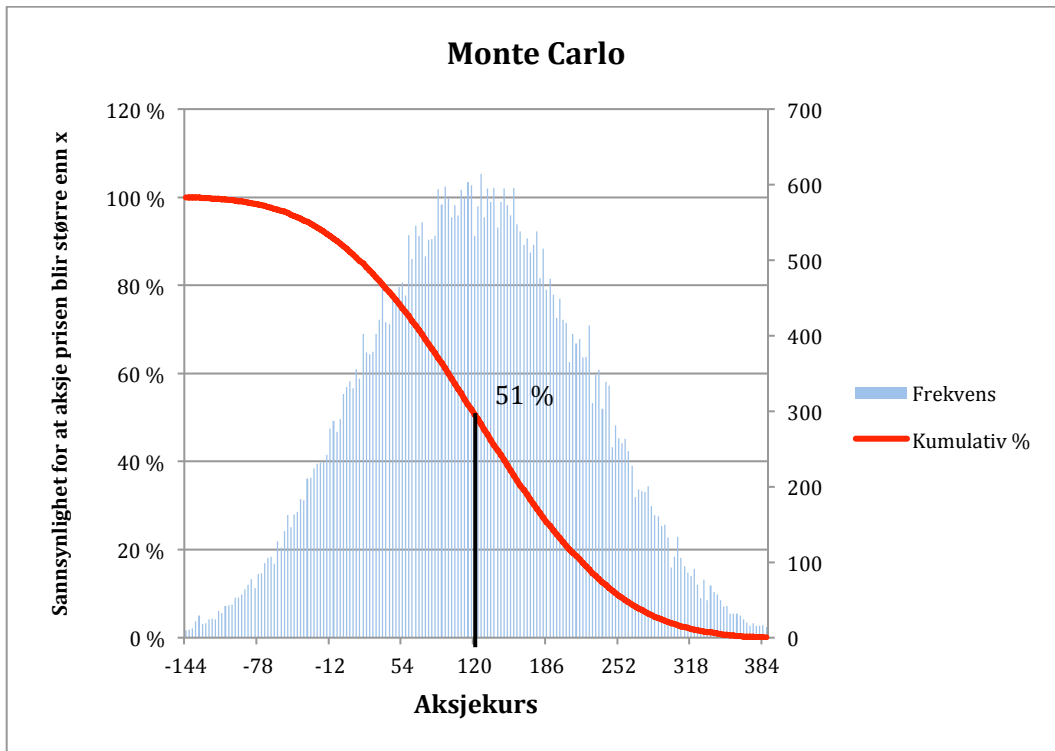
9.3 Monte Carlo simulasjon

I sensitivitetsanalysen over er fokuset på hvor sensitiv aksjeprisen er for en enkelt endring i en av verdidriverne. For å kunne undersøke hvordan aksjeprisen vil påvirkes av endringer i flere av verdidriverne over hele budsjettperioden samtidig gjennomføres det en Monte Carlo simulasjon.

Monte Carlo simulasjonen er utformet slik at hvert enkelt estimat i budsjettperioden er multiplisert med en egen sensitivitetsvariabel. Variabelen som har en inngangsverdi på 1 blir så addert med et tilfeldig tall mellom for eksempel (-0,2 og 0,2) dersom vi ønsker å undersøke for en endring på 20%. Den endelige sensitivitetsvariabelen er dermed uniformt fordelt.

Vi gjennomførte 50 000 trekninger, resultatet er illustrert i figur 9.3 og tabell 9.4.

Figur 9.3: Monte Carlo



Tabell 9.4: Monte Carlo

<u>Gjennomsnitt</u>	<u>(MNOK)</u>
Totalkapital	13 899
Egenkapital	4 518
Aksjepris	120,09

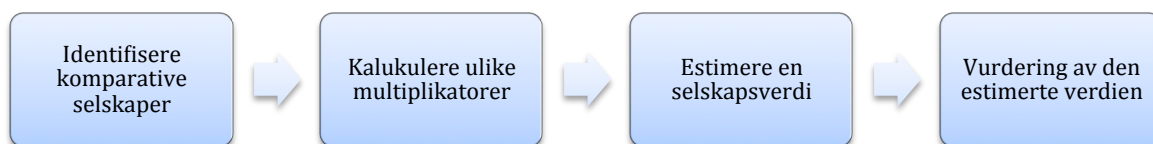
Resultatet av simulasjonen er en gjennomsnittlig egenkapital på 4 518 millioner som tilsvarer en gjennomsnittlig aksjepris på 120,09. Sannsynligheten for at aksjeprisen blir lik 120,09 eller høyere er 51%.

10 Komparativ verdsettelse

Som nevnt i metodekapittelet vil det gjennomføres en komparativ verdsettelse som et supplement til den fundamentale verdsettelsen. I den komparative verdsettelsen vil Solstad prises etter hva markedet er villig til å betale for sammenlignbare selskap.

Ved verdsettelse gjennom benyttelse av multiplikatorer er det viktig å bruke nøkkeltall kun fra sammenlignbare selskap, ellers vil verdiestimeringen være feilledende. I følge Titman og Martin (2011) består verdsettelsesmetoden av fire steg.

Figur 10.1: Komparativ verdsettelse



Det første steget består av å velge komparative selskaper. Det vil være naturlig å fortsette med de komparative selskapene som er blitt benyttet tidligere i oppgaven, DOF og Farstad. I tillegg til de sistnevnte vil selskapene Havila, Eidesvik Offshore, Siem Offshore og Rem Offshore danne grunnlag for multiplikatorene.

Som nevnt i kapittel 5 er supply-bransjen meget kapitalintensiv, to multiplikatorer som er ofte benyttet i kapitalintensive bransjer er Pris/Bok og EV/EBITDA (Damodaran, 2002).

Pris/ Bok

Pris/ Bok tar for seg forholdet mellom dagens kurs på selskapets aksjer i markedet og den bokførte verdien av egenkapitalen dividert med antall utestående aksjer. Multiplikatoren blir beregnet ved følgende formel.

$$P/B = \frac{\text{Pris pr aksje (Marked)}}{\text{Bokført verdi av EK pr aksje}}$$

Markedsverdi av egenkapital er blitt beregnet ut fra aksjekurser pr. 27.05.2014, Bokført egenkapital har blitt hentet fra selskapenes årsrapporter for 2013 (se vedlegg 14 for flere detaljer).

Tabell 10.1 viser selskapenes representative P/B multiplikatorer.

Tabell 10.1: P/B multiplikatorer

Komparative selskaper	P/B
DOF	0,52
Farstad	0,68
Havila	0,50
Eidesvik	0,42
Siem offshore	0,70
Rem Offshore	0,60
Gjennomsnitt	0,57

Kilde: (Dof, 2014b; Eidesvik, 2014; Farstad, 2014b; Havila, 2014; Oslo Børs, 2014; Rem Offshore, 2014; Siem Offshore, 2014)

For beregning av Solstads aksjekurs ved bruk av P/B blir den bokførte verdien av egenkapitalen dividert med antall utstedte akser. Bokført verdi pr. aksje blir så multiplisert med gjennomsnittet av multiplikatorene, som da vil føre til en estimert aksjepris.

Tabell 10.2: Solstads bokførte verdi av egenkapital pr. aksje

Solstad	
Bokført egenkapital pr 31.12.13 (MNOK)	4954
Antall utstedte aksjer i millioner	38,44
Bokført verdi av egenkapital pr aksje	129

Kilde: (Solstad, 2014d)

$$Pri_{SOFF} = 129 \times 0,57 = 74$$

Estimatet til Solstads aksjepris ved bruk av P/B er på **74**, noe som er 38,8% lavere enn funnet i den fundamentale verdsettelsen og 31% lavere enn Solstads aksjekurs på 108 pr. 27.05.14

EV/EBITDA

Multiplikatoren tar for seg forholdet mellom selskapsverdien (EV) og inntjening før renter, skatt, avskrivninger og nedskrivninger (EBITDA) (Titman & Martin, 2011).

$$EBITDA \text{ multiplikator} = \frac{EV}{EBITDA}$$

*EV (enterprise value) består av markedsverdi på egenkapital + rentebærende gjeld – kontanter.

Tabell 10.3 viser selskapenes representative EV/EBITDA multiplikatorer og Solstads aksjepris gitt denne multiplikatoren. For detaljer knyttet til beregningen av multiplikatoren, se vedlegg 15.

Tabell 10.3: EV/EBITDA multiplikatorer

Komparative selskaper	EV/EBITDA
DOF	8,39
Farstad	7,60
Havila	9,21
Eidesvik	6,36
Siem offshore	11,97
Rem Offshore	9,80
Gjennomsnitt	8,89
Solstad (MNOK)	
EBITDA	1 589
Selskapsverdi (EBITDA*Multiplikator)	14 122
- Rentebærende gjeld	9 332
+ Kontanter	1 240
= Markedsverdi EK	6 029
Aksjepris (6029/ 38,44 mill. aksjer)	157

Kilder: (Dof, 2014b; Eidesvik, 2014; Farstad, 2014b; Havila, 2014; Oslo Børs, 2014; Rem Offshore, 2014; Siem Offshore, 2014)

EV/EBITDA multiplikatoren for bransjen multipliseres med Solstads EBITDA for å beregne Solstads selskapsverdi. For til slutt å ende opp med markedsverdien på Solstads egenkapital må den rentebærende gjelden trekkes ut fra selskapsverdien samt at Solstads kontanter og ekvivalenter må legges til. Markedsverdien av Solstads egenkapital blir nå 6 029 millioner som tilsvarer en aksjepris på 157 (se tabell 10.3). Dette estimatet er 112% høyere enn hva som ble beregnet ved bruk av P/B, og 45% høyere enn aksjepris på 108 pr 27.05.14

Ettersom aksjepris som ble beregnet ved P/B og EV/EBITDA gav to ulike aksjepriser vil vi i vårt endelige estimat av Solstads aksjepris ved bruk av komparativverdsettelse benytte oss av gjennomsnittet av disse. Gjennomsnittspris på Solstad i den komparative verdsettelsen blir dermed $(74+157)/2 = 115$

11 Oppsummering og handelsstrategi

Hensikten med denne oppgaven var å estimere en verdi på Solstads egenkapital som skulle gi grunnlag for en handelsstrategi. Før utarbeidelsen av handelsstrategien vil det gis en kort oppsummering av hovedpoengene i denne oppgaven.

I soliditetsanalysen kom det frem at Solstad har tilfredsstillende grad av likviditet, altså er selskapet i stand til å dekke den kortsiktige gjelden med selskapets omløpsmidler. Solstad ble vurdert til ratingen BB som indikerer en konkurssannsynlighet på 1,36%.

I denne oppgaven ble det benyttet en fundamental verdsettelsesmetode, supplert med en komparativ verdsettelse til å estimere Solstads egenkapital. Den fundamentale verdsettelsesmetoden gav en estimert aksjepris på 120 mens den komparative metoden gav en gjennomsnittlig aksjepris på 115. Avviket på 5 kroner kan komme av at forventninger til vekst i driftsinntekter eller forventet vekst etter budsjettperioden i den fundamentale verdsettelsen er noe høyere enn hva markedet ellers forventer.

Til å finne oppgavens endelige aksjepris vil estimatene fra de benyttede metodene bli vektet etter hvor inngående verdsettelsesmetodene er. Den fundamentale verdsettelsen bygger på flere grundige analyser av historiske tall og strategiske analyser samt estimering av fremtidige kontantstrømmer. Metoden er mer omfattende og detaljert, og vektlegges derfor mer enn den komparative verdsettelsen.

Den fundamentale verdsettelse metoden vil vektlegges $\frac{2}{3}$ mens den komparative vektlegges $\frac{1}{3}$

Tabell 11.1: Estimert aksjepris Solstad

Estimert aksjepris	Estimater	Vekting	Verdi
Fundamental verdsettelse	120	0,67	80
Gj.snitt fra komparativ verdsettelse	115	0,33	38
Estimert aksjepris			118

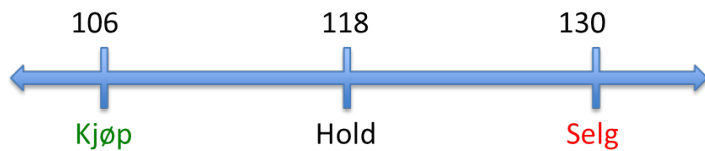
Oppgavens endelige estimat på Solstads aksjepris er **118** som gir Solstad en egenkapital på 4 536,5 millioner. Aksjekursen på Oslobørs den 27. mai 2014 var 108.

Ettersom det er knyttet en del usikkerhet til estimatene i verdsettelsesmetodene, vil det være nødvendig å legge et intervall på 10% til oppgavens estimerte pris. Dersom dagens kurs er innenfor dette intervallet vil anbefalingen for nåværende aksjonærer være å holde på aksjen.

Det vil anbefales kjøp av selskapets aksjer ved kurs lavere enn 106 og salg av aksjen ved kurs over 130.

Figur 11.1 illustrerer anbefalt handelsstrategi av Solstad aksjen.

Figur 11.1: Handelsstrategi



Solstads (SOFF) aksjekurs pr 27.mai 2014 var 108 (Oslo Børs, 2014). I henhold til figur 11.1 vil det i oppgaven anbefales en **hold strategi** av Solstad Offshore ASA.

Referanseliste

Bøker

- Damodaran, A. (2002). *Investment valuation* (2 utg.). New York, United States: John Wiley & Sons, Inc.
- Hill, C. W. L. & Jones, G. R. (2008). *Strategic management theory* (8 utg.). Boston, USA: Houghton Mifflin Company.
- Koller, T., Wessels, D. & Goedhart, M. (2005). *Valuation: Measuring and managing the value of companies* (4 utg.). New York, United States John Wiley & Sons, Inc.
- Kotler, P. (2010). *Markedsføringsledelse*. Oslo: Gyldendal Norsk Forlag AS.
- Kristoffersen, T. (2012). *Årsregnskapet - en grunnleggende innføring* (3 utg.): Fagbokforlaget.
- Roos, G., Krogh, G. V. & Roos, J. (2010). *Strategi - en innføring* (5 utg.). Bergen: Fagbokforlaget Vigmostad & Bjørke AS.
- Titman, S. & Martin, J. (2011). *Valuation: The art and science of corporate investment decisions* (2 utg.). Essex, England: Pearson Education.
- Tofteland, A. (2011). *Finansregnskap - verdivurdering og analyse* (3 utg.): Fagbokforlaget.

Journaler og publikasjoner

- Clarkson Capital Markets. (2012). Overview of the offshore supply vessel industry. Lastet ned fra [http://www.marinemoney.com/sites/all/themes/marinemoney/forums/houston12/presentations/OSV_OUTLOOK Clarksons.pdf](http://www.marinemoney.com/sites/all/themes/marinemoney/forums/houston12/presentations/OSV_OUTLOOK%20Clarksons.pdf)
- Danish Ship Finance. (2013). Shipping market review - april 2013. Lastet ned fra <http://www.shipfinance.dk/~~/media/Shipping-Market-Review/Shipping-Market-Review---April-2013.ashx>
- Gjesdal, F. (2007). Regnskapsanalyse: Omgruppering av regnskapet for eierkontroll og verdsettelse. Lastet ned fra http://www.idunn.no/ts/pof/2007/02/regnskapsanalyse_omgruppering_av_regnskapet_for_eierkontroll_og_verdsettels
- Høyre. (2013). Høyres maritime strategi. Lastet ned fra [http://www.hoyre.no/filestore/Filer/Politikkdokumenter/Nring/130426Hoyresmaritimesstrategi.pdf](http://www.hoyre.no/filestore/Filer/Politikkdokumenter/Nring/130426Hoyresmaritimes%20strategi.pdf)

- Knivsflå, K. H. (2009). Strategisk regnskapsanalyse. Forelesningsnotater. Norges handelshøyskole, bergen.
- Kpmg. (2011a). Basel iii - konsekvenser for markeder og produkter. Lastet ned fra http://www.kpmg.no/arch/_img/9715738.pdf
- Maritimt Forum. (2014). Maritim verdiskapningsbok. Lastet ned fra http://www.facebook.com/l.php?u=http%3A%2F%2Fissuu.com%2Fmfhs%2Fdocs%2Fmaritimt_forum_verdiskapningsbok_201%2F1%3Fe%3D4562695%2F6597515&h=1AQEknG09
- Navigator, T. (2013). January - issue 17. Lastet ned fra http://issuu.com/westshore/docs/navigator_january_2013
- Navigator, T. (2014). May - issue 30. (30). Lastet ned fra http://issuu.com/westshore/docs/navigator_february_2014
- Navigator, T. (2014). Lastet ned fra <http://westshore.no/marketintelligence/publications>
- Norges Bank. (2014a). Pengepolitisk rapport - mars Lastet ned fra http://www.norges-bank.no/Upload/Publikasjoner/PPR/PPR_1_14/PPR_1_14.pdf
- Norges Rederiforbund. (2011). Norske offshorerederier. Lastet ned fra [http://www.rederi.no/nrweb/mm.nsf/lupgraphics/Norske_offshorerederier-lavopplost.pdf/\\$file/Norske_offshorerederier-lavopplost.pdf](http://www.rederi.no/nrweb/mm.nsf/lupgraphics/Norske_offshorerederier-lavopplost.pdf/$file/Norske_offshorerederier-lavopplost.pdf)
- Norges Rederiforbund. (2013). Konjunkturrapport 2013. Lastet ned fra [http://www.rederi.no/nrweb/mm.nsf/lupgraphics/Konjunkturrapport-NY.pdf/\\$file/Konjunkturrapport-NY.pdf](http://www.rederi.no/nrweb/mm.nsf/lupgraphics/Konjunkturrapport-NY.pdf/$file/Konjunkturrapport-NY.pdf)
- Norges Rederiforbund. (2014). Konjunkturrapport 2014. Lastet ned fra [http://www.rederi.no/nrweb/mm.nsf/lupgraphics/NR_Konjunkturrapport_2014_endelig.pdf/\\$file/NR_Konjunkturrapport_2014_endelig.pdf](http://www.rederi.no/nrweb/mm.nsf/lupgraphics/NR_Konjunkturrapport_2014_endelig.pdf/$file/NR_Konjunkturrapport_2014_endelig.pdf)
- Pwc. (2014). Risikopremien i det norske markedet 2013 og 2014. Lastet ned fra <http://www.pwc.no/no/publikasjoner/deals/risikopremien-2013-2014.pdf>
- Thøgersen, Ø (2013). Konjunkturanalyse. Forelesningsnotater. Handelshøgskolen ved UiS, Stavanger.

Nettsider

- Bank, W. (2014). East asia and the pacific. Lastet ned fra <http://www.worldbank.org/en/publication/global-economic-prospects/regional-outlooks/eap>
- Brreg. (2014). Lastet ned fra <http://brreg.no>

- Clarkson Capital Markets. (2012). Overview of the offshore supply vessel industry. Lastet ned fra http://www.marinemoney.com/sites/all/themes/marinemoney/forums/houston12/presentations/OSV_OUTLOOK_Clarksons.pdf
- Damodaran, A. (2009). The dark side of valuation Lastet ned 13.03.2014, fra <http://www.ftpress.com/articles/article.aspx?p=1356321&seqNum=3>
- Damodaran, A. (2014). The data page. Lastet ned fra http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/data.html
- Danish Ship Finance. (2013). Shipping market review - april 2013. Lastet ned fra <http://www.shipfinance.dk/~~/media/Shipping-Market-Review/Shipping-Market-Review---April-2013.ashx>
- Dof. (2007). Årsrapport 2006. Lastet ned fra http://www.dof.no/Files/PDF/DOF_ASA/IR/Archive/2006_DOF2006_AR_N.pdf
- Dof. (2008). Årsrapport 2007. Lastet ned fra [http://www.dof.no/Files/PDF/DOF_ASA/IR/Archive/2007_DOF_Aarsregnskap_2007_\(N\)_Kompl.pdf](http://www.dof.no/Files/PDF/DOF_ASA/IR/Archive/2007_DOF_Aarsregnskap_2007_(N)_Kompl.pdf)
- Dof. (2009). Årsrapport 2008. Lastet ned fra http://www.dof.no/Files/PDF/DOF_ASA/IR/Archive/2008_DOF_Norsk_WEB.pdf
- Dof. (2010). Årsrapport 2009. Lastet ned fra [http://www.dof.no/Files/PDF/DOF_ASA/IR/Archive/2009_DOF09_AR_\(N\)_dobbel_web.pdf](http://www.dof.no/Files/PDF/DOF_ASA/IR/Archive/2009_DOF09_AR_(N)_dobbel_web.pdf)
- Dof. (2011). Årsrapport 2010. Lastet ned fra http://www.dof.no/Files/PDF/DOF_ASA/IR/Archive/2010_DOF_2010_aarsrapport.pdf
- Dof. (2012). Årsrapport 2011. Lastet ned fra http://www.dof.no/Files/PDF/DOF_ASA/IR/Archive/2011_120427_DOFASA_%C3%85RSREGNSKAP-2011_norsk.pdf
- Dof. (2013). Årsrapport 2012. Lastet ned fra [http://www.dof.no/Files/PDF/DOF_ASA/IR/Archive/DOF_ASA_%C3%85rsrapport_2012_final_web_\(1\).pdf](http://www.dof.no/Files/PDF/DOF_ASA/IR/Archive/DOF_ASA_%C3%85rsrapport_2012_final_web_(1).pdf)
- Dof. (2014a). About dof asa Lastet ned 08.04.2014, fra <http://www.dof.no/en-GB/About-DOF-ASA.aspx>
- Dof. (2014b). Årsrapport 2013. Lastet ned fra http://www.dof.no/Files/PDF/DOF_ASA/IR/2014/DOF_ASA_%C3%85rsrapport_2013_NO_web_single.pdf
- Eia. (2012). Countries. Lastet ned fra <http://www.eia.gov/countries/index.cfm?view=consumption>
- Eidesvik. (2014). Årsrapport 2013. Lastet ned fra [http://www.eidesvik.no/getfile.php/Bilder/Investor relation/Presentasjoner/Eidesvik Offshore ASA - %C3%85rsrapport 2013.pdf](http://www.eidesvik.no/getfile.php/Bilder/Investor%20relation/Presentasjoner/Eidesvik%20Offshore%20ASA%20-%C3%85rsrapport%202013.pdf)
- Fafo. (2013). Det gamle landet og havet - rekrutteringsbehov i maritim næring fram mot 2020. Lastet ned fra <http://www.fafo.no/pub/rapp/20318/20318.pdf>

- Farstad. (2009). Årsrapport 2008. Lastet ned fra
https://http://www.farstad.com/prod_images/doc_535_10.pdf
- Farstad. (2010). Årsrapport 2009. Lastet ned fra
https://http://www.farstad.com/prod_images/doc_534_10.pdf
- Farstad. (2011). Årsrapport 2010. Lastet ned fra
https://http://www.farstad.com/prod_images/doc_517_10.pdf
- Farstad. (2012). Årsrapport 2011. Lastet ned fra
https://http://www.farstad.com/prod_images/doc_514_10.pdf
- Farstad. (2013). Årsrapport 2012. Lastet ned fra
https://http://www.farstad.com/prod_images/doc_998_10.pdf
- Farstad. (2014a). History Lastet ned 08.04.2014, fra
<https://http://www.farstad.com/business/our-company/history>
- Farstad. (2014b). Årsrapport 2013. Lastet ned fra
https://http://www.farstad.com/prod_images/doc_1113_10.pdf
- Gjesdal, F. (2007). Regnskapsanalyse: Omgruppering av regnskapet for eierkontroll og verdsettelse. Lastet ned fra
http://www.idunn.no/ts/pof/2007/02/regnskapsanalyse_omgruppering_av_regnskape_t_for_eierkontroll_og_verdsettels
- Havila. (2014). Årsrapport 2013. Lastet ned fra
http://www.havila.no/prod_images/doc_158_26.pdf
- Hill, C. W. L. & Jones, G. R. (2008). *Strategic management theory* (8 utg.). Boston, USA: Houghton Mifflin Company.
- Høyre. (2013). Høyres maritime strategi. Lastet ned fra
http://www.hoyre.no/filestore/Filer/Politikkdokumenter/Nring/130426Hyresmaritim_estrategi.pdf
- Knivsflå, K. H. (2009). Strategisk regnskapsanalyse. Forelesningsnotater. Norges handelshøyskole, bergen. . Lastet ned fra
- Koller, T., Wessels, D. & Goedhart, M. (2005). *Valuation: Measuring and managing the value of companies* (4 utg.). New York, United States John Wiley & Sons, Inc.
- Kotler, P. (2010). *Markedsføringsledelse*. Oslo: Gyldendal Norsk Forlag AS.
- Kpmg. (2011a). Basel iii - konsekvenser for markeder og produkter. Lastet ned fra
http://www.kpmg.no/arch/_img/9715738.pdf
- Kpmg. (2011b). Rederiskatteordningen. Lastet ned fra
<http://verdtavite.kpmg.no/rederiskatteordningen.aspx>
- Kristoffersen, T. (2012). *Årsregnskapet - en grunnleggende innføring* (3 utg.): Fagbokforlaget.

Maritimt Forum. (2014). Maritim verdiskapningsbok. Lastet ned fra http://www.facebook.com/l.php?u=http%3A%2F%2Fissuu.com%2Fmfhs%2Fdocs%2Fmaritimt_forum_verdiskapningsbok_201%2F1%3Fe%3D4562695%2F6597515&h=IAQEknG09

Morningstar. (2014). R-squared. Lastet ned fra http://www.morningstar.com/InvGlossary/r_squared_definition_what_is.aspx

Navigator, T. (2013). January - issue 17. Lastet ned fra http://issuu.com/westshore/docs/navigator_january_2013

Navigator, T. (2014). May - issue 30. (30). Lastet ned fra http://issuu.com/westshore/docs/navigator_february_2014

Navigator, T. (2014). Lastet ned fra <http://westshore.no/marketintelligence/publications>

Netfonds. (2014). Teknisk analyse soff Lastet ned 09.05.2014, fra <http://www.netfonds.no/quotes/analysis.php?paper=SOFF.OSE>

Norges Bank. (2014a). Pengepolitisk rapport - mars Lastet ned fra http://www.norges-bank.no/Upload/Publikasjoner/PPR/PPR_1_14/PPR_1_14.pdf

Norges Bank. (2014b). Statsobligasjoner - daglige noteringer. Lastet ned fra <http://www.norges-bank.no/no/prisstabilitet/rentestatistikk/statsobligasjoner-rente-daglige-noteringer/>

Norges Rederiforbund. (2011). Norske offshorerederier. Lastet ned fra [http://www.rederi.no/nrweb/mm.nsf/lupgraphics/Norske_offshorerederier-lavoppløst.pdf/\\$file/Norske_offshorerederier-lavoppløst.pdf](http://www.rederi.no/nrweb/mm.nsf/lupgraphics/Norske_offshorerederier-lavoppløst.pdf/$file/Norske_offshorerederier-lavoppløst.pdf)

Norges Rederiforbund. (2013). Konjunkturrapport 2013. Lastet ned fra [http://www.rederi.no/nrweb/mm.nsf/lupgraphics/Konjunkturrapport-NY.pdf/\\$file/Konjunkturrapport-NY.pdf](http://www.rederi.no/nrweb/mm.nsf/lupgraphics/Konjunkturrapport-NY.pdf/$file/Konjunkturrapport-NY.pdf)

Norges Rederiforbund. (2014). Konjunkturrapport 2014. Lastet ned fra [http://www.rederi.no/nrweb/mm.nsf/lupgraphics/NR_Konjunkturrapport_2014_endelig.pdf/\\$file/NR_Konjunkturrapport_2014_endelig.pdf](http://www.rederi.no/nrweb/mm.nsf/lupgraphics/NR_Konjunkturrapport_2014_endelig.pdf/$file/NR_Konjunkturrapport_2014_endelig.pdf)

Ntb. (2014). Tesla mest solgte bil i desember. Lastet ned fra <http://www.dn.no/privat/dnBil/2014/01/03/tesla-mest-solgte-bil-i-desember>

Oslo Børs. (2014). Aksjekurser. Lastet ned fra <http://www.oslobors.no>

Peng, F. (2014). China's gdp up 7.7 pct in 2013. Lastet ned fra http://news.xinhuanet.com/english/china/2014-01/20/c_133058484.htm

Pwc. (2014). Risikopremien i det norske markedet 2013 og 2014. Lastet ned fra <http://www.pwc.no/no/publikasjoner/deals/risikopremien-2013-2014.pdf>

Rem Offshore. (2014). Årsrapport 2013. Lastet ned fra http://www.rem-offshore.no/download.aspx?object_id=CC3EAA30AA8D4A2394261190374A4650

- Ringodd, H. I. (2013). Flagger ut mer. Lastet ned fra <http://www.h-avis.no/nyheter/flagger-ut-mer-1.8071973>
- Roos, G., Krogh, G. V. & Roos, J. (2010). *Strategi - en innføring* (5 utg.). Bergen: Fagbokforlaget Vigmostad & Bjørke AS.
- Sandersen, K. (2012). Solstad flagger ut seks skip. Lastet ned fra <http://www.h-avis.no/nyheter/solstad-flagger-ut-seks-skip-1.6779644>
- Shipbrokers, W. (2014). Average spot rates per month in gbp. Lastet ned fra <http://westshore.no/marketintelligence>
- Siem Offshore. (2014). Årsrapport 2013. Lastet ned fra <http://siemoffshorereports.no/2013/>
- Skipsrevyen. (2010). Normand ranger. Lastet ned fra <http://www.skipsrevyen.no/ms-normand-ranger/>
- Solstad. (2006). Annual report 2005. Lastet ned fra [http://www.solstad.no/getfile.php/Filer/Financial reports/2005/SOFF-05-Annual report ENG.pdf](http://www.solstad.no/getfile.php/Filer/Financial%20reports/2005/SOFF-05-Annual%20report%20ENG.pdf)
- Solstad. (2007). Årsrapport 2006. Lastet ned fra [http://www.solstad.no/getfile.php/Filer/Financial reports/2006/SOFF-06-Annual report ENG.pdf](http://www.solstad.no/getfile.php/Filer/Financial%20reports/2006/SOFF-06-Annual%20report%20ENG.pdf)
- Solstad. (2008). Årsrapport 2007. Lastet ned fra [http://www.solstad.no/getfile.php/Filer/Financial reports/2007/SOFF-07-Annual report ENG.pdf](http://www.solstad.no/getfile.php/Filer/Financial%20reports/2007/SOFF-07-Annual%20report%20ENG.pdf)
- Solstad. (2009). Årsrapport 2008. Lastet ned fra [http://www.solstad.no/getfile.php/Filer/Financial reports/2008/Annual report 2008.pdf](http://www.solstad.no/getfile.php/Filer/Financial%20reports/2008/Annual%20report%202008.pdf)
- Solstad. (2010a). Delivery of normand prosper. Lastet ned fra <http://www.solstad.no/newsarchive/delivery-of-normand-prosper-article226-103.html>
- Solstad. (2010b). Årsrapport 2009. Lastet ned fra [http://www.solstad.no/getfile.php/Filer/Financial reports/2009/Beretning_09_N_lavoppl.pdf](http://www.solstad.no/getfile.php/Filer/Financial%20reports/2009/Beretning_09_N_lavoppl.pdf)
- Solstad. (2011). Årsrapport 2010. Lastet ned fra [http://www.solstad.no/getfile.php/Filer/Financial reports/2010/SOFF_%C3%85rsrapport 2010 Norsk.pdf](http://www.solstad.no/getfile.php/Filer/Financial%20reports/2010/SOFF_%C3%85rsrapport%202010%20Norsk.pdf)
- Solstad. (2012). Årsrapport 2011. Lastet ned fra [http://www.solstad.no/getfile.php/Filer/Financial reports/2011/%C3%85rsberetning2011_lowres.pdf](http://www.solstad.no/getfile.php/Filer/Financial%20reports/2011/%C3%85rsberetning2011_lowres.pdf)

- Solstad. (2013). Årsrapport 2012. Lastet ned fra [http://www.solstad.no/getfile.php/Filer/Financial reports/2012/%C3%85rsberetning2012_lowres%281%29.pdf](http://www.solstad.no/getfile.php/Filer/Financial%20reports/2012/%C3%85rsberetning2012_lowres%281%29.pdf)
- Solstad. (2014a). Lastet ned fra <http://www.solstad.no>
- Solstad. (2014b). Kvartalsrapport 1. Kvartal. Lastet ned fra [http://www.solstad.no/getfile.php/Filer/Financial reports/SOFF_1Q_2014.pdf](http://www.solstad.no/getfile.php/Filer/Financial%20reports/SOFF_1Q_2014.pdf)
- Solstad. (2014c). Philosophy, objectives and strategies. Lastet ned fra <http://www.solstad.no/philosophy-objectives-and-strategies/category8.html>
- Solstad. (2014d). Årsrapport 2013. Lastet ned fra [http://solstad.no/getfile.php/Filer/Financial reports/2013/SOFF_%C3%85rsberetning_2013.pdf](http://solstad.no/getfile.php/Filer/Financial%20reports/2013/SOFF_%C3%85rsberetning_2013.pdf)
- Ssb. (2014). Olje- og gassvirksomhet, investeringer, 2. Kvartal 2014. Lastet ned fra <http://www.ssb.no/energi-og-industri/statistikker/oljeinv/kvartal/2014-06-12>
- Standard & Poor. (2014). The abcs of rating scales. Lastet ned fra <http://www.standardandpoors.com/aboutcreditratings/>
- Sternhoff, E. M. (2012). Solstad årets bedrift. Lastet ned fra <http://www.h-avis.no/nyheter/solstad-arets-bedrift-1.6768148>
- Tho, E. (2014). Solstad ble president. Lastet ned fra <http://www.h-avis.no/nyheter/solstad-ble-president-1.8362538>
- Titman, S. & Martin, J. (2011). *Valuation: The art and science of coporate investment decesions* (2 utg.). Essex, England: Pearson Education.
- Tofteland, A. (2011). *Finansregnskap - verdivurdering og analyse* (3 utg.): Fagbokforlaget.
- USA Inflation Calulator. (2014). Current us inflation rates: 2004-2014. Lastet ned fra <http://www.usinflationcalculator.com/inflation/current-inflation-rates>
- Wethe, D. (2013). Oil companies race to the bottom of the sea. Lastet ned fra <http://www.businessweek.com/articles/2013-05-30/oil-companies-race-to-the-bottom-of-the-sea>

Årsrapporter og kvartalsrapporter

- Dof. (2007). Årsrapport 2006. Lastet ned fra [http://www.dof.no/Files/PDF/DOF ASA/IR/Archive/2006_DOF2006_AR_N.pdf](http://www.dof.no/Files/PDF/DOF%20ASA/IR/Archive/2006_DOF2006_AR_N.pdf)
- Dof. (2008). Årsrapport 2007. Lastet ned fra [http://www.dof.no/Files/PDF/DOF ASA/IR/Archive/2007_DOF_Aarsregnskap_2007_\(N\)_Kompl.pdf](http://www.dof.no/Files/PDF/DOF%20ASA/IR/Archive/2007_DOF_Aarsregnskap_2007_(N)_Kompl.pdf)
- Dof. (2009). Årsrapport 2008. Lastet ned fra [http://www.dof.no/Files/PDF/DOF ASA/IR/Archive/2008_DOF_Norsk_WEB.pdf](http://www.dof.no/Files/PDF/DOF%20ASA/IR/Archive/2008_DOF_Norsk_WEB.pdf)

Dof. (2010). Årsrapport 2009. Lastet ned fra [http://www.dof.no/Files/PDF/DOF_ASA/IR/Archive/2009_DOF09_AR_\(N\)_dobbel_web.pdf](http://www.dof.no/Files/PDF/DOF_ASA/IR/Archive/2009_DOF09_AR_(N)_dobbel_web.pdf)

Dof. (2011). Årsrapport 2010. Lastet ned fra http://www.dof.no/Files/PDF/DOF_ASA/IR/Archive/2010_DOF_2010_aarsrapport.pdf

Dof. (2012). Årsrapport 2011. Lastet ned fra http://www.dof.no/Files/PDF/DOF_ASA/IR/Archive/2011_120427_DOFASA_%C3%85RSREGNSKAP-2011_norsk.pdf

Dof. (2013). Årsrapport 2012. Lastet ned fra [http://www.dof.no/Files/PDF/DOF_ASA/IR/Archive/DOF_ASA_%C3%85rsrapport_2012_final_web_\(1\).pdf](http://www.dof.no/Files/PDF/DOF_ASA/IR/Archive/DOF_ASA_%C3%85rsrapport_2012_final_web_(1).pdf)

Dof. (2014b). Årsrapport 2013. Lastet ned fra http://www.dof.no/Files/PDF/DOF_ASA/IR/2014/DOF_ASA_%C3%85rsrapport_2013_NO_web_single.pdf

Eidesvik. (2014). Årsrapport 2013. Lastet ned fra [http://www.eidesvik.no/getfile.php/Bilder/Investor relation/Presentasjoner/Eidesvik Offshore ASA - %C3%85rsrapport 2013.pdf](http://www.eidesvik.no/getfile.php/Bilder/Investor%20relation/Presentasjoner/Eidesvik%20Offshore%20ASA%20-%C3%85rsrapport%202013.pdf)

Farstad. (2009). Årsrapport 2008. Lastet ned fra https://http://www.farstad.com/prod_images/doc_535_10.pdf

Farstad. (2010). Årsrapport 2009. Lastet ned fra https://http://www.farstad.com/prod_images/doc_534_10.pdf

Farstad. (2011). Årsrapport 2010. Lastet ned fra https://http://www.farstad.com/prod_images/doc_517_10.pdf

Farstad. (2012). Årsrapport 2011. Lastet ned fra https://http://www.farstad.com/prod_images/doc_514_10.pdf

Farstad. (2013). Årsrapport 2012. Lastet ned fra https://http://www.farstad.com/prod_images/doc_998_10.pdf

Farstad. (2014b). Årsrapport 2013. Lastet ned fra https://http://www.farstad.com/prod_images/doc_1113_10.pdf

Havila. (2014). Årsrapport 2013. Lastet ned fra http://www.havila.no/prod_images/doc_158_26.pdf

Rem Offshore. (2014). Årsrapport 2013. Lastet ned fra http://www.rem-offshore.no/download.aspx?object_id=CC3EAA30AA8D4A2394261190374A4650

Siem Offshore. (2014). Årsrapport 2013. Lastet ned fra <http://siemoffshorerereports.no/2013/>

Solstad. (2006). Annual report 2005. Lastet ned fra [http://www.solstad.no/getfile.php/Filer/Financial reports/2005/SOFF-05-Annual_report_ENG.pdf](http://www.solstad.no/getfile.php/Filer/Financial%20reports/2005/SOFF-05-Annual_report_ENG.pdf)

- Solstad. (2007). Årsrapport 2006. Lastet ned fra [http://www.solstad.no/getfile.php/Filer/Financial reports/2006/SOFF-06-Annual_report_ENG.pdf](http://www.solstad.no/getfile.php/Filer/Financial%20reports/2006/SOFF-06-Annual_report_ENG.pdf)
- Solstad. (2008). Årsrapport 2007. Lastet ned fra [http://www.solstad.no/getfile.php/Filer/Financial reports/2007/SOFF-07-Annual_report_ENG.pdf](http://www.solstad.no/getfile.php/Filer/Financial%20reports/2007/SOFF-07-Annual_report_ENG.pdf)
- Solstad. (2009). Årsrapport 2008. Lastet ned fra [http://www.solstad.no/getfile.php/Filer/Financial reports/2008/Annual report 2008.pdf](http://www.solstad.no/getfile.php/Filer/Financial%20reports/2008/Annual%20report%202008.pdf)
- Solstad. (2010b). Årsrapport 2009. Lastet ned fra [http://www.solstad.no/getfile.php/Filer/Financial reports/2009/Beretning_09_N_lavoppl.pdf](http://www.solstad.no/getfile.php/Filer/Financial%20reports/2009/Beretning_09_N_lavoppl.pdf)
- Solstad. (2011). Årsrapport 2010. Lastet ned fra [http://www.solstad.no/getfile.php/Filer/Financial reports/2010/SOFF_%C3%85rsrapport_2010_Norsk.pdf](http://www.solstad.no/getfile.php/Filer/Financial%20reports/2010/SOFF_%C3%85rsrapport_2010_Norsk.pdf)
- Solstad. (2012). Årsrapport 2011. Lastet ned fra [http://www.solstad.no/getfile.php/Filer/Financial reports/2011/%C3%85rsberetning2011_lowres.pdf](http://www.solstad.no/getfile.php/Filer/Financial%20reports/2011/%C3%85rsberetning2011_lowres.pdf)
- Solstad. (2013). Årsrapport 2012. Lastet ned fra [http://www.solstad.no/getfile.php/Filer/Financial reports/2012/%C3%85rsberetning2012_lowres%281%29.pdf](http://www.solstad.no/getfile.php/Filer/Financial%20reports/2012/%C3%85rsberetning2012_lowres%281%29.pdf)
- Solstad. (2014d). Årsrapport 2013. Lastet ned fra [http://solstad.no/getfile.php/Filer/Financial reports/2013/SOFF_%C3%85rsberetning_2013.pdf](http://solstad.no/getfile.php/Filer/Financial%20reports/2013/SOFF_%C3%85rsberetning_2013.pdf)
- Solstad. (2014b). Kvartalsrapport 1. Kvartal. Lastet ned fra [http://www.solstad.no/getfile.php/Filer/Financial reports/SOFF_1Q_2014.pdf](http://www.solstad.no/getfile.php/Filer/Financial%20reports/SOFF_1Q_2014.pdf)

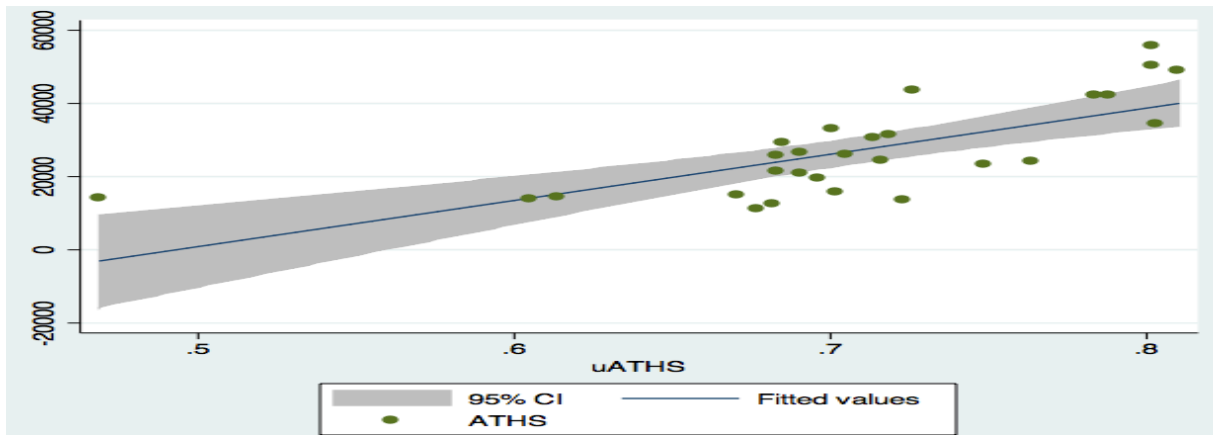
Vedlegg

Vedlegg 1: Flåteoversikt

Vedlegget viser en oversikt over Solstads flåte og kontraktsdekning fra Q1 2014 til Q4 2017.

Mørkeblå fargekode indikerer gjenstående leveringstid av nybygg, rødt viser kontraktsdekningen, mens lyseblå viser opsjon på kontrakt.

CSV	Årstall	2014				2015				2016				2017			
		Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
Normand TBN	2016																
TBN Normand Reach	2014																
TBN Normand Vision	2014																
Normand Oceanic	2011																
Normand Pacific	2010																
Normand Baltic	2010																
NorCE Endeavor	2011																
Normand Subsea	2009																
Nor Australis	2009																
Nor Valiant	2008																
Normand Seven	2007																
Normand Installer	2006																
Normand Commander	2006																
Normand Fortress	2006																
Normand Flower	2002																
Normand Mermaid	2002																
Normand Cutter	2001																
Normand Clipper	2001																
Normand Pioneer	1999																
Normand Progress	1999																
Store AHTS																	
Normand Ranger	2010																
Normand Prosper	2010																
Normand Ferking	2007																
Normand Titan	2007																
Normand Master	2003																
Normand Mariner	2002																
Normand Ivan	2002																
Normand Borg	2000																
Normand Atlantic	1997																
Normand Neptun	1996																
Mindre AHTS																	

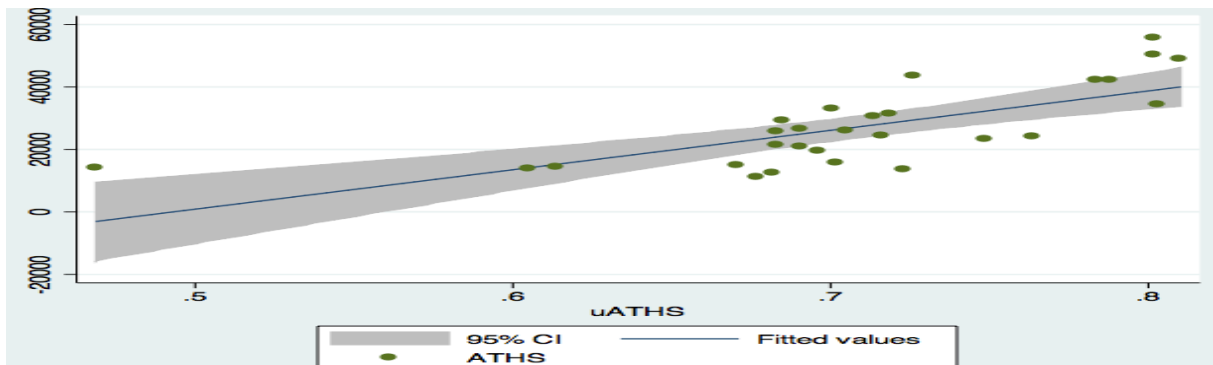


Vedlegg 3: Stata regresjonsanalyse PSV

Utskrift fra Stata hvor det er tatt utgangspunkt i de gjennomsnittlige månedlige spotratene, utnyttelsesgrad samt oljepris.

Source	SS	df	MS			
Model	441954185	2	220977093	Number of obs =	28	
Residual	262083353	25	10483334.1	F(2, 25) =	21.08	
Total	704037538	27	26075464.4	Prob > F =	0.0000	
				R-squared =	0.6277	
				Adj R-squared =	0.5980	
				Root MSE =	3237.8	

PSV	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
uPSV	70796.92	10906.03	6.49	0.000	48335.53	93258.31
Oil	-62.57134	105.199	-0.59	0.557	-279.2327	154.09
_cons	-42548.01	14458.08	-2.94	0.007	-72325	-12771.03



Vedlegg 4: Omgruppering av Solstads regnskap

Vedlegget viser en omgruppering av Solstads resultatregnskap i millioner, hvor unormale poster er merket med grått.

Normale og unormale poster	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006
Fraktinntekter	3 495	3 288	3 044	2 614	2 519	2 135	2 108	1 787
+ Annen inntekt	51	74	5	3	11	74	112	96
- Gevinst ved salg av skip	36	54	0	0	0	64	106	88
= Sum Driftsinntekter	3 509	3 309	3 049	2 617	2 529	2 145	2 113	1 795
Personalkostnader	-1 306	-1 229	-1 180	-961	-804	-608	-491	-438
+ Ordinære av-/nedskrivninger	-275	-417	-738	-446	-584	-417	-340	-263
+ Avskrivninger periodisk vedlikehold	-157	-167	-194	-193	-145	-104	-97	-74
+ Andre driftskostnader	-753	-699	-769	-698	-566	-323	-342	-420
+ Forsikringsoppgjør	11	0	6	20	33	0	0	0
+ Andel resultat felleskontrollert virksomhet	57	20	-2	3	2	41	11	16
- Nedskrivninger	0	-92	-160	0	-80	0	0	0
- Påløpte kostnader regime skift 2007	0	0	0	0	0	-126	0	0
Sum driftskostnader	-2 423	-2 401	-2 718	-2 275	-1 984	-1 285	-1 259	-1 179
Driftsresultat	1 086	908	331	342	546	860	855	616
- Terminering lease	0	-87	0	0	0	0	0	0
Andel resultat tilknyttede selskaper	6	3	0	0	0	0	0	0
+ Renteinntekt	7	6	18	27	14	56	81	57
+ Annen finansinntekt	500	607	449	789	1 314	127	441	362
+ Rentekostnader	-450	-524	-550	-371	-254	-315	-222	-193
+ Annen finanskostnad	-645	-512	-488	-655	-673	-809	-155	-14
- Tap finansielle derivater	-62	-19	-66	-127	-40	-126	-58	0
- Tap på aksjer, andeler og investeringer	0	0	0	0	-5	-220	0	-2
- Valutatap	-584	-488	-426	-524	-610	-844	-334	-418
- Valutagevinst	417	520	378	554	850	606	393	451
- Gevinst finansielle derivater	41	87	71	118	311	8	179	30
- Gevinst salg av aksjer/andeler	28	0	0	117	152	9	71	286
= Netto normale finansposter	-423	-520	-527	-348	-258	-375	-105	-135
Resultat før skattekostnad	664	474	-195	-5	288	485	750	481
Skattekostnad (-)/-inntekt	-56	34	-8	-114	171	171	-403	-25
+ Unormal skatt	0	0	0	116	-312	-131	388	0
Årets resultat	607	509	-203	-3	147	525	735	456

Vedlegg 5: Estimering av normalt finansresultat og driftsskatt

Vedlegget viser en oversikt over de normale og de unormale finansinntektene og

finanskostnadene. Dette for å beregne periodens normale driftsrelaterte skattekostnad, som er illustrert nederst i vedlegget.

Omgruppert finansresultat	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006
Normale finansinntekter								
Renteinntekter	7	6	18	27	14	56	81	57
+ Inntekt fra tilknyttede selskaper	6	3	0	0	0	0	0	0
+ Utbytte	0	0	0	0	1	28	47	0
+ Annen finansinntekt	13	0	4	0	0	0	0	1
+ Forventet avkastning på pensjonsmidler	6	6	7	6	6	5	4	3
= Sum normale finansinntekter	33	15	29	33	21	89	132	60
Normale finanskostnader								
Rentekostnader	450	524	550	371	254	315	222	193
+ Annen finanskostnad	0	5	0	4	18	144	11	0
+ Rentekostnader på pensjonsforpliktelser	8	6	7	7	5	4	4	3
=Sum unormale finanskostnader	458	535	556	381	278	464	237	196
Normalt finansresultat før skatt	-426	-520	-527	-348	-257	-374	-105	-135
Skatt på normalt finansresultat (28%)	-119	-146	-148	-97	-72	-105	-29	-38
Unormale finansinntekter								
Valutagevinst	417	520	378	554	850	606	393	451
+ Gevinst finansielle derivater	41	87	71	118	311	8	179	30
+ Gevinst salg av aksjer/andeler	28	0	0	117	152	9	71	286
= Sum unormale finansinntekter	487	607	449	789	1 313	623	643	766
Unormale finanskostnader								
Tap finansielle derivater	62	19	66	127	40	126	58	0
+ Tap på aksjer, andeler og investeringer	0	0	0	0	5	220	0	2
+ Valutatap	584	488	426	524	610	844	334	418
= Sum unormale finanskostnader	645	507	492	651	655	1 190	392	420
Unormalt finansresultat f. Skatt	-159	100	-44	139	658	-566	251	346
Skatt av unormalt finansresultat (28%)	-44	28	-12	39	184	-159	70	97
Beregning av driftsrelatert skattesats								
Opprinnelig skattekostnad	56	-34	8	114	-171	-171	403	25
- Skatt på netto finansresultat (28%)	-119	-146	-148	-97	-72	-105	-29	-38
- Skatt på unormalt finansresultat	-44	28	-12	39	184	-159	70	97
- Unormal skatt	0	0	0	116	-312	-131	388	0
= Driftsrelatert skattekostnad	220	84	167	56	29	223	-26	-34
Driftsresultat f. skatt (inkl. unorm. poster)	1 123	869	171	342	466	797	960	704
Driftsrelatert skatt %	20 %	10 %	98 %	16 %	6 %	28 %	-3 %	-5 %
Normal driftsrelatert skatt	21 %							
Unormal driftsskattesats	-2 %	-12 %	76 %	-5 %	-15 %	7 %	-24 %	-26 %

Vedlegg 6: Solstads balanse 2006 – 2013

Solstads balanse fra 2006 til og med 2013.

Balanse	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006
Langsiktige eiendeler								
Immaterielle eiendeler								
Utsatt skattefordel	59	95	43	17	-	24	-	-
Sum immaterielle eiendeler	59	95	43	17	-	24	-	-
Anleggsmidler								
Skip og skip under bygging	11 888	12 401	13 874	13 490	9 679	7 290	6 491	5 353
Balanseført periodisk vedlikehold	230	246	241	252	177	202	131	121
Andre driftsmidler	19	18	23	28	29	33	38	44
Sum anleggsmidler	12 137	12 665	14 139	13 771	9 885	7 525	6 660	5 517
Finansielle anleggsmidler								
Investeringer i felleskontrollert virksomhet	271	189	-	-	-	-	-	-
Lån til tilknyttet selskap/felleskontrollert virksomhet	25	42	-	-	-	-	12	15
Investeringer i tilknyttet selskap	39	33	20	21	19	4	221	158
Investeringer i aksjer og andeler	3	5	5	5	3	1 083	960	3
Andre finansielle anleggsmidler	22	52	31	40	44	-	566	648
Andre langsiktige fordringer	50	2	27	10	6	15	45	19
Overfinansiering pensjon	-	-	3	9	17	10	-	-
Sum finansielle anleggsmidler	409	323	86	85	89	1 113	1 804	843
Sum langsiktige eiendeler	12 605	13 083	14 268	13 873	9 974	8 662	8 464	6 361
Kortsiktige eiendeler								
Beholdninger	69	73	60	59	49	19	26	19
Fordringer								
Kundefordringer	708	518	715	522	466	497	510	357
Andre kortsiktige fordringer	268	200	163	216	265	188	202	140
Andre finansielle omløpsmidler	-	26	15	12	77	-	-	-
Sum fordringer	975	743	893	749	808	685	712	496
Investeringer								
Aksjer tilgjengelig for salg	0	0	0	0	0	17	60	126
Bankinnskudd og kontantekvivalenter	1 240	807	657	872	1 445	830	1 053	1 291
Sum kortsiktige eiendeler	2 285	1 624	1 611	1 681	2 293	1 551	1 851	1 933

Eiendeler holdt for salg	136	-	5	13	-	-	-	-
SUM EIENDELER	15 025	14 707	15 883	15 566	12 267	10 213	10 315	8 294
Egenkapital								
Innskutt egenkapital								
Aksjekapital (38.687.377 a 2,-)	77	77	77	76	76	76	76	76
Egne aksjer	-0	-0	-0	-0	-0	-0	-0	-0
Annen innskutt egenkapital	112	112	224	112	12	112	112	112
overkursfond	1 654	1 654	1 542	1 542	1 542	-	-	-
Sum innskutt egenkapital	1 843	1 843	1 843	1 729	1 729	187	187	187
Opptjent egenkapital								
Annen egenkapital	3 161	2 863	2 634	2 836	2 883	3 495	3 495	2 972
Sum opptjent egenkapital	3 161	2 863	2 634	2 836	2 883	3 495	3 495	2 972
Minoritetsinteresser	-49	-42	-61	425	19	16	36	15
Sum egenkapital	4 954	4 665	4 416	4 989	4 630	3 698	3 717	3 174
Gjeld								
Avsetning for forpliktelser								
Utsatt skatt	-	-	-	-	27	215	25	17
Betalbar skatt	-	-	40	78	-	-	357	-
Utsatt inntekt	-	-	-	-	9	-	20	24
Permisjonsforpliktelser	72	11	-	-	-	-	4	13
Andre finansielle forpliktelser	34	51	52	32	10	68	47	270
Sum avsetning for forpliktelser	106	63	92	109	46	283	453	323
Langsiktig gjeld								
Annen langsiktig gjeld	161	51	36	34	35	37	39	32
Gjeld til kredittinstitusjoner	7 539	7 114	9 472	8 550	6 379	4 794	3 988	3 864
Sum langsiktig gjeld	7 700	7 165	9 509	8 584	6 414	4 831	4 027	3 896
Kortsiktig gjeld								
Leverandørgjeld	111	187	259	311	163	167	135	94
Kassakreditt	91	65	102	103	100	439	410	-
Betalbarskatt	15	68	76	106	92	51	56	27
skattetrekk og offentlige avgifter	89	46	58	51	50	41	43	35
Andre finansielle forpliktelser	3	-	18	6	-	-	-	11
Annen kortsiktig gjeld	323	392	292	286	206	231	133	734
Kortsiktig rentebærende gjeld	1 632	2 057	1 061	1 022	566	473	1 340	-

Sum kortsiktig gjeld	2 264	2 815	1 866	1 884	1 176	1 402	2 118	901
Sum gjeld	10 071	10 043	11 467	10 577	7 636	6 516	6 597	5 120
Sum egenkapital og gjeld	15 025	14 707	15 883	15 566	12 267	10 213	10 315	8 294

Vedlegg 7: Årlig vekst med 2006 som basisår

Vedlegget viser resultatets vekst i forhold til 2006

Vekst med 2006 som basis år	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Driftsinntekter								
Fraktinntekter	1,00	1,18	1,19	1,41	1,46	1,70	1,84	1,96
+ Annen inntekt	1,00	1,16	0,77	0,11	0,03	0,05	0,77	0,53
= Sum Driftsinntekter	1,00	1,18	1,19	1,41	1,46	1,70	1,84	1,95
Driftskostnader								
Personalkostnader	1,00	1,12	1,39	1,84	2,19	2,69	2,81	2,98
+ Ordinære av-/nedskrivninger	1,00	1,29	1,59	2,22	1,70	2,81	1,59	1,05
+ Avskrivninger periodisk vedlikehold	1,00	1,32	1,41	1,97	2,60	2,62	2,26	2,12
+ Andre driftskostnader	1,00	0,81	0,77	1,35	1,66	1,83	1,66	1,79
+ Forsikringsoppgjør	1,00							
+ Andel resultat felleskontrollert virksomhet	1,00	0,72	2,60	0,15	0,16	-0,14	1,27	3,65
Sum driftskostnader	1,00	1,07	1,09	1,68	1,93	2,30	2,04	2,05
Driftsresultat	1,00	1,39	1,40	0,89	0,56	0,54	1,47	1,76
Andel resultat tilknyttede selskaper	1,00							
+ Renteinntekt	1,00	1,43	0,99	0,24	0,48	0,33	0,11	0,13
+ Annen finansinntekt	1,00	1,22	0,35	3,63	2,18	1,24	1,68	1,38
+ Rentekostnader	1,00	1,15	1,64	1,32	1,92	2,85	2,72	2,33
+ Annen finanskostnad	1,00	10,69	55,85	46,47	45,18	33,69	35,35	44,55
= Netto normale finansposter	1,00	0,78	2,78	1,91	2,57	3,90	3,85	3,13
Resultat før skattekostnad	1,00	1,56	1,01	0,60	-0,01	-0,41	0,99	1,38
Skattekostnad (-)/-inntekt	1,00	15,93	-6,76	-6,78	4,52	0,30	-1,35	2,23
Årets resultat	1,00	1,61	1,15	0,32	-0,01	-0,45	1,12	1,33

Vedlegg 8: Syntetisk rating – grenseverdier

Vedlegget utgjør grunnlaget for beregningen av Solstads syntetiske rating.

Rating	Årlig konkurs sannsynlighet	Kredittrisiko faktor	Likviditets - grad 1	Rente dekningsgrad	EK andel	Netto driftsrentabilitet
AAA	0,0001	0,1	8,9	11,6	0,895	0,308
AA	0,0012	0,15	4,6	4,825	0,755	0,216
A	0,0024	0,25	2,35	2,755	0,55	0,131
BBB	0,0037	0,4	1,45	1,69	0,38	0,082
BB	0,0136	0,6	1,05	1,06	0,27	0,054
B	0,0608	1	0,75	0,485	0,175	0,026
CCC	0,3085	3	0,55	-0,345	0,105	-0,002
CC	0,5418	9	0,45	-1,17	0,03	-0,030
C	0,7752	27	0,35	-1,995	-0,1	-0,058
D	0,9999	10000				

Vedlegg 9: Fremtidige avskrivninger

Vedlegget viser hvordan fremtidige avskrivninger er estimert. Ved beregning av avskrivninger er det tatt utgangspunkt i antatt verdi på årets gjennomsnittlige anleggsmidler ved årets slutt før det aktuelle årets avskrivninger. Denne verdien blir så multiplisert med en multiplikator (3,51%) som utgjør det gjennomsnittlige forholdet mellom faktiske avskrivninger og årets gjennomsnittlige anleggsmidler før årets avskrivninger i 2012 og 2013. Fremtidige års gjennomsnittlige anleggsmidler er beregnet ved å ta snittet av fjorårets anleggsmidler og verdien på anleggsmidler ved det aktuelle årets slutt. Verdien på anleggsmidler ved årets slutt er verdien på fjorårets pluss årets kapitalinvesteringer.

Fremtidige avskrivninger	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Anleggsmidler ved årsslutt før avskrivninger	12 034	14 197	14 309	15 720	16 436	17 157	17 898	18 657	19 435	20 232	21 050
Gjennomsnittlig anleggsmidler i året		13 116	14 023	14 768	15 818	16 518	17 237	17 974	18 730	19 504	20 298
Årets avskrivninger		461	493	519	556	581	606	632	658	686	713
Anleggsmidler ved årsslutt etter avskrivninger		13 736	13 817	15 201	15 880	16 576	17 292	18 025	18 776	19 547	20 337

Vedlegg 10: Multiplikatorer til endring i arbeidskapital

Multiplikatorene til arbeidskapitalen er beregnet på følgende måte:

Først vil omløpsmidlene estimeres, disse består av beholdninger, kundefordringer og andre kortsiktige fordringer. Estimeringen av beholdninger baseres på grunnlag av en multiplikator bestående av det gjennomsnittlige prosentvise forholdet mellom beholdninger og anleggsmidlene i analyseperioden. Til estimering av kundefordringer og andre kortsiktige fordringer er anleggsmidlene byttet ut med driftsinntekter.

Den kortsiktige gjelden består av postene: leverandørgjeld, skattetrekk og offentlige avgifter, kassakreditt, betalbar skatt og annen kortsiktig gjeld. Fremtidsestimaterne av disse postene baserer seg også på multiplikator, her vil det være det gjennomsnittlige forholdet mellom hver av postene og totale driftskostnader som utgjør multiplikatorene. Noen av multiplikatorene er justert for unormale verdier, dette gjelder multiplikatorene til kassakreditt og annen kortsiktig gjeld.

Driftsrelaterte omløpsmidler	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Gjennomsnitt	Justeringer
Beholdninger	0,003	0,004	0,003	0,004	0,004	0,004	0,006	0,006	0,00427	
Kundefordringer	0,20	0,24	0,23	0,18	0,20	0,23	0,16	0,20	0,21	
Andre kortsiktige fordringer	0,08	0,10	0,09	0,10	0,08	0,05	0,06	0,08	0,08	
Driftsrelatert kortsiktig gjeld										
Leverandørgjeld	0,08	0,11	0,11	0,08	0,14	0,10	0,08	0,05	0,09	
skattetrekk og offentlige avgifter	0,03	0,03	0,03	0,03	0,02	0,02	0,02	0,04	0,03	
Kassekreditt	0,00	0,33	0,29	0,05	0,05	0,04	0,03	0,04	0,10	3 %
Betalbarskatt	0,02	0,33	0,03	0,05	0,08	0,04	0,03	0,01	0,07	
Annen kortsiktig gjeld	0,62	0,11	0,15	0,10	0,13	0,11	0,16	0,13	0,19	12 %

Vedlegg 11: Kapitalinvesteringer estimert salgsverdi på skip

Vedlegget viser forventet salgsverdi på skipene Normad Draupne, Normand Jarl og Normand Skarven, alle skip som er over 30 år.

Skip	DWT	Stålpris	Dollarkurs	NOK
Normand Draupne	2 500	713	6	10 623 700
Normand Jarl	2 000	713	6	8 498 960
Normand Skarven	2 500	713	6	10 623 700
Sum				29 746 360

* stålpris: <http://www.worldsteelprices.com/>

* dollarkurs: <http://www.hegnar.no> lest, 27.05.2014

Vedlegg 12: LÅN – renterater

Vedlegget viser Solstads utestående lån og renteratene . Lånene merket i grått har lenger gjenværende løpetid enn 5 år.

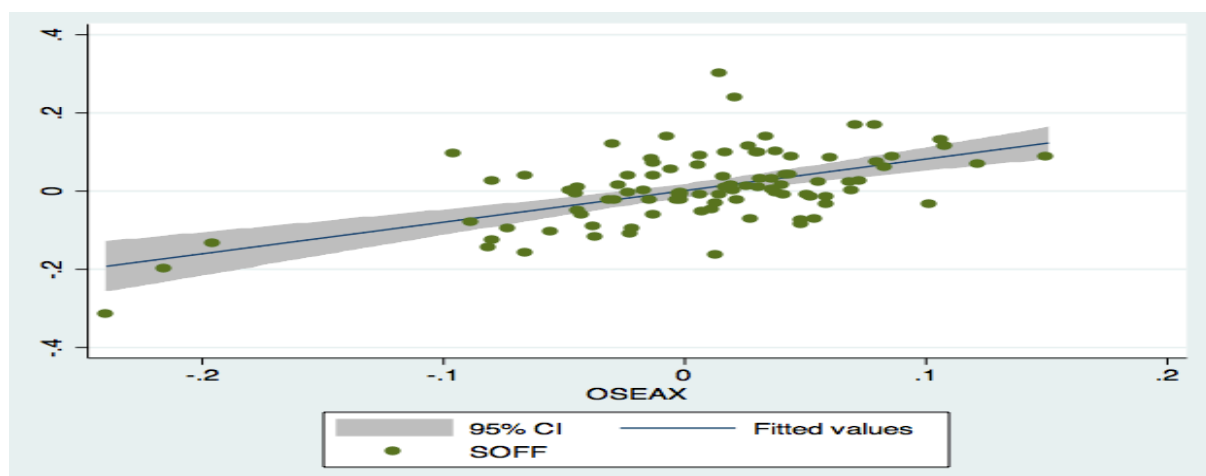
	Lånebeløp	Restløptetid mnd	Rente %	Vektet rente
Lån 1 Flytende rente - motverdi NOK	293 850	36	3,98 %	
Lån 2 Flytende rente - motverdi NOK	406 387	22	3,77 %	
Lån 3 Flytende rente - motverdi NOK	469 341	17	1,37 %	
Lån 4 Flytende rente - motverdi USD	110 000	56	3,43 %	
Lån 5 Flytende rente - motverdi NOK	390 818	9	4,32 %	
Lån 6 Flytende rente - motverdi NOK	270 000	65	4,19 %	0,0082
Lån 7 Flytende rente - motverdi NOK	80 000	18	1,31 %	
Lån 8 Flytende rente - motverdi NOK	95 000	26	3,79 %	
Lån 9 Flytende rente - motverdi USD	29 000	58	2,72 %	
Lån 10 Fast rente - motverdi NOK	104 133	62	5,49 %	0,0041
Lån 11 Fast rente - motverdi NOK	100 000	8	5,93 %	
Lån 12 Flytende rente - motverdi NOK	110 446	8	3,58 %	
Lån 13 Flytende rente - motverdi USD	35 417	41	3,41 %	
Lån 14 Flytende rente - motverdi NOK	408 750	45	3,90 %	
Lån 15 Flytende rente - motverdi NOK	503 125	74	5,72 %	0,0208
Lån 16 Flytende rente - motverdi NOK	172 500	47	3,67 %	
Lån 17 Flytende rente - motverdi USD	144 512	47	2,65 %	
Lån 18 Flytende rente - motverdi GBP	38 000	53	3,26 %	
Lån 19 Flytende rente - motverdi NOK	212 500	21	2,55 %	
Lån 20 Flytende rente - motverdi USD	99 206	30	1,39 %	
Lån 21 Flytende rente - motverdi USD	143 148	27	3,32 %	
Lån 22 Flytende rente - motverdi USD	30 875	29	3,70 %	
Lån 23 Flytende rente - motverdi USD	95 000	50	4,11 %	
Lån 24 Fast rente - motverdi NOK	402 333	98	2,48 %	0,0072
Lån 25 Flytende rente - motverdi NOK	46 150	75	4,11 %	0,0014
Lån 26 Flytende rente - motverdi NOK	55 222	169	4,11 %	0,0016
	1 380 963			4,35 %

Vedlegg 13: Regresjon av beta

Vedlegget viser en utskrift fra Stata, som omhandler en regresjonsanalyse av Solstad aksjekurs og OSEAX. Koeffisienten her utgjør Solstads beta verdi.

Source	SS	df	MS		
Model	.248332109	1	.248332109	Number of obs =	95
Residual	.543748877	93	.005846762	F(1, 93) =	42.47
Total	.792080987	94	.008426393	Prob > F =	0.0000
				R-squared =	0.3135
				Adj R-squared =	0.3061
				Root MSE =	.07646

SOFF	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
OSEAX	.8079571	.1239737	6.52	0.000	.5617699	1.054144
_cons	.0013104	.0078826	0.17	0.868	-.0143429	.0169637



Vedlegg 14: P/B

Vedlegget viser utregningen av P/B for oppgavens aktuelle komparative selskaper.

Komparative selskaper	Antall aksjer	Kurs	Virkelig EK	Bokført EK	P/B
DOF	111 051 348	29,7	3 298 225 036	6 346 000 000	0,52
Farstad	39 000 000	120	4 680 000 000	6 877 974 000	0,68
Havila	30 180 000	33,5	1 011 030 000	2 021 605 000	0,50
Eidesvik	30 150 000	32,5	979 875 000	2 348 288 000	0,42
Siem offshore	389 391 277	1,4	558 606 614	793 888 000	0,70
Rem Offshore	20 061 000	60	1 203 660 000	1 994 764 000	0,60

Vedlegg 15: EV/EBITDA

Vedlegget viser utregningen av EV/EBITDA for oppgavens aktuelle komparative selskaper.

(MNOK) Komparative selskaper	Antall aksjer	Kurs	VEK	Rentebærende gjeld	Kontanter	EV	EBITDA	EV/EBITDA
DOF	111 051 348	29,70	3 298	24 393	1 579	26 112	3 111	8,39
Farstad	39 000 000	120,00	4 680	8 703	1 801	11 582	1 524	7,60
Havila	30 180 000	33,50	1 011	5 933	403	6 541	711	9,21
Eidesvik	30 150 000	32,50	980	3 108	583	3 505	551	6,36
Siem offshore	389 391 277	1,43	559	1 011	101	1 468	123	11,97
Rem Offshore	20 061 000	60,00	1 204	4 058	363	4 899	500	9,80