



Universitetet
i Stavanger

DET TEKNISK-NATURVITENSKAPELIGE FAKULTET

MASTEROPPGAVE

Studieprogram/spesialisering: Industriell økonomi	Vårsemesteret, 2015 Åpen / Konfidensiell
Forfatter: Marthe Elin Hetland (signatur forfatter)
Fagansvarlig: Atle Øglend, Universitet i Stavanger Veileder(e): Atle Øglend, Universitet i Stavanger	
Tittel på masteroppgaven: Verdsettelse av Farstad Shipping ASA Engelsk tittel: Valuation of Farstad Shipping ASA	
Studiepoeng: 30	
Emneord: Fundamental verdsettelse Strategisk analyse Regnskapsanalyse Komparativ verdsettelse	Sidetall: 127 + vedlegg/annet: 0 Bergen, 15. Juni 2015

Verdsettelse av Farstad Shipping ASA



Masteroppgave i industriell økonomi, våren 2015

Av

Marthe Elin Hetland

Sammendrag

Denne masteroppgaven tar for seg en fundamental verdsettelse av Farstad Shipping ASA med den hensikt å finne ut hva verdien av egenkapitalen vil være gjennom å estimere en verdi per aksje. Oppgaven tar utgangspunkt i offentlig informasjon og regnskapstall.

I første del av oppgaven presenteres selskapet, bransjen og verdsettelsesteori. For å identifisere trusler og muligheter i bransjen, samt styrker og svakheter ved Farstads interne ressurser, har jeg gjennomført en strategisk analyse. Videre gjennomføres en regnskapsanalyse hvor jeg normaliserer og analyserer resultat og balanse med det formål å danne et representativt bilde av den normale, underliggende driften. De nevnte analysene danner grunnlaget for budsjettering av fremtidige kontantstrømmer fra drift og terminalverdi, samt et fremtidsrettet avkastningskrav. Videre gir den fundamentale verdsettelsen en verdi av egenkapitalen ved å trekke netto finansiell gjeld fra estimert total kapital. Verdiestimat per aksje finnes ved å dividere egenkapitalen på antall utestående aksjer.

Min fundamentale verdsettelse gir et verdiestimat per aksje på 36,9 NOK. Jeg gjennomfører så en sensitivitetsanalyse for å belyse usikkerhet. For å få et referansepunkt til den fundamentale verdsettelsen har jeg også gjennomført en komparativ verdsettelse som tar utgangspunkt i multiplikatorer.

Med en aksjekurs per 12.06.2015 på 31,8 NOK og et beregnet verdiestimat på 36,9 NOK per aksje, anbefaler jeg kjøp av aksjen.

Forord

Denne oppgaven er skrevet som en avsluttende del av mitt masterstudium i industriell økonomi ved Universitet i Stavanger. Målet med masterutdanningen i industriell økonomi er å utdanne studenter med tverrfaglig kompetanse i teknisk-naturvitenskapelige fag og økonomisk-administrative fag.

Masteroppgaven er en obligatorisk del av studiet som legger opp til at studenten skal fordype seg innen et eller flere ønskede fagområder. Bakgrunn for valg av tema var min interesse for økonomi og fagfeltet verdsettelse, og samtidig at man i en verdsettelsesoppgave får kombinert blant annet risikostyring, investeringsanalyse og arbeid i Microsoft Excel.

Min bakgrunn med bachelorgrad i petroleum- og prosess teknologi var årsaken til at jeg valgte å verdsette en aktør som opererer innenfor offshoresektoren. Det kraftige fallet i oljeprisen det siste halvåret har rammet alle olje/offshore relaterte aksjer, og særlig aksjekursen til offshorerederiene har vært hardt rammet. Dette trigget meg til å verdsette et offshorerederi som nå opplever harde tider. Valget falt på Farstad Shipping ASA – et av verdens største offshorerederier.

Jeg vil til slutt takke min veileder, Atle Øglend, for raske og gode tilbakemeldinger underveis i arbeidet.

Bergen, 15. Juni 2015

Marthe Elin Hetland

Innholdsfortegnelse

SAMMENDRAG	3
FORORD	4
FIGURER	7
TABELLER	9
1. INNLEDNING	10
1.1 OPPGAVENS STRUKTUR OG OPPBYGNING	10
1.2 AVGRENSINGER	10
2. PRESENTASJON AV SELSKAP OG BRANSJE	12
2.1 FARSTAD SHIPPING ASA	12
2.1.1 Selskapets historie.....	12
2.1.2 Selskapet i dag	12
2.1.3 Organisering og ledelse.....	13
2.1.4 Selskapets flåte	14
2.1.5 Kontrakter	15
2.1.6 Aksjekurs	16
2.2 BRANSJEN	17
2.2.1 Offshore servicefartøy.....	17
2.2.2 Etterspørselsforhold.....	20
2.2.3 Komparative selskaper.....	21
3. VERDSETTELSESTEORI	24
3.1 FUNDAMENTAL VERDSETTELSE	24
3.1.1 Kontantstrømmodellen	24
3.1.2 Dividendemodellen.....	25
3.2 KOMPARATIV VERDSETTELSE.....	26
3.3 BALANSEBASERT VERDSETTELSE	28
3.4 KOSTBASERT VERDSETTELSE.....	28
3.5 OPSJONSBASERT VERDSETTELSE.....	29
3.6 VALG AV VERDSETTELSESTEKNIKK.....	29
3.7 RAMMEVERK FOR VALGT TEKNIKK	30
4. STRATEGISK ANALYSE	32
4.1 EKSTERN ANALYSE.....	32
4.1.1 Porter's Five Forces.....	32
4.1.2 Makroanalyse (PESTEL).....	37
4.2 INTERN ANALYSE.....	44
4.2.1 VRIO	44
4.3 OPPSUMMERING AV STRATEGISK ANALYSE (SWOT)	48
5. REGNSKAPSANALYSE	49
5.1 RAMMEVERK	49
5.2 PRESENTASJON AV RAPPORTERTE TALL	50
5.2.1 Resultatregnskap.....	51
5.2.2 Balanse	52
5.3 OMGRUPPERING FOR ANALYSE	53
5.3.1 Omgruppering av resultat	53
5.3.2 Omgruppering av balanse.....	58
5.4 PRESENTASJON AV OMGRUPPERT REGNSKAP OG BALANSE	63
5.5 ANALYSE AV MÅLEFEIL	64
5.6 ANALYSE I FORHOLDSTALL.....	64
5.6.1 Tidsvektning	64

6. RISIKOANALYSE.....	66
6.1 LIKVIDITETSANALYSE.....	67
6.1.1 Likviditetsgrad 1	67
6.1.2 Likviditetsgrad 2	68
6.2 SOLIDITETSANALYSE	69
6.2.1 Egenkapitalprosent	70
6.2.2 Rentedekningsgrad	71
6.2.3 Netto driftsrentabilitet.....	72
6.2.4 Statisk finansieringsmatrise	73
6.3 SYNTETISK RATING	74
7. ANALYSE AV HISTORISKE AVKASTNINGSKRAV.....	76
7.1 EGENKAPITALKRAV	76
7.1.1 Risikofri rente.....	77
7.1.2 Markedsrisikopremie	78
7.1.3 Egenkapitalbeta	78
7.1.4 Andre justeringer.....	80
7.1.5 Historisk egenkapitalkrav.....	81
7.2 KRAV TIL NETTO FINANSIELL GJELD	84
7.3 KRAV TIL NETTODRIFTSKAPITAL (WACC).....	85
8. LØNNSOMHETSANALYSE	87
8.1 EGENKAPITALRENTABILITET.....	87
8.2 DEKOMPONERING AV STRATEGISK FORDEL	89
8.3 DEKOMPONERING AV DRIFTSFORDEL	90
8.3.1 Gearingfordel drift	90
8.3.2 Bransjefordel drift.....	91
8.3.3 Ressursfordel drift.....	92
8.4 OPPSUMMERING LØNNSOMHETSANALYSE	94
9. FREMTIDSKRAV	95
9.1 KAPITALSTRUKTUR.....	95
9.2 RISIKOFRI RENTE	96
9.3 MARKEDETS RISIKOPREMIE OG ANDRE PREMIER	96
9.4 FREMTIDIG AVKASTNINGSKRAV TIL EGENKAPITAL	97
9.5 FREMTIDIG AVKASTNINGSKRAV TIL NETTO FINANSIELL GJELD.....	97
9.6 FREMTIDIG AVKASTNINGSKRAV TIL NETTO DRIFTSKAPITAL	97
10. FREMTIDSBUDSJETTERING.....	98
10.1 PROGNOSE FOR PSV	100
10.2 PROGNOSE FOR AHTS.....	104
10.3 PROGNOSE FOR SUBSEA	108
10.4 PROGNOSE FOR ANNEN INNTEKT	111
10.5 PROGNOSE FOR SKATT OG VALUTA	112
10.6 PROGNOSE FOR NETTO DRIFTSRESULTAT.....	113
10.7 PROGNOSE FOR NETTO DRIFTSEIENDELER.....	113
10.8 PROGNOSE FOR STRATEGISK FORDEL	113
10.9 PROGNOSE FOR FRI KONTANTSTRØM FRA DRIFT	114
11. FUNDAMENTAL VERDSETTELSE.....	115
12. SENSITIVITETSANALYSE	116
13. KOMPARATIV VERDSETTELSE	119
14. KONKLUSJON OG HANDLINGSSTRATEGI	123
LITTERATURLISTE.....	124

Figurer

Figur 2-1: Farstads utvikling siste 10 år	13
Figur 2-2: Farstads konsernstruktur	14
Figur 2-3: Farstads flåteinndeling	15
Figur 2-4: Farstads kontraktsdekning per februar 2015	16
Figur 2-5: Utvikling i Farstads aksjekurs 31.05.1988 til 29.05.2015	16
Figur 2-6: Far Sirius, AHTS	18
Figur 2-7: Far Solitaire, PSV	19
Figur 2-8: Far Scotia, Subsea	19
Figur 2-9: Flåtesammensetningen i bransjen	23
Figur 3-1: Rammeverk for fundamental verdsettelse	30
Figur 4-1: Porter's Five Forces	33
Figur 4-2: Gjennomsnittlig spotpris i Nordsjøen for AHTS	35
Figur 4-3: Gjennomsnittlig spotpris i Nordsjøen for PSV	36
Figur 4-4: Historisk råoljepris på nordsjøoljen Brent Blend 1990-2015	39
Figur 4-5: EIAs prognose for oljepris 2014-2040	40
Figur 4-6: Norges Banks anslag for fremtidig styringsrente	42
Figur 4-7: Egenkapitalprosent for Farstad, DOF, Solstad og Havila i 2014	45
Figur 4-8: SWOT-analyse	48
Figur 5-1: Omgruppering av balanse for å skille mellom drift og finansiering	59
Figur 5-2: Omgruppering fra total- til sysselsatt kapital	61
Figur 5-3: Omgruppering fra sysselsatt- til netto driftskapital	62
Figur 6-1: Likviditetsgrad 1 for Farstad og bransjen 2008-2014	68
Figur 6-2: Likviditetsgrad 2 for Farstad og bransjen 2008-2014	69
Figur 6-3: Egenkapitalprosent for Farstad og bransjen 2008-2014	70
Figur 6-4: Rentedekningsgrad for Farstad og bransjen 2008-2014	71
Figur 6-5: Netto driftsrentabilitet for Farstad og bransjen 2008-2014	72
Figur 7-1: Avkastningskrav 2008-2014	86
Figur 8-1: Egenkapitalrentabilitet mot egenkapitalkrav 2008-2014	88
Figur 8-2: Dekomponert strategisk fordel	94
Figur 9-1: Markedsverdi og optimal egenkapitalandel	95
Figur 10-1: Historisk utvikling for Farstad innen PSV 2008-2014	100
Figur 10-2: Prognose for Farstads vekst i driftsinntekter for PSV	101
Figur 10-3: Prognose for Farstads DK/DI-forhold for PSV	102
Figur 10-4: Prognose for Farstadsavskrivninger for PSV	103
Figur 10-5: Prognose for Farstads omløp til netto driftseiendeler for PSV	104
Figur 10-6: Historisk utvikling for Farstad innen AHTS 2008-2014	104
Figur 10-7: Prognose for Farstads vekst i driftsinntekter for AHTS	105
Figur 10-8: Prognose for Farstads DK/DI-forhold for PSV	106
Figur 10-9: Prognose for Farstads avskrivninger for AHTS	107
Figur 10-10: Prognose for Farstads omløp til netto driftseiendeler for AHTS	108
Figur 10-11: Historisk utvikling for Farstad innen Subsea 2008-2014	108
Figur 10-12: Prognose for Farstads vekst i driftsinntekter for Subsea	109
Figur 10-13: Prognose for Farstads DK/DI-forhold for Subsea	110
Figur 10-14: Prognose for Farstads avskrivninger for Subsea	110
Figur 10-15: Prognose for Farstads omløp til netto driftseiendeler for Subsea	111

Figur 10-16: Prognose for Farstads strategiske driftsfordel	114
Figur 12-1: Sensitivitetsanalyse – Risikofri rente.....	116
Figur 12-2: Sensitivitetsanalyse – Vekst i terminal	117

Tabeller

Tabell 5-1: Farstads resultatregnskap 2008-2014.....	51
Tabell 5-2: Farstads balanse 2008-2014.....	52
Tabell 5-3: Farstads fullstendige nettoresultat 2008-2014.....	54
Tabell 5-4: Farstads fullstendige driftsresultat 2008-2014.....	55
Tabell 5-5: Farstads fullstendige finansresultat 2008-2014.....	55
Tabell 5-6: Farstads unormale driftsresultat 2008-2014.....	56
Tabell 5-7: Farstads driftsrelaterte skattesats.....	58
Tabell 5-8: Fordeling av skattekostnad.....	58
Tabell 5-9: Omgruppering av balanse for å skille mellom drift og finansiering.....	60
Tabell 5-10: Farstads sysselsatte kapital 2008-2014.....	61
Tabell 5-11: Farstads netto driftskapital 2008-2014.....	62
Tabell 5-12: Farstads omgrupperte resultatregnskap 2008-2014.....	63
Tabell 5-13: Farstads omgrupperte balanse til netto driftskapital 2008-2014.....	63
Tabell 5-14: Tidsvekting.....	65
Tabell 6-1: Farstads finansieringsmatrise per 31.12.2014.....	73
Tabell 6-2: S&P ratingklasser.....	74
Tabell 6-3: Syntetisk rating av Farstad.....	75
Tabell 6-4: Syntetisk rating av bransjen.....	75
Tabell 7-1: Risikofri rente 2008-2014.....	77
Tabell 7-2: Regresjonsanalyse for å finne β -verdien til egenkapitalen.....	79
Tabell 7-3: Beta til finansiell gjeld 2008-2014.....	82
Tabell 7-4: Beta til finansielle eiendeler 2008-2014.....	83
Tabell 7-5: Netto finansiell gjeldsbeta 2008-2014.....	83
Tabell 7-6: Egenkapitalbeta 2008-2014.....	84
Tabell 7-7: Egenkapitalkrav 2008-2014.....	84
Tabell 7-8: Krav til netto finansiell gjeld 2008-2014.....	85
Tabell 7-9: Krav til netto driftskapital 2008-2014.....	85
Tabell 8-1: Strategisk fordel 2008-2014.....	88
Tabell 8-2: Dekomponert strategisk fordel 2008-2014.....	89
Tabell 8-3: Gearingfordel drift 2008-2014.....	90
Tabell 8-4: Bransjefordel drift 2008-2014.....	91
Tabell 8-5: Ressursfordel drift 2008-2014.....	92
Tabell 8-6: Marginfordel 2008-2014.....	93
Tabell 8-7: Omløpsfordel 2008-2014.....	93
Tabell 10-1: Farstads omløp til netto driftseiendeler for PSV 2008-2014.....	103
Tabell 10-2: Farstads omløp til netto driftseiendeler for AHTS 2008-2014.....	107
Tabell 10-3: Farstads omløp til netto driftseiendeler for Subsea 2008-2014.....	111
Tabell 10-4: Prognose for Farstads netto driftsresultat.....	113
Tabell 10-5: Prognose for Farstads netto driftseiendeler.....	113
Tabell 10-6: Prognose for Farstads strategiske driftsfordel.....	114
Tabell 10-7: Prognose for fri kontantstrøm fra drift for Farstad.....	114
Tabell 11-1: Fundamental verdsettelse av Farstad.....	115
Tabell 12-1: Sensitivitetsanalyse – Vekst i terminal og WACC.....	118
Tabell 13-1: Harmonisk gjennomsnitt multipler.....	120
Tabell 13-2: Multiplikatormodell med utgangspunkt i fundamental verdi.....	121
Tabell 13-3: Komparativ verdsettelse av Farstad.....	121

1. Innledning

Formålet med denne oppgaven er å utføre en verdivurdering av Farstad Shipping ASA, heretter referert til som Farstad. Farstad er notert på Oslo Børs, noe som gjør at den fundamentale verdien jeg kommer frem til per aksje kan sammenlignes med Farstads aksjepris på Oslo Børs.

1.1 Oppgavens struktur og oppbygning

Oppgaven innledes med kort presentasjon av bransje og selskap. Slik får man et innblikk i bransjens segmenter og selskapets virksomhet. Deretter blir de ulike verdsettelsesmetodene presentert, før jeg begrunner mitt valg av verdsettelsesmetode, som er en fundamental verdsettelse supplert med en komparativ verdsettelse.

For å kunne utføre en fundamental verdivurdering er det nødvendig å gjennomføre ulike analyser. Her tar jeg først for meg den strategiske analysen hvor Farstads interne ressurser samt Farstads posisjonering i bransjen blir analysert. Deretter analyseres Farstads finansielle posisjon ved å utføre en kvantitativ analyse av regnskapet. Dette gir meg videre grunnlag for å utføre en risikoanalyse, beregne historiske avkastningskrav og utføre en lønnsomhetsanalyse.

Videre beregnes fremtidskravene før fremtidsregnskapet budsjetteres ved hjelp av mine analyser. Dette regnskapet blir benyttet til å estimere fremtidige kontantstrømmer, som ved hjelp av fri kontantstrøm til netto driftsmidler gir en verdi på selskapet. I tillegg foretar jeg en sensitivitetsanalyse av mitt verdiestimat.

For å sjekke rimeligheten ved verdiestimatet gjennomføres en komparativ verdivurdering som tar utgangspunkt i multiplikatorene EV/EBITDA, EV/Sales og P/Sales. Avslutningsvis følger min konklusjon og anbefalt handlingsstrategi.

1.2 Avgrensinger

Verdivurderingen av Farstad er basert på offentlig tilgjengelig informasjon fra årsrapporter og media. Verdsettelse er en ferskvare med i mange tilfeller kort

holdbarhet, jeg har derfor brukt så fersk informasjon og data som mulig. Som student har jeg verken perfekt informasjon om bransje eller selskap, oppgaven blir derfor begrenset. Jeg forutsetter at alle regnskapstall per 31.12.2014 også er gjeldende på verdsettelsestidspunktet 11.06.2016.

2. Presentasjon av selskap og bransje

2.1 Farstad Shipping ASA

2.1.1 Selskapets historie

Det hele startet i 1956 da selskapet Sverre Farstad & Co ble stiftet, i dag Farstad Shipping ASA. Selskapet kontraherte sitt første skip, M/S Farland, for levering i 1959. På 60-tallet bygget selskapet opp sin flåte. Farstad kontraherte en rekke nybygg i løpet av dette tiåret.

Selskapet endret så kurs og solgte sin siste oljetanker like før oljekrisen på midten av 70-tallet. Vellykket timing førte til at selskapet satt igjen med betydelige midler som gjorde det mulig å investere i offshore serviceskip til det nye markedet i Nordsjøen.

På 80-tallet avsluttet selskapet sitt partnerskap med Seaforth Shipping, og etablerte eget shippingselskap med operasjon og ledelse fra kontoret i Ålesund. Selskapet ble registrert på Oslo Børs under navnet Far Shipping i 1988. 2000-tallet var preget av sterk vekst og flåten ble utvidet med totalt 38 skip.¹

2.1.2 Selskapet i dag

Selskapet har i dag fremdeles sitt hovedkontor i Ålesund. Øvrig virksomhet drives fra selskapets kontorer i Aberdeen, Melbourne, Perth, Singapore, Macaé og Rio de Janeiro. Farstad Shipping har sitt fokus på tre hovedområder:

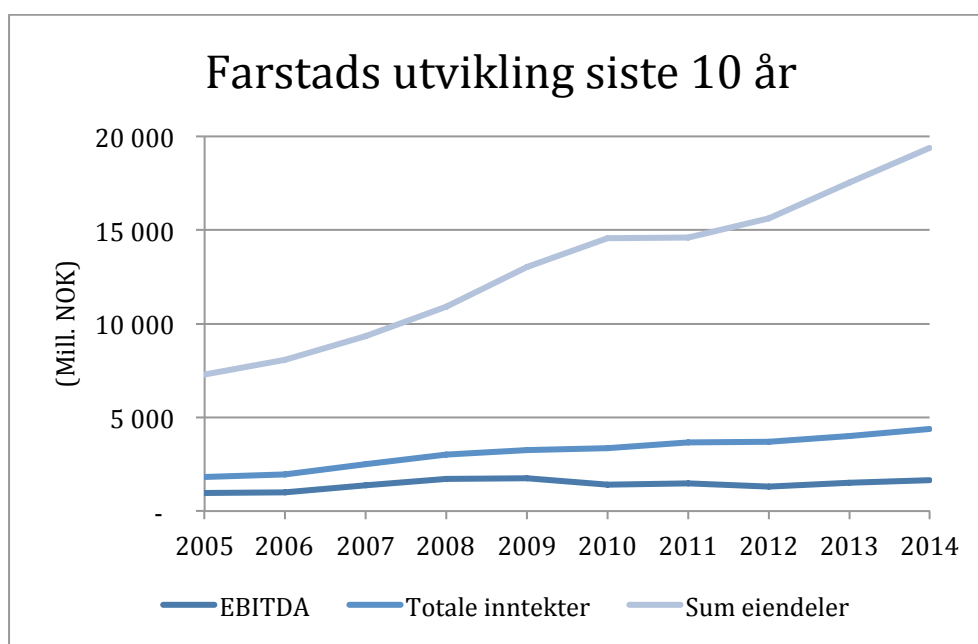
- (1) Ankerhåndteringsfartøy (AHTS)
- (2) Plattform supplyskip (PSV)
- (3) Konstruksjons- og vedlikeholdsfartøy (Subsea)

Farstads forretningsidé lyder som følger:

”Vi skal være en ledende leverandører av spesialisert offshore tonnasje til den internasjonale olje- og gassindustrien.”

¹ Farstad Shipping ASA. «Virksomheten.»

Farstad Shippings aktivitet er i hovedsak konsentrert til markedene i Nordvest-Europa, Australia, Asia og Brasil. Farstad-konsernet har per i dag rundt 2200 ansatte.²



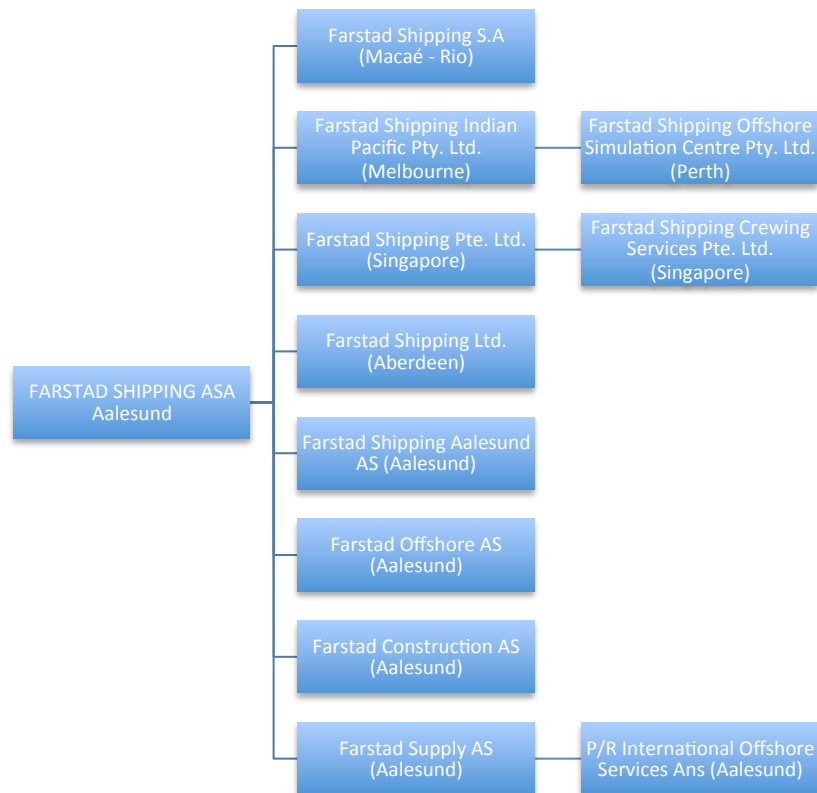
Figur 2-1: Farstads utvikling siste 10 år

2.1.3 Organisering og ledelse

Farstad Shipping konsernet har skipseiende selskaper i Norge, Skottland, Singapore og Brasil. I gruppen inngår også et bemanningsselskap i Singapore og et simulator-senter i Perth. Farstad Shipping ASA er morselskapet i konsernet og Farstad Supply AS er det største skipseiende selskapet i Farstadgruppen. Nedenfor er en oversikt over konsernstrukturen.³

² Ibid.

³ Ibid.



Figur 2-2: Farstads konsernstruktur

Farstad er som mange norske rederier familieeid, og hovedaksjonærene er brødrene Sverre Andreas, Jan Henry og Erik Farstad gjennom skipsmeglerselskapet Tyrholm og Farstad AS. Tyrholm og Farstad AS innehar 40,5 % av aksjene, mens nest-største aksjonær besitter 7,9 %.⁴ Familien er representert i styret ved Sverre Andreas Farstad som styrets leder. Konsernsjef for Farstad er Karl-Johan Bakken, som tiltrådte 01.01.2006, etter ha vært direktør for marked og drift i selskapet i syv år.⁵

2.1.4 Selskapets flåte

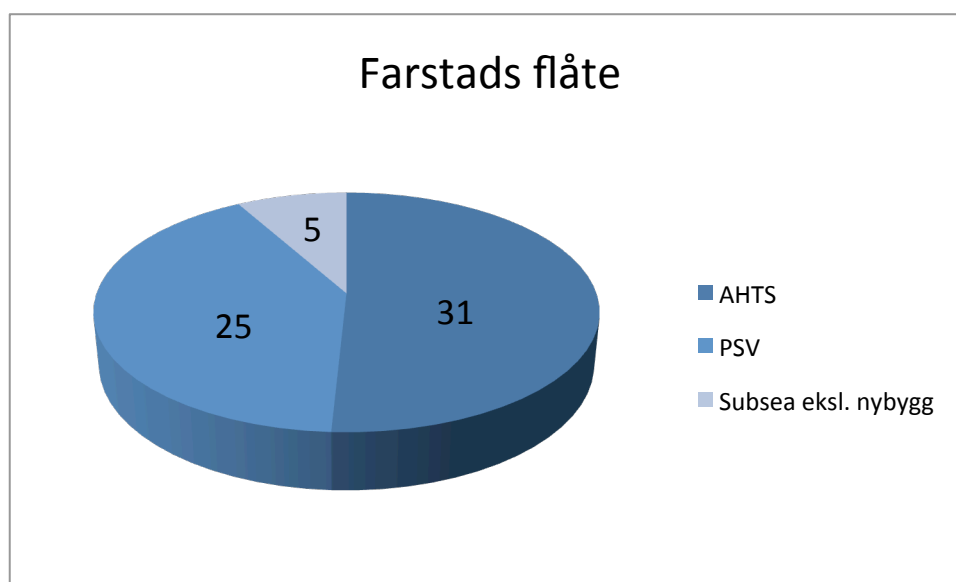
Flåten til Farstad består av ankerhåndteringsfartøy (AHTS), plattform supplyskip (PSV) og konstruksjons- og vedlikeholdsartøy (Subsea). Per 08.05.2015 bestod konsernets flåte av 61 skip. I tillegg er det kontrahert to Subsea-nybygg for levering de to neste årene, slik at syv skip vil utgjøre selskapets Subsea-flåte.⁶ Nybygget som skal leveres i 2015 er av typen VARD 3 07, mens nybygget som skal leveres i 2017 er

⁴ Farstad Shipping ASA, *Årsrapport 2014*, 51

⁵ Farstad Shipping ASA. «Virksomheten.»

⁶ Farstad Shipping ASA, *Kvartalsrapport 1-2015*, 5

et IMR fartøy. Dette skipet er utviklet og designet i tett samarbeid med det franske selskapet Technip for å støtte IMR aktiviteter med krankapasiteter opptil 150 tonn. Fordelingen mellom de ulike segmentene er illustrert i figur 2-3.



Figur 2-3: Farstads flåteinndeling

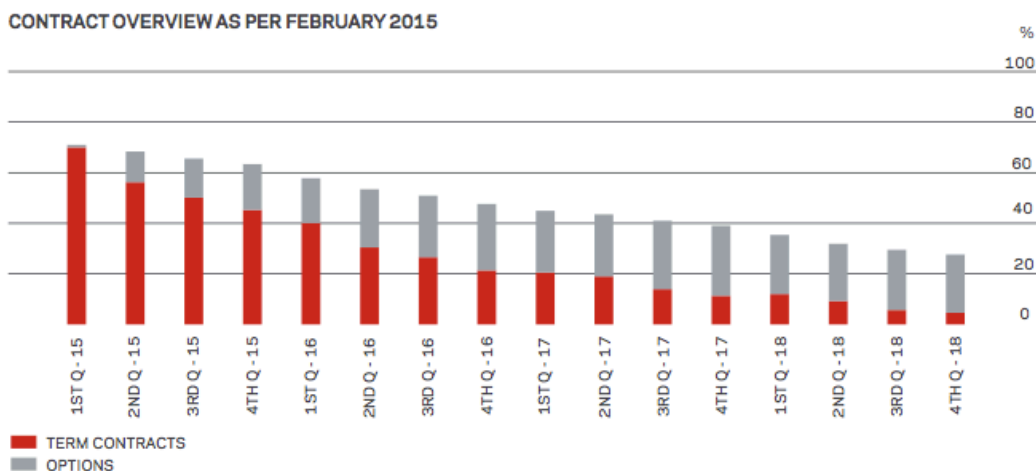
Farstads flåte er fordelt over hele verden. Per 08.05.2015 befant 17 av deres skip seg i Brasil, 16 i Nordvest-Europa, 27 i Australia/Asia og ett i Øst-Afrika.⁷

2.1.5 Kontrakter

Farstads mål bør være en høyest mulig kontraktsdekning på sin flåte. Dette sikrer forutsigbarhet i fremtidig inntjening og en lavere risiko i et volatil spotmarked. I følge selskapet var kontraktsdekningen for Farstads flåte for 2015 rundt 67 % og for 2016 52 %, i slutten av februar 2015.⁸ Flere av disse kontraktene innehar også en opsjon for videreføring.

⁷ Ibid., 7

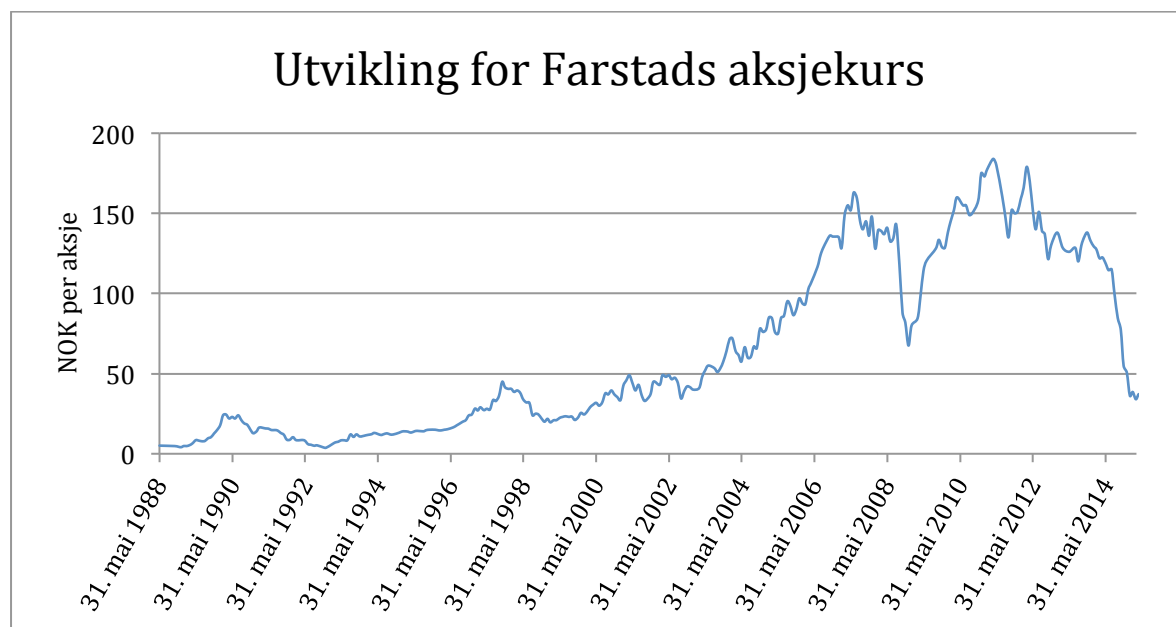
⁸ Farstad Shipping ASA, *Business Review 2014*, 4



Figur 2-4: Farstads kontraktsdekning per februar 2015⁹

Selskapet har flere oljeselskap som kunder. Petrobras, Shell, Technip, Statoil, Chevron og Gazprom er alle eksempler på selskaper som kjøper tjenester av Farstad.¹⁰ I et krevende marked er det svært viktig å sørge for langsiktige og gode kontrakter for selskapets skip. Per 08.05.2015 har Farstad fortsatt ikke sikret Subsea-nybygget Far Sentinel (825 MNOK) arbeid.¹¹

2.1.6 Aksjekurs



Figur 2-5: Utvikling i Farstads aksjekurs 31.05.1988 til 29.05.2015¹²

⁹ Ibid., 55

¹⁰ Farstad Shipping ASA. «Virksomheten.»

¹¹ Farstad Shipping ASA, *Kvartalsrapport 1-2015*, 19

¹² Reuters Datastream

I figur 2-5 vises Farstads aksjekurs siden de ble notert på Oslo børs i 1988 frem til 29. Mai 2015. Aksjekursen hadde en gradvis økning frem til finanskrisen som for alvor inntraff høsten 2008, da den falt betraktelig. Etter dette fallet steg Farstads aksjekurs opp på til et historisk høyt nivå, og var på sitt høyeste april 2011 med en pris på 191,5 NOK per aksje. Høsten 2014 begynte oljeprisen å rase, og det samme skjedde med Farstads aksjekurs.

2.2 Bransjen

I 1969 startet det vi kaller det norske oljeeventyret med funnet av Ekofisk-feltet. Dette førte med seg et nytt behov for maritime tjenester tilknyttet den høye petroleumsaktiviteten. Oljeselskapene utførte ikke disse tjenestene, og det var da offshore supplybransjen oppstod. Den store investeringsaktiviteten på norsk sokkel de siste tiårene har ført til at norske offshorerederier er blitt verdensledende på området. Kundegruppen til rederiene innen offshore supply er oljeselskaper eller oljeservice-selskaper som igjen har kontrakter med oljeselskapene.

Rederier som opererer innen offshore supply defineres som:¹³ *”Eiere og operatører av forsyningsfartøy, ankerhåndteringsfartøy, konstruksjonsfartøy, seismikk- og andre offshorerelaterte spesialskip,- samt undervannsentreprenører”*

Offshore supplybransjen består av flere tjenester som inngår som en viktig del av hele prosessen rundt utvinning av olje og gass. De enkelte segmentene gjennomgås i neste delkapittel. I forbindelse med leting etter nye reservoar trengs det seismikkskip, en type fartøy som ikke er inkludert i Farstads virksomhet. Denne type fartøy vil jeg derfor ikke gå nærmere inn på i denne oppgaven.

2.2.1 Offshore servicefartøy

Offshore servicefartøy er en fellesbetegnelse for spesialfartøy til bruk ved leting etter, utbygging eller løpende produksjon av olje- og gassforekomster til havs.¹⁴ Farstad har, som tidligere nevnt, fokus på ankerhåndteringsfartøy (AHTS), plattform

¹³ Norges Rederiforbund, «Norske offshorerederier – skaper verdier lokalt, vinner globalt.», 4

¹⁴ Norges Rederiforbund, «Ord og uttrykk.»

supplyskip (PSV) og konstruksjons- og vedlikeholdsfartøy (Subsea). Innenfor offshorenæringen er de norske rederiene verdensledende.

Ankerhåndteringsfartøy (AHTS)

AHTS er spesialkonstruerte fartøy for ankerhåndtering og tauing av offshore plattformer, lektere og produksjonsmoduler/skip. De kan også brukes som Emergency Rescue and Recovery Vessel (ERRV), remotely operated underwater vehicle (ROV) eller som PSV ved behov. Globalt er det, per 31. mars 2015, 1962 AHTS fartøy i drift, tilsvarende en økning på 2 % fra fjoråret.¹⁵



Figur 2-6: Far Sirius, AHTS¹⁶

Plattform Supplyskip (PSV)

PSV er spesialkonstruerte fartøy for transport av forsyninger og utstyr til og fra offshoreinstallasjoner. Skipene transporterer stykkgoods, i hovedsak i containere på dekk. Globalt er det i dag 3438 PSV fartøy i drift, noe som tilsvarer en økning på 5,5 % fra fjoråret.¹⁷ PSV kategoriseres etter lasteevne, som igjen er en funksjon av antall dødvekttonn (DWT):

- Liten DWT > 4.000 DWT
- Medium DWT = 3.000-4.000 DWT
- Stor DWT > 3.000 DWT

¹⁵ RS Platou, *Global Support Vessels - Monthly april 2015*, 11

¹⁶ Farstad Shipping ASA. «Flåten.»

¹⁷ RS Platou, *Global Support Vessels - Monthly april 2015*, 11

Både AHTS og PSV går under betegnelsen supplyskip. Det som skiller en PSV fra en AHTS er i hovedsak at en AHTS har åpen hekk for å enkelt kunne heise anker ombord.



Figur 2-7: Far Solitaire, PSV¹⁸

Konstruksjons- og vedlikeholdsfartøy (Subsea)

Subsea, også kalt CSV, er spesialdesignede fartøy for operasjoner på store dyp, det vil si installasjoner og vedlikehold på havbunnen. Subsea-fartøy er ofte større enn supplyskip. Hovedgrunnen til dette er at de er utstyrt med tungt løftende kraner eller fjernstyrte undervannsfarkoster (ROV).



Figur 2-8: Far Scotia, Subsea¹⁹

¹⁸ Farstad Shipping ASA. «Flåten.»

2.2.2 Etterspørselsforhold

Den norske maritime klyngen er ledende internasjonalt, sysselsetter 110.000 mennesker og skaper årlig verdier for 175 milliarder kroner. Næringens konkurransekraft og omstillingsevne er basert på generasjoner av kompetanse og erfaring. Denne kompetansen er en viktig fornybar ressurs og vil være avgjørende i møtet med dagens og fremtidens utfordringer.²⁰ Etterspørselen etter tjenester fra bransjen er direkte knyttet opp mot oljeaktiviteten, som igjen er avhengig av den globale etterspørselen etter olje og energi. Ved lav etterspørsel i oljenæringen, som idag, vil lete- og produksjonsselskapene senke sitt aktivitetsnivå gjennom å kutte investeringer. Dette vil igjen føre til lavere etterspørsel etter offshore supplytjenester. Den siste tids utvikling i oljepris kombinert med sammensetning av prosjektporteføljen har ført til vesentlige endringer i investeringsnivået på norsk sokkel. For første gang i historien har vi sett at rigger er blitt suspendert og tatt av kontrakt midt i kontraktperioden. Den siste tiden er også flere offshore serviceskip lagt i opplag, flere ansatte er permittert og leveranser av skip ved norske verft blir utsatt.²¹

Kostnadsnivået forbundet med leting og produksjon har økt. Selskapene leter nå i områder med krevende forhold. Produksjonen foregår på dypere vann enn før og avstanden til riggene øker. Samtidig har dybden på brønnene økt betraktelig de siste 20 årene. Det vil nå vil være behov for mer utstyr grunnet økt størrelse på rigger og lengre avstander, dette øker behovet og etterspørselen etter supplyskip.²²

Offshorerederiene har negative forventninger til 2015. Dette gjelder både på den norske sokkelen og i utenlandske farvann. Omlag 40 % av de norske rederienes inntekter kommer fra norsk sokkel, og her opplevde rederiene en vekst på 11 % i 2014. I 2015 forventes det et betydelig omslag med en reduksjon på 7 %. Det var en kraftig vekst i inntektene fra utenlandsmarkedene på 14 % i 2013 og 9 % i 2014. Det forventes en nedgang på 2 % i 2015.²³ For 2016 forventes det videre nedgang i lete-

¹⁹ Ibid.

²⁰ Norges Rederiforbund, «Norske Offshorerederier i krevende farvann.», 2

²¹ Ibid., 2

²² DNB Markets, *Offshore Supply – Uncertain times ahead.*

²³ Norges Rederiforbund, «Norske Offshorerederier i krevende farvann.», 4

og produksjonskostnader og aktiviteter med mindre vi får et kraftig omslag i oljeprisen. Fra 2018 er det forventet økte investeringer på norsk sokkel.²⁴

I følge årsrapporten til Farstad har markedene for offshore servicefartøy de siste årene vært preget av overkapasitet på tonnasje. Dette, sammen med aktivitets- og kostnads-kutt i oljeindustrien og overkontrahering av offshore serviceskip, har skapt markeds-messige utfordringer for bransjen. Markedsutsiktene ble ytterligere forverret gjennom fallet i oljeprisen i fjerde kvartal 2014.²⁵

2.2.3 Komparative selskaper

For å kunne vurdere Farstads historiske resultater er det nødvendig å kunne sammenligne opp mot bransjen. En forutsetning er å finne selskaper som er så like Farstad som mulig, både i størrelse og virksomhetsområde.

Det finnes flere utenlandske selskaper som er sammenlignbare med Farstad i størrelse og virksomhet, men det kunne blitt problematisk å inkludere disse i bransje-gjennomsnittet i og med at selskapene hører til i forskjellige land og dermed påvirkes av ulike politiske faktorer. Nasjonalt finnes det flere aktuelle rederier Farstad kan sammenlignes med. DOF ASA, Solstad ASA, Havila Shipping ASA, Rem Offshore ASA, Østensjø Rederi AS og Siem Offshore AS er alle eksempler på slike selskap.

Jeg har valgt DOF ASA, Solstad ASA og Havila Shipping ASA som sammenlignbare selskaper. Disse selskapene er norske børsnoterte rederier som står overfor de samme politiske faktorene som Farstad. De opererer innenfor de samme segmentene og flere av de samme geografiske områdene som Farstad. Nedenfor presenteres kort de sammenlignbare selskapene. All informasjon om selskapene er hentet fra bedriftenes nettsider og årsrapporter. Markedsverdiene er hentet ut fra Oslo Børs.

DOF ASA

DOF ASA (heretter DOF) ble etablert i Austevoll i 1981, og det er her hovedkontoret fremdeles ligger. Det er et internasjonalt konsern som eier og driver en moderne flåte

²⁴ Norges Rederiforbund, «Krevende farvann – konjunkturrapport 2015.», 68

²⁵ Farstad Shipping ASA, *Årsrapport 2014*, 8

av offshoreskip kombinert med sterk teknologisk kapasitet til å betjene det globale offshore energimarkedet. DOF driver en flåte på 79 skip innenfor segmentene PSV, AHTS og Subsea. De eier og driver også 67 ROVer. DOF har kontorer over hele verden, nær alle store olje- og gassregioner. De ble notert på Oslo Børs i 2000 og har, per 12.06.2015, en markedsverdi på 855 MNOK.



Solstad ASA

Solstad ASA (heretter Solstad) ble etablert i Skudeneshavn i 1964 av kaptein Johannes Solstad. De leverer servicetjenester til den offshorebaserte petroleumsindustrien hvor primæraktiviteten til selskapet er innen supply- og konstruksjonsfartøy. Solstads flåte består av 47 skip innenfor segmentene PSV, AHTS og Subsea. Solstad har, i tillegg til sitt hovedkontor i Skudeneshavn, kontorer i Singapore, Rio De Janeiro, Aberdeen, Perth og på Filippinene. De ble notert på Oslo børs i 1997 og har, per 12.06.2015, en markedsverdi på 1.600 MNOK



SOLSTAD OFFSHORE

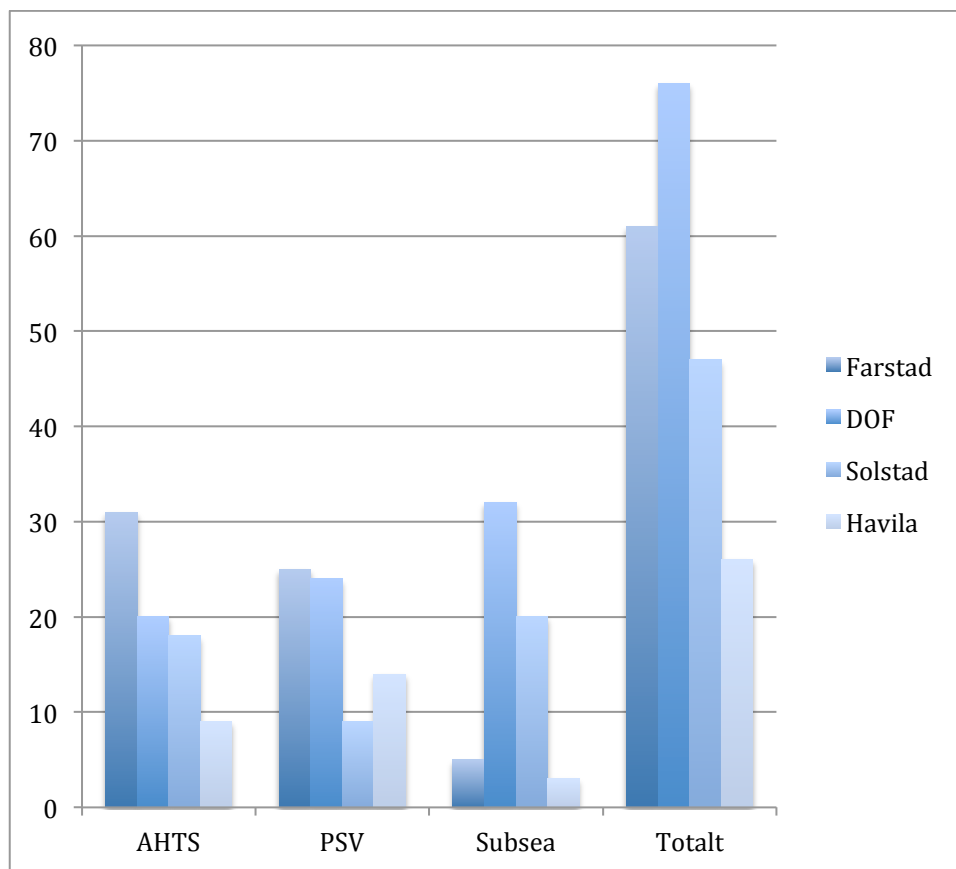
Havila Shipping ASA

Havila Shipping ASA (heretter Havila) ble etablert i 2003 og er en del av Havila group gjennom hovedeier Havila AS. Flåten består av 27 skip innenfor segmentene PSV, AHTS og Subsea. De har også et områdeberedskapsfartøy (RRV). Havila Shippings hovedkontor ligger i Fosnavåg. De har også kontorer i Brasil og Asia. Havila Shipping ble notert på Oslo Børs i 2005 og har, per 12.06.2015, en markedsverdi på 311 MNOK.



Farstad, DOF, Solstad og Havila driver alle innenfor AHTS, PSV og Subsea.

Nedenfor vises flåtesammensetningen til hver av dem.



Figur 2-9: Flåtesammensetningen i bransjen

Figuren viser at Farstad har flest både AHTS- og PSV-fartøy, mens DOF har flest Subseafartøy og flest skip totalt sett. Havila har færrest fartøy innenfor alle de tre segmentene.

3. Verdsettelsesteori

Verdien av et selskap kan variere for ulike eiere og det eksisterer mange ulike verddivurderingsmetoder. De kan klassifiseres i ulike kategorier basert på deres definisjon av verdi:²⁶

- Fundamental verdsettelse
- Komparativ verdsettelse
- Balansebasert verdsettelse
- Kostbasert verdsettelse
- Opsjonsbasert verdsettelse

Jeg vil nå kort redegjøre for hver av disse tilnærmingene, i tillegg til å begrunne mitt valg av verdsettelsesmetode.

3.1 Fundamental verdsettelse

Denne tilnærmingen kalles ofte for inntjeningsbasert verdsettelse. Dette er den grundigste og mest tidskrevende tilnærmingen av verdsettelse. Her tar man utgangspunkt i at verdien er lik nåverdien av fremtidige kontantstrømmer. Metoden bygger på å utarbeide en prognose av fremtidige kontantstrømmer, man må da analysere historisk informasjon som selskapsstrategi og regnskapsdata. Deretter må man estimere et avkastningskrav og diskontere kontantstrømmene tilbake til dagens verdi basert på dette avkastningskravet.²⁷

3.1.1 Kontantstrømmodellen

Ved bruk av fri kontantstrømmodellen kan egenkapitalen verdsettes direkte ved hjelp av fri kontantstrøm til egenkapitalen FCF^{EK} , eller indirekte ved fri kontantstrøm til netto driftsmidler FCF^{NDM} .

De nevnte kontantstrømmene finner man ved å omformulere resultatregnskapet gjennom å fjerne unormale poster. Man diskonterer kontantstrømmen til dagens verdi

²⁶ Kaldestad og Møller, *Verdivurdering*, 29

²⁷ Ibid., 29

ved å bruke et avkastningskrav lik det vektete gjennomsnittet av total kapital-
kostnaden.

Et ”going concern” vokser ikke for alltid, og etter hvert vil selskapet vokse på en rate
som er mindre eller lik raten som markedet selskapet opererer i vokser. Denne vekst-
raten kaller vi stabil vekst. Når stabil vekst er inntruffet, kan vi estimere verdien av
alle kontantstrømmene etter dette, som en terminalverdi. Verdien av et selskap ved
bruk av kontantstrømmodellen kan uttrykkes slik:²⁸

$$\text{Verdi selskap} = V_0^{NDM} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{CF_t}{(1 + WACC)^t} + \frac{\text{Terminal verdi}_t}{(1 + WACC)^t}$$

Hvor:

V_0^{NDM} = Verdien av netto driftsmidler på tidspunkt 0

CF_t = Kontantstrøm på tidspunkt t

$WACC$ = Vektet avkastningskrav

Og terminalverdien uttrykkes slik:²⁹

$$\text{Terminalverdi}_t = \frac{CF_{t+1}}{WACC - g}$$

Hvor:

CF_{t+1} = Kontantstrøm på tidspunkt $t + 1$

g = Vekstrate

3.1.2 Dividendemodellen

I dividendemodellen er det nåverdien av aksjonærenes utbytter som er kontant-
strømmen. Som for kontantstrømmodellen kan vi dele verdien i dividendemodellen i
to deler. I den første delen beregnes nåverdien av utbyttene som blir utbetalt når
vekstraten ikke er stabil, mens vi i den andre delen finner nåverdien av terminal-

²⁸ Damodaran, *Investment valuation*, 304

²⁹ Ibid., 306

verdien når aksjen eventuelt blir solgt. Verdien av et selskap ved bruk av dividende-modellen kan uttrykkes slik:³⁰

$$\text{Verdi selskap} = V_0^{EK} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{d_t}{(1+r)^t} + \frac{\text{Terminal verdi}_t}{(1+r)^t}$$

Hvor:

V_0^{EK} = Verdien av egenkapital på tidspunkt 0

d_t = Utbytte på tidspunkt t

r = Avkastningskrav egenkapital

Og terminalverdien uttrykkes slik:

$$\text{Terminalverdi}_t = \frac{d_{t+1}}{r - g}$$

Hvor:

d_{t+1} = Utbytte på tidspunkt $t + 1$

g = Vekstrate

3.2 Komparativ verdsettelse

I teorien er det ofte hovedvekt på fundamental verdsettelse, men man ser at komparativ verdsettelse, også kalt markedsbasert verdsettelse, i større grad anvendes i praksis.³¹ Ved bruk av denne type verdsettelse finner man en verdi basert på prising av sammenlignbare selskaper. Her må det samles inn priser for lignende selskaper for å så justere for forskjeller mellom selskapet som skal verdsettes og de sammenlignbare selskapene.³² For å sammenligne eiendeler bruker man multiplikatorer.

Multiplikatormodellen

Å verdsette selskaper ved bruk av multiplikatorer er enkelt, lite tidkrevende og derfor mye brukt. Multiplikatormodellen blir ofte brukt som en *benchmark* i forhold til den kontantstrømbaserte verdien man finner i en fundamental verdsettelse.³³ Man finner

³⁰ Ibid., 329

³¹ Ibid., 19

³² Kaldestad og Møller, *Verdivurdering*, 31

³³ Ibid., 155

verdien av et selskap med å multiplisere skaleringsfaktor med en tilhørende multiplikator:

$$Verdi^{VO} = Multiplikator^{SML} \cdot Skaleringsfaktor^{VO}$$

Hvor:

$VO = Verdssettelsesobjekt$

$SML = Sammenlignbare selskaper$

I verdsettelsesteori representerer begrepet multiplikator forholdstallet som fremkommer når prisen på aksjene i et selskap eller verdien av selskapet divideres med en resultatstørrelse, en balansestørrelse, en kontantstrømstørrelse eller et mål på en kritisk ressurs.³⁴

Valg av multiplikator og skaleringsfaktor

Valg av multiplikator er en avgjørende faktor for å få en så korrekt sluttverdi som mulig. I tillegg må man ta to separate valg ved valg av multiplikator; valg av verdigrunnlag (teller) og valg av skaleringsfaktor (nevner).

I valget av verdigrunnlag har man to hovedgrupper. Vi skiller mellom P-multiplikator og EV-multiplikatorer. P-multiplikatorer kalles egenkapitalmultiplikatorer og tar utgangspunkt i pris pr aksje, mens EV-multiplikatorer kalles totalkapitalmultiplikatorer og tar utgangspunkt i summen av markedsverdiene til både egenkapitalen og netto rentebærende gjeld. Bruk av P-multiplikatorer er svært utbredt, mest sannsynlig fordi de er enkle å bruke og dataene er lett tilgjengelige. Det er imidlertid viktig å være klar over ulempen forbundet med bruk av P-multiplikatorer, de neglisjerer finansieringsstrukturen. I en artikkel av Dyrnes, foretrekker han EV-multiplikatorer ved verdsettelse av selskaper, da får man multiplikatorer som verken er avhengig av kapitalstrukturen eller i hvilken grad selskapene besitter finansielle eiendeler.³⁵

³⁴ Dyrnes, «Verdsettelse ved bruk av multiplikatorer», 43

³⁵ Ibid., 46

Valg av skaleringsfaktor handler om å identifisere og velge blant de viktigste verdidriverne. En verdidriver i denne sammenhengen må oppfattes som en ressurs eller et regnskapstall som avspeiler forventningene til de fremtidige kontantstrømmene, og dermed verdien, i selskapet. Kvaliteten på en skaleringsfaktoren er bestemt av hvor stor korrelasjonen er mellom skaleringsfaktor og sammenlignbare selskaper.³⁶

3.3 Balansebasert verdsettelse

I de balansebaserte modellene er verdien av selskapet lik det selskapets eiendeler kan selges for minus gjeld.³⁷ Man tar da utgangspunkt i den siste tilgjengelige balansen og analyserer finansieringen av eiendeler. Alle eiendeler har både en substans-, likvidasjons-, og matematisk verdi.

Substansverdien til en eiendel er markedsverdien eiendelen har. Den reflekterer markedsverdiens forventede inntjening. To viktige forutsetningene for at substansverdien er reell er et velfungerende marked hvor det foreligger markedsverdier for eiendelene, og at bedriften er et såkalt ”going concern”.

Likvidasjonsverdien tar utgangspunkt i at bedriften skal avvikles. Likvidasjonsverdien på eiendelene er derfor lavere enn substansverdien ettersom eiendelen må vekk snarest mulig, dette kan medføre at bedriften må gi rabatter.

Den matematiske verdien eiendelene har avgjøres ved anvendelse av regnskapsloven. Eiendelene blir her verdsatt etter forsiktighetsprinsippet, noe som kan medføre store avvik fra virkelig verdi.

3.4 Kostbasert verdsettelse

I denne typen verdsettelse er verdien lik kostnaden ved å anskaffe eiendeler.³⁸ Tilnærmingen baserer seg på at en kjøper ikke er villig til å betale mer for en eiendel enn det vil koste å erstatte, eller gjenskaffe, den samme eiendelen. De kostnadene som

³⁶ Ibid., 47

³⁷ Kaldestad og Møller, *Verdivurdering*, 29

³⁸ Ibid., 29

er knyttet til gjenanskaffelsen av eiendelen baseres på priser på selve verdsettelses-tidspunktet.³⁹

3.5 Opsjonsbasert verdsettelse

Den mest revolusjonerende utviklingen innen verdsettelse de siste årene er aksepten om at verdien av en eiendel kan være større enn nåverdien av fremtidige kontantstrømmer. Teorien rundt dette har ført til opsjonsbasert verdsettelse som kan brukes til å verdsette ethvert selskap med finansielle- eller driftsrelaterte opsjoner. Ved å kunne ta hensyn til eventuelle opsjoner vil dette gi en høyere selskapsverdi i form av økt fleksibilitet.⁴⁰

3.6 Valg av verdsettelsesteknikk

Hvilken metode som er best i en verdivurdering avhenger av flere faktorer, blant annet tilgang til informasjon, hvilken bransje selskapet opererer i og hvilken fase selskapet er i. Optimalt bør man benytte flere tilnærminger i en verdivurdering for å få et så korrekt resultat som mulig. Farstad er slik jeg ser det et godt etablert selskap. Med andre ord kan de karakteriseres som et selskap i en ”steady state” og som et ”going concern”.

Dersom man benytter seg av en komparativ verdsettelse, er det slik at markedet allerede har verdsatt de fremtidige kontantstrømmene til det børsnoterte selskapet.⁴¹ Bruk av substansverdimodellen kunne også vært et alternativ, men det er krevende å si noe bestemt om markedsverdier på skip i et tøft marked. Kostbasert verdsettelse kan synes enkel å bruke, problemet med denne typen tilnærming er at kostnadene knyttet til å anskaffe eiendelen kan variere over tid.⁴²

Jeg har valgt å benytte meg av en fundamental verdsettelse med fri kontantstrøm til netto driftsmidler (FCF^{NDM}). Valget begrunnes med at de fleste andre teknikker er

³⁹ Ibid., 32

⁴⁰ Damodaran, *Investment valuation*, 23

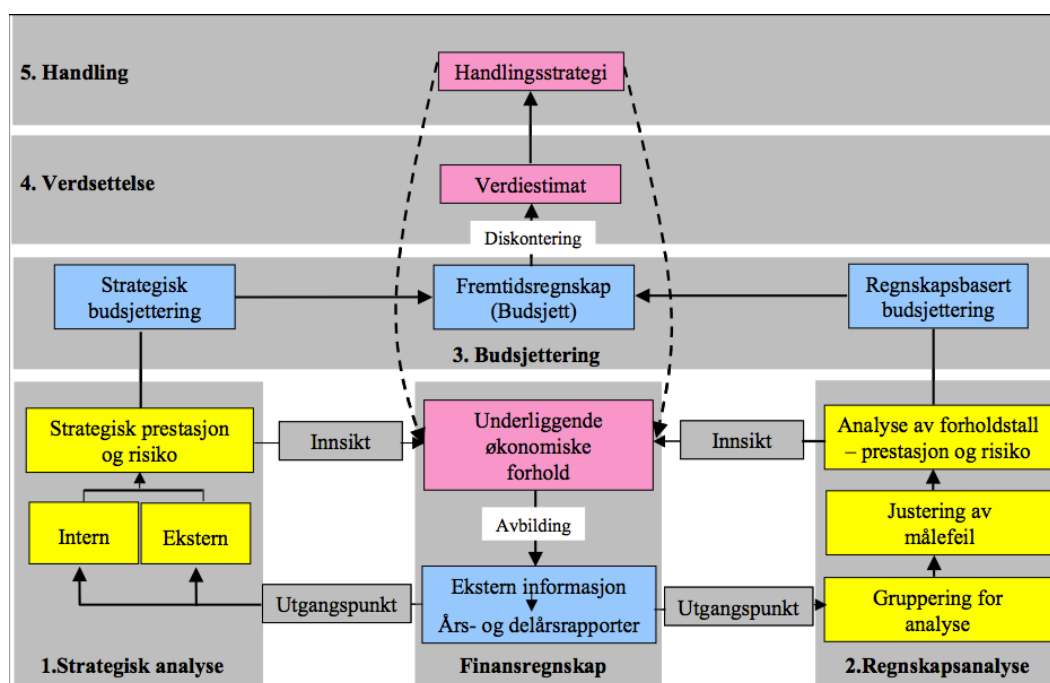
⁴¹ Kaldestad og Møller, *Verdivurdering*, 34

⁴² Ibid., 32

avledninger av denne. Offentlige årsrapporter fra de ulike selskapene og god bransjeinformasjon danner grunnlag for en god fundamental verdsettelse.

I tillegg til en fundamental verdsettelse ønsker jeg å foreta en komparativ verdsettelse ved hjelp av ulike multiplikatorer. Dette for å få et referansepunkt til mitt opprinnelige verdiestimat. Ettersom mitt verdiestimat gjennom den fundamentale verdsettelsen er beheftet med usikkerhet kan den komparative verdsettelsen ha en kontrollerende effekt.

3.7 Rammeverk for valgt teknikk



Figur 3-1: Rammeverk for fundamental verdsettelse⁴³

Utgangspunktet for en fundamental verdsettelse er historisk selskaps- og bransjeinformasjon. Videre blir det nødvendig å foreta en strategisk analyse og en regnskapsanalyse. Den strategiske analysen ser på selskapets strategiske posisjon og deres fordeling av ressurser. Regnskapsanalysen gir oss kvantitativ informasjon om selskapets underliggende økonomiske drift. Videre er det slik at man foretar en omgruppering av regnskapstall og balanse. Formålet med omgrupperingen er å avdekke hvilke eiendeler som driver verdiskapningen i selskapet.

⁴³ Knivsfå, "BUS424 Strategisk regnskapsanalyse. Forelesning 1"

Fremtidig kontantstrøm fordeles mellom egenkapitalen og den finansielle gjelden, og det er disse postene man tar hensyn til når man beregner avkastningskravet til netto driftskapital (WACC). Ved beregning av avkastningskravet til egenkapitalen benytter jeg kapitalverdimodellen (CAPM). Kapitalverdimodellen består av en risikofri rente, en risikopremie og en beta. For å beregne en korrekt WACC må man benytte markedsverdier av kapitalen i selskapet. Dette gjøres ved å legge til grunn en langsiktig forventet kapitalstruktur. Min eksplisitte verdsettelsesperiode settes til 8 år.

4. Strategisk analyse

Første steg i en fundamental verdsettelse er å utføre en strategisk analyse. Dette gir oss kvalitativ informasjon om selskapet. Jeg vil først foreta en ekstern analyse etterfulgt en intern analyse hvor jeg benytter VRIO-rammeverket. Det hele oppsummeres i en SWOT-analyse.

4.1 Ekstern analyse

I den eksterne analysen vil jeg først gjennomgå en bransjeorientert analyse og benytter da *Porter's Five Forces*. Deretter ser jeg på makroforholdene som kan påvirke bedriften i en PESTEL-analyse.

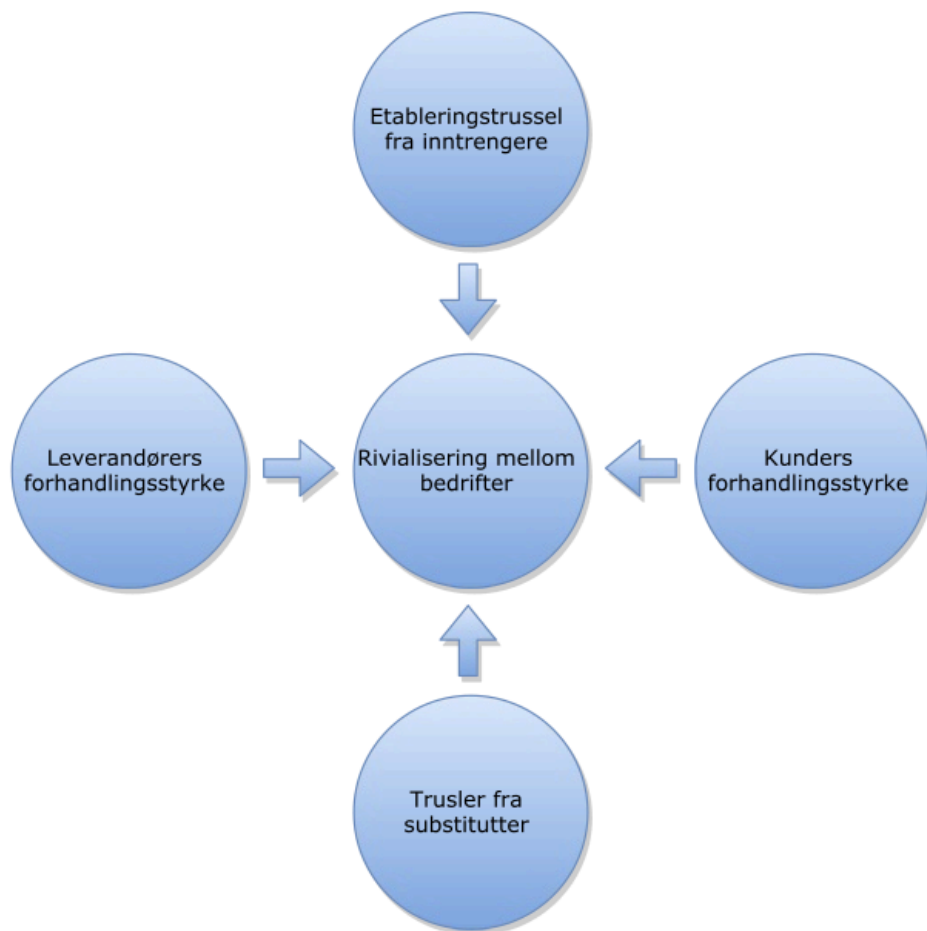
4.1.1 Porter's Five Forces

Den vanligste formen for ekstern analyse er en analyse av Porter's Five Forces, også kalt konkurranseanalysen. Den ble utviklet av Harvard-økonomen Michael Porter i 1980 og tar utgangspunkt i fem krefter som former konkurransen i en bransje.⁴⁴

Analysen ble opprinnelig utviklet for å fastslå om nye produkter og tjenester har lønnsomhetspotensiale. En slik type analyse er med på å skape en dypere forståelse av bransjen og forholdene som påvirker den, for å se hvordan selskapet må posisjonere seg for å skape og beholde mest mulig verdi.⁴⁵

⁴⁴ Johnsen, Whittington og Scholes, *Fundamentals of strategy*, 25

⁴⁵ Ibid., 26



Figur 4-1: Porter's Five Forces

Etableringstrussel fra inntrengere

Nyetableringer fører til økt kapasitet i markedet og de ønsker å være med å konkurrere om markedsandeler, noe som igjen legger press på prisene. Hvor stor etableringstrusselen fra inntrengere er kommer an på de inngangsbarrierene som eksisterer for å etablere seg i bransjen, samt handlingene til eksisterende bedrifter ved nyetableringer.

Bransjen er en kapitalintensiv bransje og barrierene forbundet med nyetableringer relaterer seg i stor grad til nettopp kapital. Men mangel på kapital i seg selv er ofte ikke den største inngangsbarrieren, ettersom bankene kan operere med høy gearing som følge av lange kontrakter. Den sykliske naturen i bransjen virker på flere måter som en inngangsbarriere for nyetableringer. Jeg vil kategorisere trusselen fra inntrengere i bransjen som lav på nåværende tidspunkt.

Kunders forhandlingsmakt

For å undersøke kundenes grad av forhandlingsmakt velger jeg å analysere Farstads kunder. I den maritime næringen vil kundenes forhandlingsmakt varierer med de sykliske konjunktorene. I nedgangstider, som nå, vil kundene normalt ha større forhandlingsmakt, ettersom lav aktivitet i bransjen medfører ledig kapasitet hos rederiene. Vi ser i dag at kundenes forhandlingsmakt er høy gjennom lave dagrater, kortere varighet på kontraktene, terminering av kontrakter, avbestillinger av nybygg og ved at fartøy opererer i spotmarkedet.

I gode tider er bildet snudd opp ned. Høy aktivitet vil sikre at flere fartøy blir syssel-satt, rederiene kan operere med høyere dagrater og på lengre kontrakter. Disse lange kontraktene kan igjen være med på å sikre Farstad mot en eventuell lavkonjunktur. Jeg vil i dagens markedssituasjon anse kundenes grad av forhandlingsmakt som høy.

Trusler fra substitutter

Substitutter er produkter eller tjenester som kan fylle kundens behov etter bransjens produkter eller tjenester. Farstad leverer homogene tjenester til sine kunder, noe som gjør det vanskelig å finne direkte substitutter. Det finnes ingen nære substitutter til offshore servicefartøy som igjen kan sees på som trusler mot bransjen. Trusselen fra substitutter anses derfor som ikke-eksisterende.

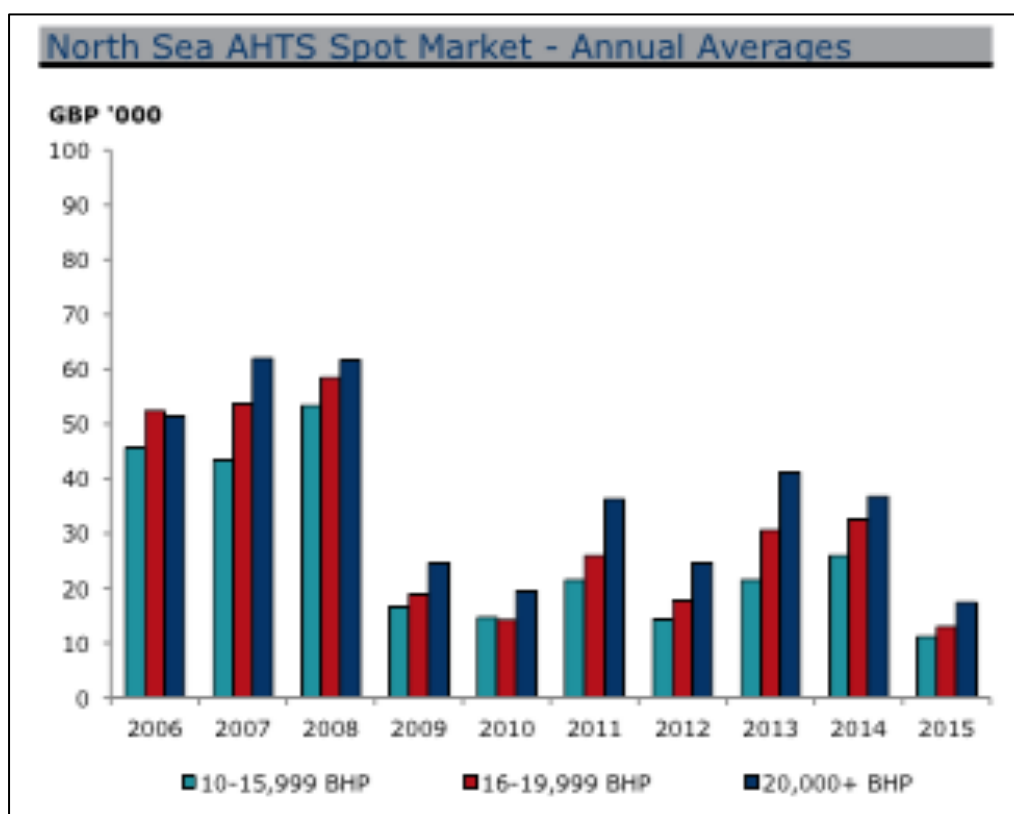
Leverandørers forhandlingsmakt

Leverandørenes forhandlingsmakt henger nøye sammen med konjunktursituasjonen i bransjen. Leverandørene er for Farstads del arbeidskraft og skipsverft. I dagens marked er det lav etterspørsel etter arbeidskraft og lønningene presses. Normalt vil også lav aktivitet i bransjen føre til lav etterspørsel etter nybygg. Skipsverftene vil naturlig nok ha ledig kapasitet og være villige til å strekke seg langt for å sikre seg kontrakter på nybygg.

Farstads solide økonomiske fundament gir selskapet mulighet til å bestille nybygg i dårlige tider. Dette kan vise seg å være svært lønnsomt på lang sikt. I oppgangstider vil leverandørenes forhandlingsmakt være høy, og bildet vil naturlig nok være snudd. Leverandørenes grad av forhandlingsmakt anses på nåværende tidspunkt som lav.

Rivalisering mellom eksisterende bedrifter

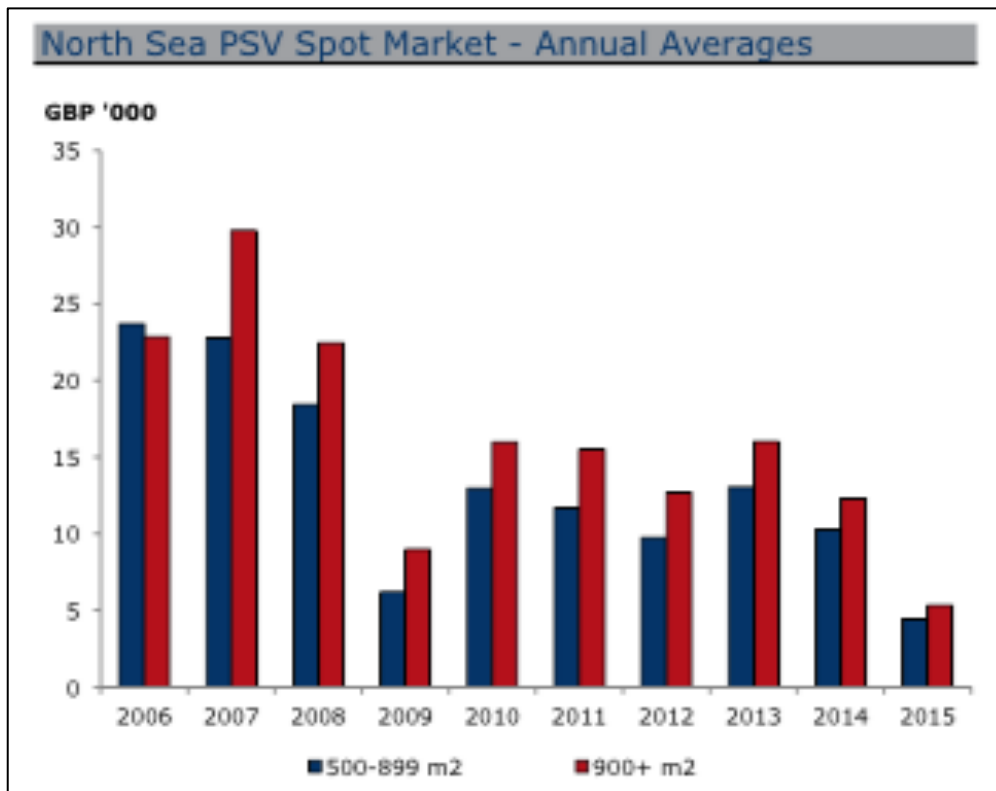
Farstad opererer i en konkurranseutsatt bransje bestående av mange konkurrenter som leverer identiske tjenester. Felles for disse offshorerederiene deres høye kapitalbinding og lange levetid på eiendeler. I perioder med lav aktivitet i bransjen vil rivaliseringen om kontrakter være sterkere enn i perioder med høy aktivitet. I dagens marked fører dette til priskonkurranse mellom rederiene. På grunn av bransjens kostnadsstruktur vil det eksistere utgangsbarrierer for å trekke tilbake kapasitet fra markedet i nedgangstider. Dette fører til at markedet har overkapasitet i overgangen til en lavkonjunktur, og ulønnsomme rederier velger å bli værende i markedet fremfor å legge ned. Historisk finner vi eksempler på at ratene faller til nivåer som ikke dekker rederienes variable kostnader. Kaldestad og Møller forklarer dette med at kostnadene ved å legge skip i opplag er såpass store at dette kun er aktuelt dersom selskapet tror ratene vil ligge under variable kostnader over lang tid.⁴⁶



Figur 4-2: Gjennomsnittlig spotpris i Nordsjøen for AHTS⁴⁷

⁴⁶ Kaldestad og Møller, *Verdivurdering*, 34

⁴⁷ RS Platou, *Global Support Vessels - Monthly april 2015*, 3



Figur 4-3: Gjennomsnittlig spotpris i Nordsjøen for PSV⁴⁸

I en høykonjunktursituasjon vil ordrebookene på skipsverft verden over fylles opp for de kommende årene. En mulig komplikasjon vil da være at på tiden fra bestilling til levering, som gjerne er 2-3 år, kan markedet ha snudd. Ved kontrahering av fartøy til oljerelatert næring vil Farstad ha et konkurransefortrinn med sitt fokus på kvalitet og sikkerhet. Moderne og avanserte teknologiske fartøy er et bevisst valg fra selskapets side, og dette kan sikre større muligheter for kontrahering i dagens marked. I følge skipsmeglerselskapet RS Platou har dagratene for PSV og AHTS i Nordsjøen sunket betraktelig siden oljeprisfallet startet i slutten av 2014.⁴⁹ Den høye graden av rivalisering mellom rederiene vil begrense mulighetene til profitt og utgjør dermed en trussel.

⁴⁸ RS Platou, *Global Support Vessels - Monthly april 2015*, 3

⁴⁹ *Ibid.*, 3

4.1.2 Makroanalyse (PESTEL)

PESTEL-rammeverket gir opplysninger om viktige makroøkonomiske forhold og kan hjelpe selskaper til å fokusere på de mest kritiske faktorene i dag og i fremtiden.

Rammeverket deler miljømessige forhold inn i 6 forskjellige hovedtyper: politiske, økonomiske, sosiokulturelle, teknologiske, miljømessige og legale forhold.⁵⁰

Politiske forhold

Farstad er påvirket av politikken som føres i de ulike land og sektorer hvor selskapet opererer. Farstad har skip plassert i Nordvest-Europa, Australia, Asia og Brasil, og er i så måte eksponert for politikken som føres i disse områdene. Enkelte havområder regnes også som politisk ustabile, som for eksempel områdene rundt Somalia og Adenbukta hvor piratvirksomhet var et stort problem for rederier verden over. Effektiv militærinnsats fra ulike sjøfartsnasjoner har sørget for å redusere problemene med piratangrep.⁵¹

I tillegg er det statskontrollerte oljeselskapet Petrobras i Brasil utsatt for en stor korrupsjonsskandale hvor ledelsen har måtte gå. Dette har videre ført til at selskapet ikke tar store beslutninger på nåværende tidspunkt, og tildeling av eventuelle kontrakter er satt på vent. Dette har stor innvirkning på offshorerederier som har Brasil som et stort marked. Flere analytikere hevder at korrupsjonsskandalen i Petrobras kan føre til likviditetsproblemer hos kontraktører som for eksempel Farstad.⁵²

Andre forhold som påvirker Farstad er blant annet ulike ordninger med rederibeskatning. Farstad er underlagt ulike skattesystemer i ulike land. Derfor er det av stor betydning for selskapet hvor deres skip er registrert.

Økonomiske forhold

Den maritime bransjen er en svært konjunkturutsatt bransje. Aktiviteten innen petroleumsnæringen gir betydelige ringvirkninger til hele den norske økonomien.

⁵⁰ Johnsen, Whittington og Scholes, *Fundamentals of strategy*, 21

⁵¹ Norges Rederiforbund. «Piratangrep.»

⁵² TDN Finans, «Petrobras-skandale kan svekke Brasils økonomi.»

Farstad leverer i hovedsak sine tjenester til petroleumsnæringen og er i så måte eksponert for aktivitetsnivået i næringen og utviklingen i olje- og gasspriser.

Investeringer i petroleumsnæringen

I følge SSB var investeringene på norsk sokkel i 2014 på 214,3 milliarder kroner, mens anslagene for 2015 er oppgitt til 189 milliarder kroner i løpende verdier.⁵³ Til tross for lavere investeringer er aktivitetsnivået på norsk sokkel fortsatt historisk høyt og mange felt er nylig satt i drift eller er under utbygging. Olje- og energidepartementet la nylig frem en rapport som indikerer at petroleumsnæringen vil være Norges største næring målt i verdiskapning, eksportverdier, investeringer og inntekter i overskuelig fremtid.⁵⁴ SSBs statistikk inkluderer kun prosjekter som har levert plan for utbygging og drift, også kalt *PUD*, til myndighetene. Investeringene tilhørende gigantfeltet Johan Sverdrup er dermed ikke inkludert i tallmaterialet. Innen ti år er det ventet at Johan Sverdrup vil stå for opp imot 25 % av all norsk oljeproduksjon.⁵⁵ Det er i tillegg ventet økt aktivitet i Barentshavet og Norskehavet de kommende årene. Dagens lave oljepris fører likevel til at flere investeringer er satt på vent, og det er kutt i aktiviteten i bransjen.

Oljepris

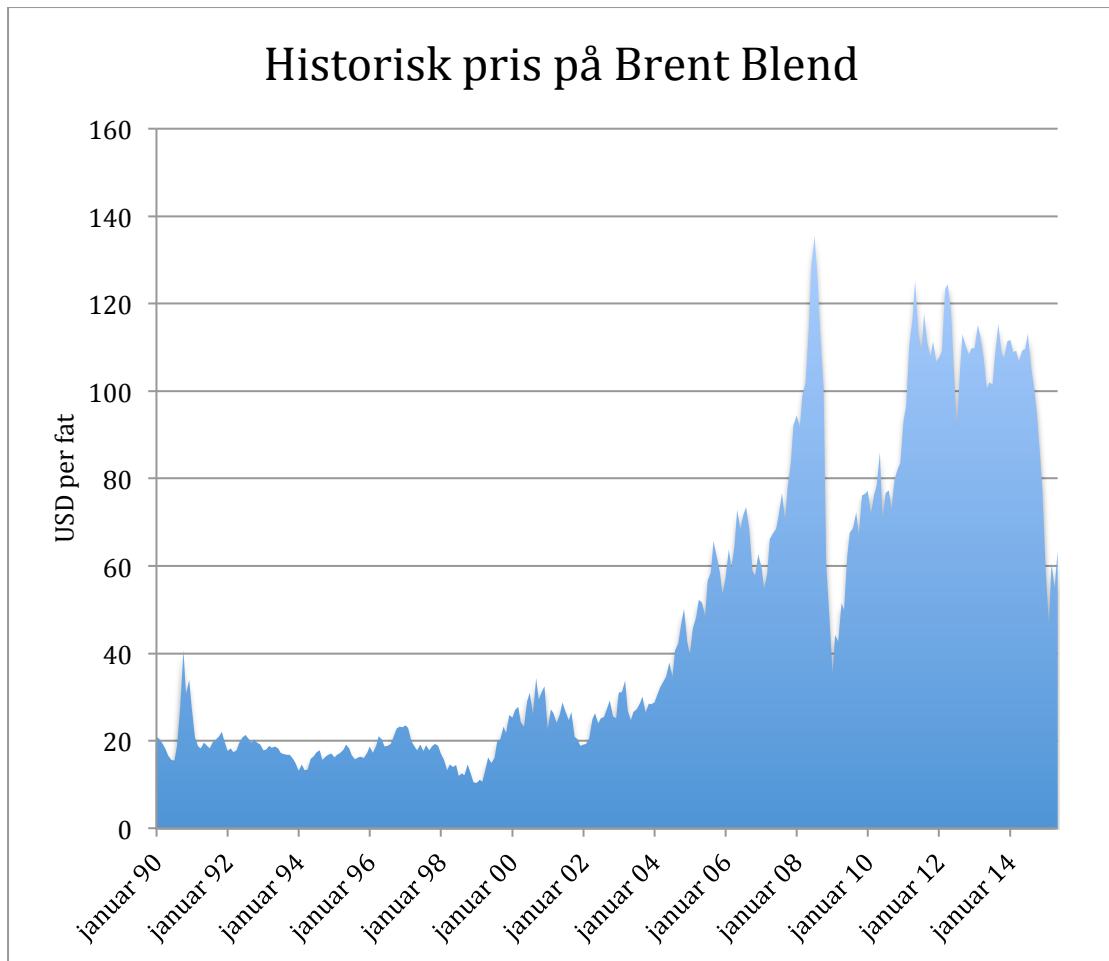
Olje er en av verdens viktigste handelsvarer og energikilder. Prisen på råolje er svært volatil og drives av en ulike faktorer som lagerbeholdning av olje, geopolitiske forhold, økonomisk vekst og hva OPEC (Organization of the Petroleum Exporting Countries) foretar seg. Den siste tids kollaps i oljepris har blant annet blitt forklart ved at det er et enormt tilbudsoverskudd i markedet. Konsensus i markedet mener at tilbudsoverskuddet i hovedsak skyldes økt skiferoljeproduksjon i USA. Ikke siden finanskrisen satte inn høsten 2008 har det vært en lengre sammenhengende periode med prisfall, ifølge Bloomberg News.⁵⁶

⁵³ Statistisk sentralbyrå, «Olje- og gassvirksomhet, investeringer, 2. kvartal 2015. »

⁵⁴ Olje- og energidepartementet, «Fortsatt høy verdiskapning i petroleumssektoren.»

⁵⁵ Olje- og energidepartementet, «Fakta 2014 – Norsk Petroleumsverksmed.», 18

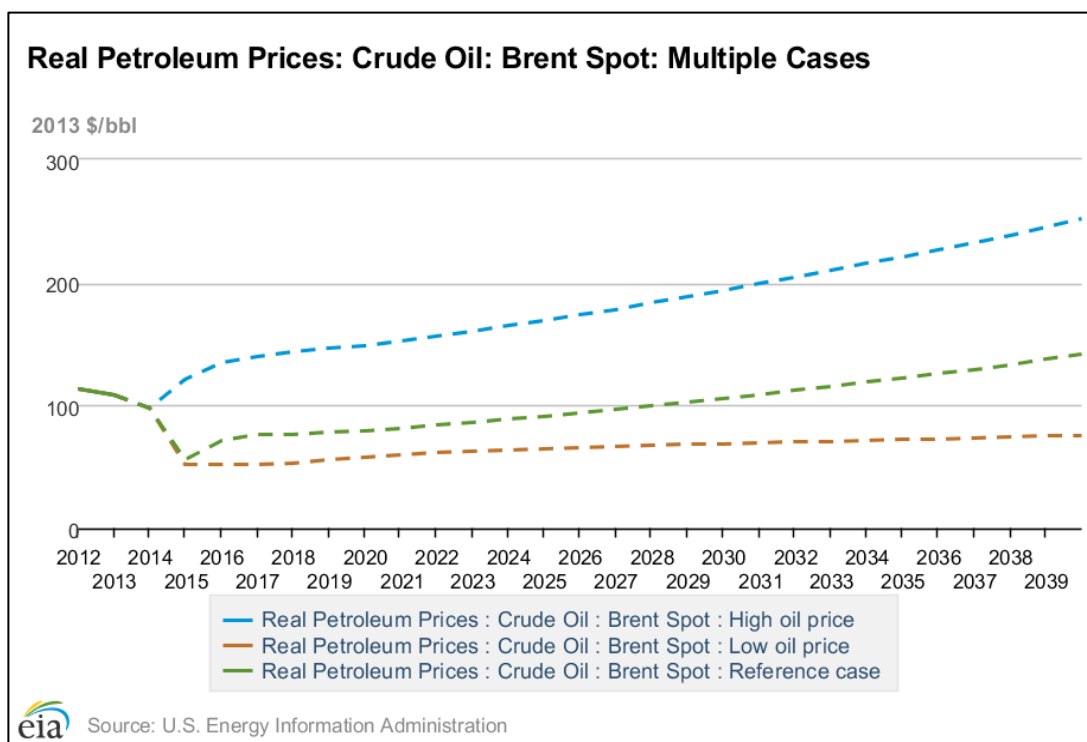
⁵⁶ Bloomberg. «Oil fuels largest consumer price drop in six years.»



Figur 4-4: Historisk råoljepris på nordsjøoljen Brent Blend 1990-2015⁵⁷

Figur 4-4 viser at prisen på nordsjøolje har ligget på et svært høyt fra 2010 til fjerde kvartal 2014. Oljeproduserende nasjoner i Midtøsten har vesentlig lavere kostnader knyttet til utvinning av olje sammenlignet med aktører i vestlige deler av verden. Til tross for dette er det lite trolig at disse nasjonene ønsker å øke sin produksjon slik at annen oljeproduksjon blir ulønnsom. I tillegg er det slik at OPEC driver markedsregulering for å sikre en jevn produksjon og inntekt for deres medlemsnasjoner.

⁵⁷ Reuters Datastream



Figur 4-5: EIAs prognose for oljepris 2014-2040⁵⁸

EIAs (U.S Energy Information Administration) prognoser har en oljepris i intervallet 60-140 USD mot år 2040. Deres *low oil price-scenario* antyder en oljepris omtrent på dagens nivå, rundt 65 USD. EIAs forventninger for gjennomsnittlig oljepris for 2015 og 2016 er på henholdsvis 60,8 USD og 70,5 USD.⁵⁹ Det er verdt å merke seg at etterspørselen etter olje er stigende i både OECD-land og ikke-OECD-land.⁶⁰

Inflasjon og rentenivå

Regjeringen har fastsatt et inflasjonsmål for pengepolitikken i Norge, hvor målet er at Norges Bank skal føre en pengepolitikk rettet inn mot lav og stabil inflasjon. Det operative målet for pengepolitikken er en årsvekst i konsumprisene, som over tid er nær 2,5 %. Pengepolitikken som føres skal medvirke en stabilisering av utvikling i produksjon og sysselsetting.⁶¹

Norges Banks viktigste virkemiddel er styringsrenten som er renten på bankenes innskudd i Norges Bank. Styringsrenten og forventningene om den fremtidige

⁵⁸ Energy Information Administration. «Analysis & Projections.»

⁵⁹ Ibid.

⁶⁰ RS Platou, *Global Support Vessels - Monthly april 2015*, 11

⁶¹ Norges Bank, «Pengepolitikken i Norge.»

utviklingen i styringsrenten er avgjørende for innskudds- og utlånsrentene i bankene og for renten i obligasjonsmarkedet.

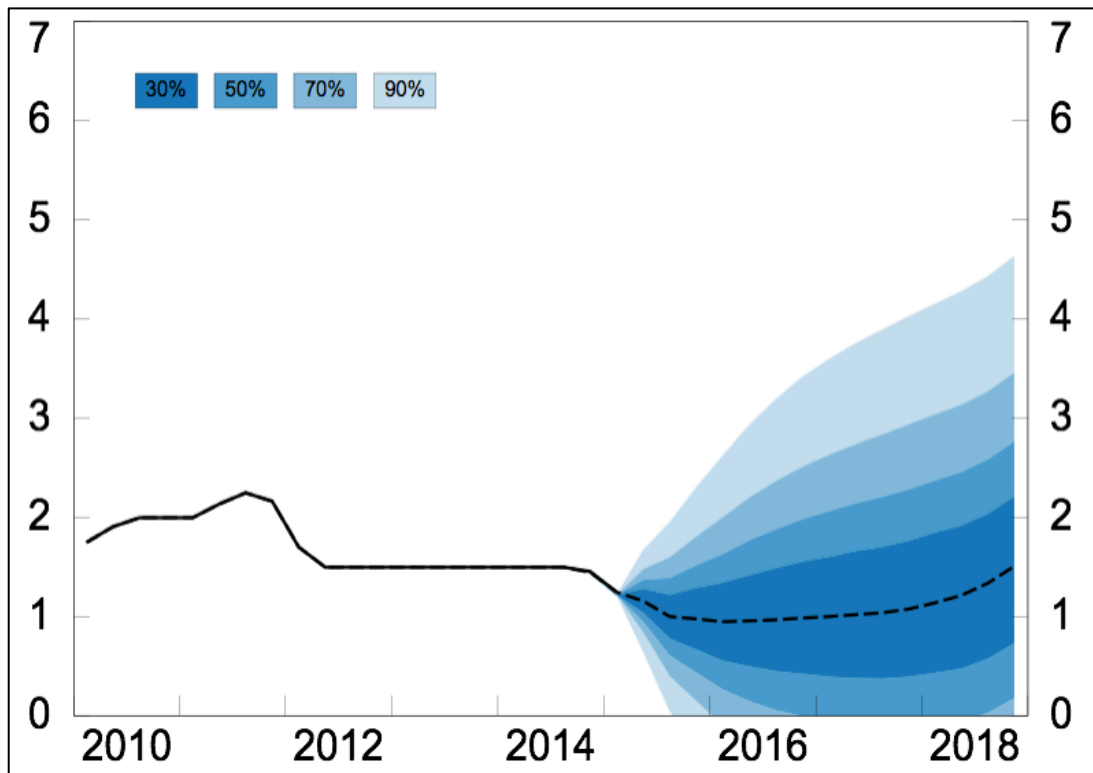
Per april 2015 var årlig inflasjonen i Norge på 2,0 %.⁶² Dette gir forventninger om et fremtidig lavt rentenivå. Rentenivået påvirker de ulike valutakursene og et lavt rentenivå i Norge vil føre til en svakere kronekurs. En svakere kronekurs er bra for norske selskaper med inntekter i USD, samtidig som det er negativt for norske selskaper med lån i USD. Farstad har inntekter over store deler av verden og eksponert for valuta-svingninger i flere ulike valutaer. For å få konsistens med målet for den risikofrie renten som vi benytter i WACC legger vi til grunn inflasjonsforventningene i Norge. Inflasjonen i Norge har ligget på rundt 1,9 % siden inflasjonsmålet ble innført i 2001.⁶³

Rentenivået i Norge er i dag på et historisk lavt nivå. Ved forrige rentemøte den 07.05.2015 valgte sentralbanksjef Øystein Olsen å holde styringsrenten uendret på 1,25 % og begrunnet dette med at utviklingen i norsk økonomi var som forventet i mars måned. Hovedstyret signaliserte samtidig kutt i styringsrenten ved neste rentemøte i juni.⁶⁴

⁶² Trading Economics, «Inflation Rate.»

⁶³ Trading Economics, «Norway Inflation Rate.»

⁶⁴ Norges Bank, «Pressemelding. Styringsrenten uendret på 1,25 %.»



Figur 4-6: Norges Banks anslag for fremtidig styringsrente⁶⁵

I figur 4-6 vises Norges Banks anslag for fremtidig styringsrente. Her ligger det forventninger om økt rente i løpet av år 2016.

Sosiokulturelle forhold

For Farstad er tilgangen på kvalifisert arbeidskraft en utfordring. De siste års vekst i offshorenæringen har presset etterspørselen etter maritim arbeidskraft. Dette grunnet flere sjømenn som tar arbeid på oljeinstallasjoner som følge av gunstige turnusordninger og høyere lønn. I følge Maritimt Forum vil kompetanse forbli et viktig konkurransefortrinn i det globale offshoremarkedet.⁶⁶ Nyutdannede kommer enten fra videregående- eller høyskoleutdanning. Selve bransjen er preget av høy ulykkesrisiko og lavt sykefravær. Dette må sees i sammenheng med faren for ulykker og havari ved arbeid om bord i skip. Alle arbeidstakere må ha helseerklæring i henhold til Sjømannsloven.

⁶⁵ Norges Bank. «Styringsrenten.»

⁶⁶ Maritimt forum, «Maritim utdanning for sjøbaserte yrker.», 4

Teknologiske forhold

Den maritime bransjen som Farstad operer i, er blant de fremste innenfor ny teknologi, forskning og innovasjon. Rederiene må kunne levere oppdatert teknologi på sine skip for å kunne operere under krevende forhold, som for eksempel i Nordsjøen. Dagens oljeutvinning finner sted på dypere vann og under harde værforhold og i så måte er det et konkurransefortrinn med en teknologisk oppdatert flåte på norsk sokkel. Eldre og mindre teknologisk oppdaterte fartøy kan erstatte mer avansert fartøy i geografiske områder hvor det ikke er det samme behovet for oppdatert teknologi. Et overkvalifisert teknologisk skip kan føre til en *innlåsingseffekt* i et bestemt geografisk område og dermed være en barriere for selskapet. Selskapet kan oppleve lavere lønnsomhet dersom et teknologisk utviklet skip opererer i et område hvor det ikke er nødvendig med avansert teknologi.

Miljømessige forhold

Den norske maritime næringen er regnet som verdens mest miljøvennlige, og det norske miljøet med selskap som Veritas og Rolls Royce i spissen anses som ledende innen miljøteknologi.⁶⁷

I 2007 ble det i Norge og på kontinentalsokkelen innført avgift på utslipp av nitrogenoksider (NOx). Disse avgiftene finansierer utslippsreducerende tiltak. Det ventes også økt fokus på miljøspørsmål og tiltak internasjonalt. Dette vil naturlig nok øke konkurransekraften til den norske flåten som er kjennetegnet av lave utslipp og energieffektivitet.⁶⁸

Internasjonale oljeselskaper stiller strenge krav til de fartøy som benyttes. Et økt fokus på miljø vil føre til et positivt omdømme hos myndigheter, finansinstitusjoner og potensielle investorer. Farstads konserndirektør Karl-Johan Bakken fremhever at det er viktig å tenke langsiktig, for å være bærekraftig også i fremtiden. Han er overbevist om at miljøteknologi er veien å gå.⁶⁹

⁶⁷ Jakobsen, et al. « Evaluering av regjeringens maritime strategi ”Stø kurs”.», 32

⁶⁸ Ibid., 32

⁶⁹ Farstad Shipping ASA. «Dobbel dåp i Bergen.»

4.2 Intern analyse

En intern analyse ser på interne forhold og på hvilke ressurser som benyttes i verdiskapningen. Hovedformålet vil være å identifisere eventuelle strategiske fordeler for Farstad sett i forhold til deres konkurrenter. Dette er i stor grad avhengig av hvordan selskapets ressurser utnyttes. Det legges til grunn at analysen gjennomføres objektivt.

4.2.1 VRIO

VRIO-rammeverket brukes for å undersøke om et selskaps ressurser og muligheter er med på å skape konkurransefortrinn. For å inneha et konkurransefortrinn må selskapets ressurser være sjeldne, verdifulle, organiserte og vanskelige å imitere. En har en verdifull ressurs dersom den muliggjør at bedriften kan utnytte seg av muligheter eller forsvare seg mot trusler.⁷⁰

Flåte

Farstad er blant verdens største rederi innenfor store og mellomstore offshore servicefartøy målt i antall skip. Selskapets flåte består av 61 skip og 2 nybygg. Det er naturlig at en flåte i denne størrelsen gir mulige stordriftsfordeler. Selskapet har skip innen flere ulike geografiske segmenter og er i så måte godt rustet. Farstadflåten er relativt ung sammenlignet med bransjen som helhet, med en gjennomsnittsalder på 10 år.⁷¹ Denne vil reduseres ytterligere ved levering av de to ventede nybyggene. Det er klart at en ung flåte vil gi lavere drifts- og vedlikeholdskostnader, samt færre drifts-avbrudd.

Teknologisk har selskapet er moderne og konkurransedyktig flåte. Den maritime klyngen i Norge har gjort det mulig å kombinere flere typer kunnskap og ressurser. Dette har vært med på å drive innovasjon i bransjen. Farstads målsetning om null skade på mennesker, miljø og materiell og deres fokus på bærekraftig verdiskapning i alle ledd har vært retningsgivende for den teknologiske utviklingen i selskapet.

Farstadflåten skiller seg positivt ut sammenlignet med flere av sine konkurrenter. Likevel er en teknologisk og ung flåte noe alle selskaper kan tilegne seg på sikt ved nybygg eller oppkjøp av andre fartøy. Kontraktsdekningen inklusive befrakters

⁷⁰ Barney, *Gaining and sustaining competitive advantage*, 140

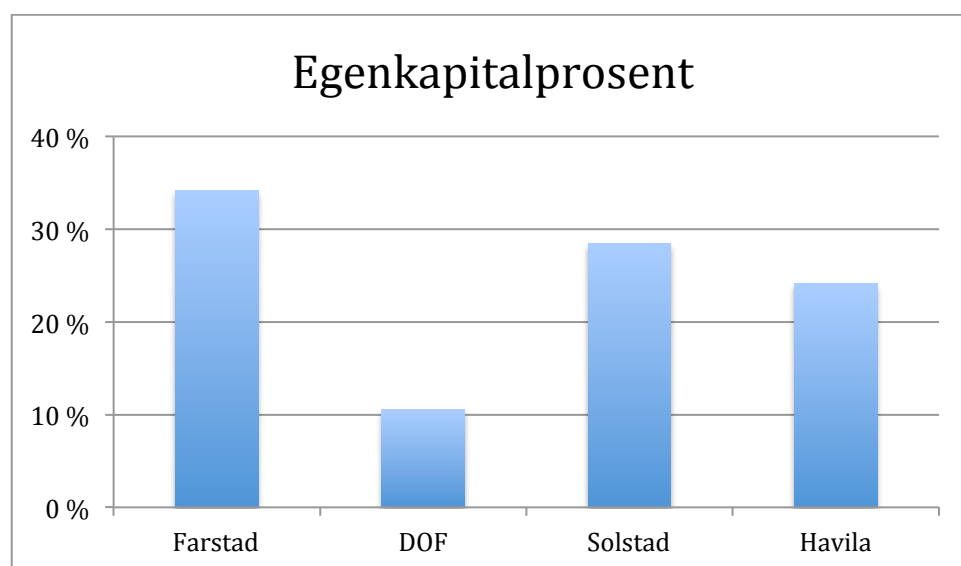
⁷¹ Farstad Shipping ASA, *Kvartalsrapport 1-2015*

opsjoner er for resten av 2015 på 65 % og på 52 % for 2016 for flåten totalt sett.⁷² En kontraktsdekning på 52 % forteller at halvparten av Farstadflåten er uten arbeid i 2016, noe som medfører høy risiko for selskapet.

Finansielle ressurser

Med finansielle ressurser menes ressurser selskapet kan benytte seg av for å utvikle og implementere strategier. Dette inkluderer kapital fra banker, obligasjoner, aksjonærer og opptjent egenkapital.⁷³

Egenkapitalprosenten sier noe om hvor solid et selskap er. Nedenfor vises Farstads egenkapitalprosent i 2014 mot de komparative selskapenes egenkapitalprosent i 2014.



Figur 4-7: Egenkapitalprosent for Farstad, DOF, Solstad og Havila i 2014

Farstad har en solid egenkapital med en egenkapitalprosent på 34 % per 31.12.2014, dette er høyere enn de tre komparative selskapene. Egenkapitalen er ifølge Farstads første kvartalsrapport for 2015 redusert fra 34 % til 31,6 % så langt i år.⁷⁴

De finansielle ressursene er avgjørende med tanke på et selskaps fremtidige vekstmuligheter, og spesielt i en lavkonjunktursituasjon som vi opplever nå. Farstad er avhengig av finansielle ressurser for å holde ut i perioder hvor ratene synker under kostnadene forbundet med å ha skip i drift. Farstad har høy grad av belåning grunnet

⁷² Ibid., 8

⁷³ Barney, *Gainings and sustaining competitive advantage*, 143

⁷⁴ Farstad Shipping ASA, *Kvartalsrapport 1-2015*, 7

deres teknologisk avanserte skip og nybygg. Den finansielle håndteringen av skipene er meget viktig. Selskapet er slik jeg ser det godt rustet for videre vekst som følge av sin finansielle stilling, og innehar et midlertidig fortrinn i et tøft marked.

Menneskelige ressurser

De menneskelige ressursene vil for Farstads del være de ansattes erfaring, kompetanse, kunnskap og kreativitet. Ved å ha erfarne ansatte vil dette senke kostnadene forbundet med opplæring av nytt personell. Dette vil også føre til et økt sikkerhetsnivå i hele organisasjonen Farstad. Kreativt personell vil være med på å videreutvikle og drive innovasjon i selskapet. Samtidig kan de ansatte når som helst slutt og kan ta med seg sin kompetanse og erfaring.

Omdømme

Den maritime bransjen er avhengig av driftssikre løsninger og opererer under strenge sikkerhetsreguleringer fra både nasjonale og internasjonale myndigheter. Farstad er et rederi med over 70 års erfaring i bransjen. I løpet av perioden har selskapet blitt gode på å allokere ressursene sine på en fornuftig måte og har opparbeidet seg et godt renommé i bransjen.

Selskapet fokuserer på åpen, direkte og effektiv kommunikasjon og har en, sett i forhold til bransjen, flat organisasjonsstruktur. En slik organisasjonsstruktur kan være nyttig for å kunne reagere hurtig på omstillinger i markedet, inkludere og motivere de ansatte, og for å redusere mellomleddene mellom selskapet og andre aktører slik at man oppnår en høyere effektivitet. Høy grad av tillit og godt renommé er verdifulle immaterielle ressurser det tar tid å utvikle og som det er krevende å imitere. I offshore rederibransjen er det flere selskaper med godt omdømme, og Farstads omdømme kan derfor ikke anses som en sjelden ressurs.

Lokalisering

Hovedkontoret til Farstad ligger i Ålesund som er hovedsetet for Mørklyngen. Selskapet har driftskontorer i Melbourne, Perth, Singapore, Macaé og Rio de Janeiro. En slik strategisk lokalisering innebærer at selskapet kan konkurrere på lik linje med lokale aktører internasjonalt, samtidig som det sikrer tilhørighet til norsk sokkel.

Denne typen lokaliseringsstruktur er vanlig blant de store rederiene og er noe de fleste innehar. Selskapets lokalisering anses derfor ikke som en sjelden ressurs.

Oppsummering VRIO

Ressurser	Verdifull	Sjelden	Imiterbar	Organiserte	Utfall
Flåte	Ja	Ja/Nei	Ja	Nei	Midlertidig fordel
Finansielle	Ja	Ja	Ja	Ja	Midlertidig fordel
Menneskelige	Ja	Nei	Ja	Ja	Bransjenorm
Omdømme	Ja	Nei	Ja	Ja	Bransjenorm
Lokalisering	Ja	Nei	ja	Ja	Bransjenorm

4.3 Oppsummering av strategisk analyse (SWOT)

Den eksterne og interne analysen blir oppsummert ved hjelp av en SWOT-analyse. Her presenteres analysens resultater ved å ta for seg Farstads styrker, svakheter, muligheter og trusler.

Styrker <ul style="list-style-type: none">• Teknologisk flåte• Solid finansiering• Erfaring• Godt omdømme	Svakheter <ul style="list-style-type: none">• Valutasvingninger• Udiversifisert virksomhet
Muligheter <ul style="list-style-type: none">• Andre geografiske segmenter• Strengere miljøkrav	Trusler <ul style="list-style-type: none">• Konjunkturavhengig• Politiske endringer• Oljepris• Fleksible konkurrenter

Figur 4-8: SWOT-analyse

Farstad har etter over 70 år i bransjen blitt godt posisjonert i markedet. De har et solid økonomisk fundament og en relativt ung teknologisk avansert flåte. Selskapet fokuserer i stor grad på miljøsatsing og vil kunne få betalt for dette på lengre sikt. Farstad, som en stor internasjonal aktør, kunne med fordel se seg om etter andre geografiske segmenter. Da kunne selskapet fått diversifisert sin virksomhet ytterligere slik at de ikke er direkte avhengige av enkeltsegmenter og makro-økonomiske drivere som for eksempel olje- og gasspriser.

5. Regnskapsanalyse

For å sette meg inn i de underliggende økonomiske forholdene i Farstad foretar jeg en regnskapsanalyse. Regnskapene vil her bli omgruppert og justert for få et så korrekt bilde som mulig av selskapet. Denne regnskapsanalysen vil sammen med den strategiske analysen gi meg en oppfatning om hvordan Farstads virksomhet vil være i tiden fremover.

5.1 Rammeverk

En regnskapsanalyse består av fire steg:⁷⁵

- Eventuell ”trailing” av regnskap
- Omgruppering for analyse
- Analyse av målefeil
- Analyse av forholdstall

Når man skal gjøre en regnskapsanalyse er det viktig å bruke den nyeste informasjonen som er tilgjengelig, denne kan enten komme fra årsrapporter eller kvartalsrapporter. I analysen min av Farstad tar jeg utgangspunkt i årsrapporten fra 2014. Dette er på analysetidspunkt de nyeste regnskapstallene, ”trailing” av tallmateriale fra kvartalsrapporter er derfor ikke nødvendig.

Det er noen viktige valg man må ta før man begynner på selve regnskapsanalysen; Valg av analysenivå, analyseperiode og komparative selskap.

Valg av analysenivå

Når man velger analysenivå er spørsmålet om selskapet skal analyseres på konsern- eller selskapsnivå. Hvorvidt det er konsernregnskapet eller selskapsregnskapet som skal analyseres, avhenger av flere faktorer. Virksomheter som er tett driftsmessig integrert innenfor et virksomhetsområde, bør analyseres på basis av et konsernregnskap. Virksomheter som opererer i flere land skaper komplikasjoner med å analysere samlet, dette grunnet ulike valutaer. Ulike virksomhetsområder bør også

⁷⁵ Knivsfå, ” BUS424 Strategisk regnskapsanalyse. Forelesning 1”

analyseres separat.⁷⁶ Farstads fokus er både på PSV, AHTS og Subsea og de opererer i flere land. De ulike segmentene (både produkt og geografiske) har ulik inntjening og utvikling. Børsnoterte selskaper offentliggjør oftest slik segmentinformasjon, slik at den kan brukes til analyseformål. Ofte vil imidlertid oppsplittingen av balansen være mangelfull, slik at man sitter igjen med noen ufordelte poster.⁷⁷ Rapporteringen på selskapsnivå i Farstad er, etter min mening, noe begrenset. Jeg velger derfor å analysere Farstad på konsernnivå.

Valg av analyseperiode

Valg av analyseperiode avhenger av virksomhetens utvikling over tid. Farstads utvikling over tid sees på stabil, og jeg velger derfor en lengre tidsperiode som analysegrunnlag. Dette gir fordelene med en lengre tidsserie med forholdstall. Det er også viktig å tenke på at Farstad opererer i en volatil bransje, og det er da greit å få med seg regnskap fra både ”dårlige” og ”gode” år. 2014 var et dårlig år for Farstad, mens 2009, 2010 og 2011 var gode år. Jeg har valgt å sette analyseperioden til syv år, fra 2008 til 2014.

Valg av komparative selskap

Det er viktig å sammenligne Farstad mot bransjen for å få et perspektiv på analysene som gjøres. Begrunnelse av mitt valg av komparative selskap har jeg skrevet om under kapittel 2.2.3. Knivsfå argumenterer for at man i en strategisk regnskapsanalyse bør sammenligne mot et bransjegjennomsnitt bestående av komparative selskap pluss selskapet man ønsker å analysere.⁷⁸ Bransjeutvalget mitt består av Farstad, DOF, Solstad og Havila. De er alle vektet 25 % hver.

5.2 Presentasjon av rapporterte tall

Nedenfor er en presentasjon av Farstads historiske resultatregnskap og balanse fra 2008 til 2014. Alle tall er hentet fra selskapets årsrapporter.

⁷⁶ Kaldestad og Møller, *Verdivurdering*, 29

⁷⁷ Ibid., 29

⁷⁸ Knivsfå, ”BUS424 Strategisk regnskapsanalyse. Forelesning 2”

5.2.1 Resultatregnskap

Tabell 5-1: Farstads resultatregnskap 2008-2014

RESULTATREGNSKAP - FARSTAD SHIPPING ASA							
<i>(Alle tall i NOK mill.)</i>	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
PSV driftsinntekt	832,8	936,4	1 022,5	1 102,8	1 179,1	1 417,4	1 549,9
+ AHT driftsinntekt	1 978,3	2 085,2	2 120,6	2 311,1	2 288,6	2 364,7	2 526,4
+ Subsea driftsinntekt	132,2	215,6	180,8	164,9	242,2	216,4	275,7
+ Annen inntekt	15,4	20,5	3,8	6,0	4,1	8,7	16,9
+ Gevinst ved salg av skip	61,1	-	1,1	16,9	-10,3	7,0	15,0
= Sum driftsinntekter	3 019,7	3 257,6	3 328,8	3 601,8	3 703,8	4 014,2	4 384,0
- Mannskapskostnader skip	789,7	926,9	1 161,9	1 389,6	1 514,9	1 569,8	1 748,4
- Andre driftskostnader og administrasjon	500,9	594,5	780,8	793,8	882,7	920,5	994,1
= Sum driftskostnad	1 290,5	1 521,4	1 942,7	2 183,4	2 397,6	2 490,3	2 742,5
Driftsresultat før avskrivninger (EBITDA)	1 729,1	1 736,2	1 386,2	1 418,4	1 306,2	1 523,9	1 641,5
- Avskrivninger	365,4	454,9	516,2	544,8	575,9	654,4	856,1
+ Gevinst trinnvis oppkjøp	-	-	-	70,4	-	-	-
Driftsresultat (EBIT)	1 363,7	1 281,3	869,9	944,1	730,3	869,5	785,3
+ Finansinntekter	86,2	78,2	74,6	64,6	48,3	50,0	35,2
- Finanskostnader	307,9	304,2	395,2	410,9	435,8	554,2	617,5
+ Realisert kursgevinst/(tap) valuta	83,1	18,8	108,5	25,4	15,8	25,8	71,1
+ Urealisert kursgevinst/(tap) valuta	-315,8	349,5	-165,3	-92,9	-33,9	-111,2	-281,2
= Netto finansposter	-454,4	142,4	-377,4	-413,7	-405,6	-589,6	-792,3
Resultat før skatt	909,3	1 423,7	492,5	530,3	324,7	280,0	-7,0
- Skattekostnad	-316,3	-507,8	60,8	-38,1	12,9	19,8	1,3
Ordinært resultat	1 225,6	1 931,5	431,8	568,4	311,8	260,1	-8,3
Henført til:							
Minoritetsinteresser	-0,158	-0,043	-	-	-	-	-
Majoritetsinteresse	1 225,7	1 931,5	431,8	568,4	311,8	260,1	-8,3

Resultatregnskapet viser at Farstads driftsinntekter har økt med 33 % i løpet av analyseperioden, samtidig har driftskostnadene nesten doblet seg. Ordinært resultat har hatt en negativ utvikling siden 2011 og var i 2014 på sitt laveste med -8,3 MNOK.

5.2.2 Balanse

Tabell 5-2: Farstads balanse 2008-2014

BALANSE - FARSTAD SHIPPING ASA							
<i>(Alle tall i NOK mill.)</i>	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Eiendeler							
Skip	7 871,6	10 237,7	11 467,6	11 759,9	12 394,1	14 179,1	15 984,8
Kontrakter nybygg	495,4	191,2	64,1	358,9	528,0	333,6	33,7
Utsatt skattefordel	54,8	-	47,2	67,9	68,8	63,5	83,9
Aksjer	5,1	5,2	5,2	5,2	5,1	5,1	5,1
Goodwill	30,2	30,2	30,2	112,1	100,0	96,8	101,9
Derivater	-	-	43,4	25,1	26,5	0,8	-
Rente- og valutaderivater	14,5	25,0	27,8	36,0	5,0	17,9	16,3
<i>Sum anleggsmidler</i>	<i>8 471,7</i>	<i>10 489,3</i>	<i>11 685,6</i>	<i>12 365,0</i>	<i>13 127,4</i>	<i>14 696,7</i>	<i>16 225,7</i>
Kundefordringer fraktinntekter	533,3	473,1	471,6	555,7	624,1	616,9	622,6
Rente- og valutaderivater	-	15,7	-	-	-	-	-
Beholdninger	19,7	29,7	40,5	41,3	57,0	62,0	84,3
Andre kortsiktige fordringer	144,2	296,1	210,9	181,3	229,6	281,9	267,0
Andre kapitalplasseringer	199,0	188,3	133,3	106,7	71,9	79,0	73,8
Kontanter og kontantekvivalenter	1 544,4	1 525,4	2 136,4	1 342,3	1 495,1	1 800,7	2 121,1
<i>Sum omløpsmidler</i>	<i>2 440,6</i>	<i>2 528,4</i>	<i>2 992,6</i>	<i>2 227,2</i>	<i>2 477,8</i>	<i>2 840,4</i>	<i>3 168,8</i>
Sum eiendeler	10 912,3	13 017,7	14 678,2	14 592,2	15 605,2	17 537,1	19 394,5
Egenkapital							
Aksjekapital	39,0	39,0	39,0	39,0	39,0	39,0	39,0
Overkurs	198,4	198,4	198,4	198,4	198,4	198,4	198,4
Annen egenkapital	4 201,9	6 014,5	6 345,0	6 582,8	6 538,5	6 640,6	6 387,4
Minoritetsinteresser	0,7	-	-	-	-	-	-
<i>Sum egenkapital</i>	<i>4 440,0</i>	<i>6 251,9</i>	<i>6 582,4</i>	<i>6 820,2</i>	<i>6 775,8</i>	<i>6 878,0</i>	<i>6 624,8</i>
Gjeld							
Rentebærende gjeld og leaseforpliktelser	4 719,7	5 466,5	6 287,2	5 855,7	6 595,6	8 702,7	9 932,5
Rente- og valutaderivater	-	-	24,9	45,8	55,0	40,6	224,7
Langsiktig skattegjeld	508,5	-	9,5	4,8	-	-	-
Pensjonsforpliktelser	56,2	60,1	61,9	64,5	112,3	105,4	97,0
Utsatt skatt	-	14,9	30,3	48,1	43,6	41,8	42,7
<i>Sum langsiktig gjeld</i>	<i>5 284,4</i>	<i>5 541,5</i>	<i>6 413,8</i>	<i>6 018,8</i>	<i>6 806,5</i>	<i>8 890,6</i>	<i>10 296,9</i>
Kortsiktig del av langsiktig gjeld	510,7	771,8	991,8	1 012,1	1 295,9	945,8	1 383,1
Rente- og valutaderivater	153,1	-	-	-	-	-	-
Leverandørgjeld	204,6	177,0	231,2	234,2	224,2	281,6	281,9
Betalbar skatt	99,5	22,3	46,5	38,0	27,2	31,6	26,5
Annen kortsiktig gjeld	220,0	253,2	412,5	468,8	475,6	509,5	781,2
<i>Sum kortsiktig gjeld</i>	<i>1 188,0</i>	<i>1 224,3</i>	<i>1 682,0</i>	<i>1 753,1</i>	<i>2 022,8</i>	<i>1 768,5</i>	<i>2 472,8</i>
<i>Sum gjeld</i>	<i>6 472,3</i>	<i>6 765,8</i>	<i>8 095,8</i>	<i>7 771,9</i>	<i>8 829,4</i>	<i>10 659,1</i>	<i>12 769,8</i>
Sum egenkapital og gjeld	10 912,3	13 017,7	14 678,2	14 592,2	15 605,2	17 537,1	19 394,5

Balansen viser at den totale gjelden er tilnærmet doblet i løpet av analyseperioden, mens selskapets egenkapital har økt med rundt 50 % i samme periode. Det er også verdt å påpeke at sum kortsiktig gjeld har økt fra 1118 MNOK til 2473 MNOK, noe som tilsvarer en økning på over 100 %.

5.3 Omgruppering for analyse

Alle børsnoterte foretak som utarbeider konsernregnskap må benytte IFRS (International Financial Reporting Standards) i den finansielle rapporteringen.⁷⁹ IFRS er et balanseorientert rammeverk med et kreditorientert perspektiv. Fokuset i et kreditorientert perspektiv er likviditeten til eiendeler og forfallstiden på gjeld. Ved analyse av et ”going concern” som Farstad, er man derimot mer interessert i å skille eiendelene i operasjonelle og finansielle, det vil si ha et investororientert perspektiv som fokuserer på verdiskapning fra normal drift. Det er derfor nødvendig å omgruppere både resultatregnskap og balanse.⁸⁰ Det er viktig å merke seg at en omgruppering ikke vil endre regnskapsinformasjonen fra IFRS-rapporteringen til selskapet.

5.3.1 Omgruppering av resultat

Omgruppering av resultatregnskapet gjør man for å få et skille mellom drift og finansiering, og mellom normale og unormale poster. En slik omgruppering vil hjelpe meg til å kunne identifisere hvilke deler av Farstad som skaper avkastning til egenkapitalen. For å omgruppere resultatregnskapet følger man fire steg.⁸¹

Steg 1: Identifisere fullstendig nettoresultat

Det fullstendige nettoresultatet (FNR) er summen av rapportert årsresultat (ÅRE), annet fullstendig resultat (AFR) og ”dirty surplus” (DSP). ”Dirty surplus” er brudd på kongruensprinsippet ved at man fører poster direkte mot egenkapitalen. Avgir man regnskap i samsvar med IFRS er AFR en del av resultatregnskapet, noe som fører til

⁷⁹ Deloitte, «IFRS-rapportering.»

⁸⁰ Kaldestad og Møller, *Verdivurdering*, 36

⁸¹ Penman, *Financial Statement Analysis and Security Valuation*, 303

at ”dirty surplus” i prinsippet skal være null.⁸² Likvelli føres resultatelementer direkte mot egenkapitalen, dette medfører en feil verdi på rentabiliteten.⁸³

For Farstad sin del har annet fullstendig resultat (AFR), og dermed totalresultatet vært inkludert i regnskapet siden 2009. Ved brudd på kongruensprinsippet må det legges ”dirty surplus” til totalresultat for å finne fullstendig nettoresultat. Vi leser av Farstads årsrapport fra 2013 at både inngående og utgående balanse fra regnskapsåret 2012 er blitt omarbeidet som følge av endring i IAS19. For å kunne skape sammenlignbarhet mellom tallene fra 2008-2014, har jeg derfor lagt inn et kongruensbrudd i 2011 for å få utgående balanse 31.12.2011 til å stemme med inngående balanse 01.01.2012.

Utbetalt utbytte har variert mellom 3 og 5 NOK per aksje de siste syv årene. De to siste årene har Farstad sett seg nødt til å la utbytte bli stående på 3 NOK per aksje.

Tabell 5-3: Farstads fullstendige nettoresultat 2008-2014

FULLSTENDIG NETTORESULTAT							
<i>(Alle tall i NOK mill.)</i>	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Egenkapital 01.01	3430,1	4440,0	6251,9	6582,4	6705,3	6775,8	6878,0
Årsresultat som rapportert (uten minoritet)	1225,6	1931,5	431,8	568,4	311,8	260,1	-8,3
+ Annet fullstendig resultat	-59,7	76,0	15,7	-118,5	-46,3	-41,0	-127,9
+ "Dirty surplus"	-	-	-	-171,0	-	-	-
= Fullstendig nettoresultat	1166,0	2007,6	447,5	279,0	265,5	219,1	-136,2
- Netto betalt utbytte	156,0	195,6	117,0	156,0	195,0	117,0	117,0
= Egenkapital 31.12	4440,0	6251,9	6582,4	6705,3	6775,8	6878,0	6624,8
Δ <i>Endring i egenkapital</i>	<i>1010,0</i>	<i>1812,0</i>	<i>330,5</i>	<i>123,0</i>	<i>70,5</i>	<i>102,1</i>	<i>-253,2</i>

Steg 2: Fordeling av fullstendig nettoresultat

For å finne ut hvor verdiskapningen stammer fra, er det viktig å fordele det fullstendige nettoresultatet. Fordelingen før skatt går til drift, gjeld og egenkapital. Å fordele Farstads fullstendige nettoresultat (FNR) i drifts- og finansposter kan være problematisk for enkelte poster. Annet fullstendig resultat (AFR) og ”dirty surplus” (DSP) er vanskelige å kategorisere og kan bestå av både finansielle- og driftsrelaterte poster. Jeg velger at disse postene skal være driftsrelaterte, ettersom postene oppstår

⁸² Ibid., 265

⁸³ Gjesdal, «Regnskapsanalyse. Omgruppering av regnskapet for eierkontroll og verdsettelse», 14

som følge av endring av regnskapsprinsipp. Etter å ha fordelt det fullstendige nettoresultatet, kan det settes opp fullstendig driftsresultat før skatt og fullstendig finansresultat før skatt hver for seg.⁸⁴

Tabell 5-4: Farstads fullstendige driftsresultat 2008-2014

FULLSTENDIG DRIFTSRESULTAT							
<i>(Alle tall i NOK mill.)</i>	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Driftsinntekter	3019,7	3257,6	3328,8	3601,8	3703,8	4014,2	4384,0
- Driftskostnader	1656,0	1976,3	2458,9	2728,2	2973,5	3144,7	3598,6
+ Driftsrelatert annet fullstendig resultat	-59,7	76,0	15,7	-118,5	-46,3	-41,0	-127,9
+ Driftsrelatert "dirty surplus"	-	-	-	-171,0	-	-	-
= Fullstendig driftsresultat før skatt	1304,0	1357,3	885,6	584,1	684,0	828,5	657,4

Tabell 5-5: Farstads fullstendige finansresultat 2008-2014

FULLSTENDIG FINANSRESULTAT							
<i>(Alle tall i NOK mill.)</i>	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Finansinntekter	86,2	78,2	74,6	64,6	48,3	50,0	35,2
- Finanskostnader	307,9	304,2	395,2	410,9	435,8	554,2	617,5
+ Verdiendring derivater og netto agio	-232,7	368,3	-56,8	-67,5	-18,0	-85,3	-210,1
= Finansresultat	-454,4	142,4	-377,4	-413,7	-405,6	-589,6	-792,3
+ Gevinst ved trinnsvis oppkjøp	-	-	-	70,4	-	-	-
+ Finansielt annet fullstendig resultat	-	-	-	-	-	-	-
+ Finansiell "dirty surplus"	-	-	-	-	-	-	-
= Fullstendig finansresultat før skatt	-454,4	142,4	-377,4	-343,3	-405,6	-589,6	-792,3

Steg 3: Normalisering av regnskapet

Det er viktig å skille mellom normale og unormale poster for å kunne predikere fremtiden. Normale poster er poster man forventer skal komme tilbake periode etter periode, og unormale poster er poster som knytter seg til engangshendelser. Det er kun de normale postene som er relevante for å predikere fremtiden. Og når jeg senere skal gjøre lønnsomhetsanalyse, er det en normalisert økonomisk situasjon som er utgangspunktet. Jeg vil nå identifisere Farstads unormale poster ved å se på opplysningene som er gitt i notene til finansregnskapet i årsrapportene.

⁸⁴ Knivsfå, "BUS424 Strategisk regnskapsanalyse. Forelesning 3"

Realisert og urealisert tap/gevinst på valuta (også kalt realisert og urealisert agio/disagio) anses som unormale grunnet deres store variasjon. Dette er poster som er vanskelige å normalisere, ettersom de til enhver tid bestemmes av valutakursene.

I resultatregnskapet fra 2011 ser vi en post som heter gevinst ved trinnvis oppkjøp, denne kommer av at det i juli 2011 ble inngått avtale med Petroserv S.A om overtakelse av Petroserv sin 50 % eierandel i BOS (i dag Farstad Shipping S.A). Denne posten knytter seg til en engangshendelse, og anses som en unormal finanspost.

Annet fullstendig resultat og ”dirty surplus” har vi tidligere kategorisert som driftsrelaterte, og vi anser dem også som unormale poster. Dette er poster som kommer etter skatt og de skal derfor holdes utenfor fordeling av skattekostnad.

Farstad endrer sin flåte kontinuerlig, nye skip kommer inn, mens andre legges i opplag eller selges på annenhåndsmarkedet. Gevinst/tap ved salg av skip vises kun som en post det året de selges og det varierer veldig hvor stor gevinsten ved salg er. Salg av skip kan dermed ikke sees på som en stabil inntektspost, og anses videre som en unormal post.

Tabell 5-6: Farstads unormale driftsresultat 2008-2014

UNORMALT NETTO DRIFTSRESULTAT							
<i>(Alle tall i NOK mill.)</i>	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Unormal driftsinntekt	-	-	-	-	-	-	-
+ Gevinst ved salg av skip	61,1	-	1,1	16,9	-10,3	7,0	15,0
= Unormalt driftsresultat før skatt	61,1	0,0	1,1	16,9	-10,3	7,0	15,0
- Skatt på unormalt driftsresultat	1,9	-	0,1	1,2	-3,3	2,3	5,1
+ Andre driftsrelaterte resultatelement	-59,7	76,0	15,7	-118,5	-46,3	-41,0	-127,9
+ Driftsrelatert "dirty surplus"	-	-	-	-171,0	-	-	-
- Unormal driftsskatt på normalt driftsresultat	-216,0	-56,3	-55,4	-109,6	94,6	112,6	110,2
- Unormal skattekostnad på normalt og unormalt	-308,6	-635,6	14,3	-	-113,6	-124,4	-123,4
= Unormalt netto driftsresultat	524,0	767,9	57,8	-164,2	-34,2	-24,5	-104,7

I 2007 vedtok Stortinget en ny rederiskatteordning. Dette innebar en plikt om gradvis innbetaling av opptjent ubeskattet egenkapital fra 1996 til 2006 for Farstad. Denne skattekostnaden ble ført i regnskapsåret 2007. Overgangsreglene ble kjent ugyldige av Høyesterett i februar 2010 etter at Farstad saksøkte staten. Farstad fikk da tilbakeført

to tredjedeler av skattekostnaden i 2009. Det ble i mars 2010 vedtatt ny overgangsløsning av regjeringen. Som en følge av dette ble det i regnskapsåret 2010 ført en skattekostnad på 14,3 millioner.⁸⁵ Denne skattekostnaden anses som unormal ettersom dette knytter seg til en engangshendelse.

Steg 4: Fordele skattekostnad

Farstad er underlagt rederibeskatning som medfører skattefritak for skipsfartsinntekter opptjent under den nye rederiskatteordningen. Så i stedet for å betale skatt på etter-skudd, betaler selskapet tonnasjeskatt basert på netto registrert tonnasje. Dette er en objektskatt som fastsettes per dag, og er som oftest uavhengig av om fartøyet har vært i drift eller ikke.⁸⁶ Ved å beregne driftskattesats (*dss*) får man en forenkling av skattekostnaden:⁸⁷

$$dss = \frac{NSK - FI \cdot f_{SSFI} - UFR \cdot f_{SSUFR} + FK \cdot f_{SSFk}}{DR + UDR}$$

Hvor:

dss = driftskattesats

NSK = Normal skattekostnad

FI = Normale finansinntekter

fss = finansskattesats

UFR = Unormalt finansresultat

FK = Normale finanskostnader

DR = Driftsresultat

UDR = Unormalt driftsresultat

Ved å ta gjennomsnittet av driftskattesats de over de syv analyseårene estimeres normalisert driftskattesats (*nds*).

⁸⁵ Farstad Shipping ASA, *Årsrapport 2014*, 96

⁸⁶ KPMG, «Rederiskatteordning.»

⁸⁷ Knivsflå, "BUS424 Strategisk regnskapsanalyse. Forelesning 3"

Tabell 5-7: Farstads driftsrelaterte skattesats

DRIFTSSKATTESATS							
<i>(Alle tall i NOK mill.)</i>	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Normal skattekostnad (NSK)	-7,7	127,8	46,5	-38,1	126,5	144,3	124,8
- Finansinntektskatt	12,1	11,0	10,4	9,0	6,8	7,0	4,9
- Unormalt finansresultatskatt	23,3	5,3	30,4	7,1	4,3	7,2	19,2
+ Finanskostnadskatt	86,2	85,2	110,6	115,1	122,0	155,2	166,7
Normalt driftsresultat	1302,6	1281,3	868,8	856,7	740,5	862,5	770,3
+ Unormalt driftsresultat	61,1	0,0	1,1	16,9	-10,3	7,0	15,0
Driftsrelatert skattesats (dss)	3,17 %	15,35 %	13,37 %	6,95 %	32,52 %	32,80 %	34,04 %
Normalisert driftsrelatert skattesats (ndss)	19,74 %						

Skatteloven baseres på realisasjonsprinsippet, hvor kun realisert finansresultat blir skattlagt med 27 %, mens urealiserte finansposter blir først skattlagt når de blir realisert. Dette medfører at finansskattesatsen vil ligge mellom 0 og 27 %.

Jeg kan nå fordele skattekostnaden med tanke på drift, finanskostnad og finansinntekt, samtidig som jeg skiller mellom de normale og unormale postene.

Tabell 5-8: Fordeling av skattekostnad

FORDELING AV SKATTEKOSTNAD							
<i>(Alle tall i NOK mill.)</i>	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Normal driftsskattekostnad	257,2	253,0	171,5	169,1	146,2	170,3	152,1
+ Skatt på finansinntekt	12,1	11,0	10,4	9,0	6,8	7,0	4,9
- Skatt på finanskostnad	86,2	85,2	110,6	115,1	122,0	155,2	166,7
+ Skatt på unormalt driftsresultat	1,9	0,0	0,1	1,2	-3,3	2,3	5,1
+ Unormal driftsskatt på normalt driftsresultat	-216,0	-56,3	-55,4	-109,6	94,6	112,6	110,2
+ Unormal skattekostnad	-308,6	-635,6	14,3	0,0	-113,6	-124,4	-123,4
+ Skatt på unormalt finansresultat	23,3	5,3	30,4	7,1	4,3	7,2	19,2
= Rapportert skattekostnad	-316,3	-507,8	60,8	-38,1	12,9	19,8	1,3

5.3.2 Omgruppering av balanse

Balansen må også omgrupperes for få et mer investororientert perspektiv som fokuserer på verdiskapningen i driften. Omgruppering av balansen kan ha fokus på tre ulike kapitaler; totalkapital, sysselsatt kapital eller netto driftskapital. Jeg velger å ha

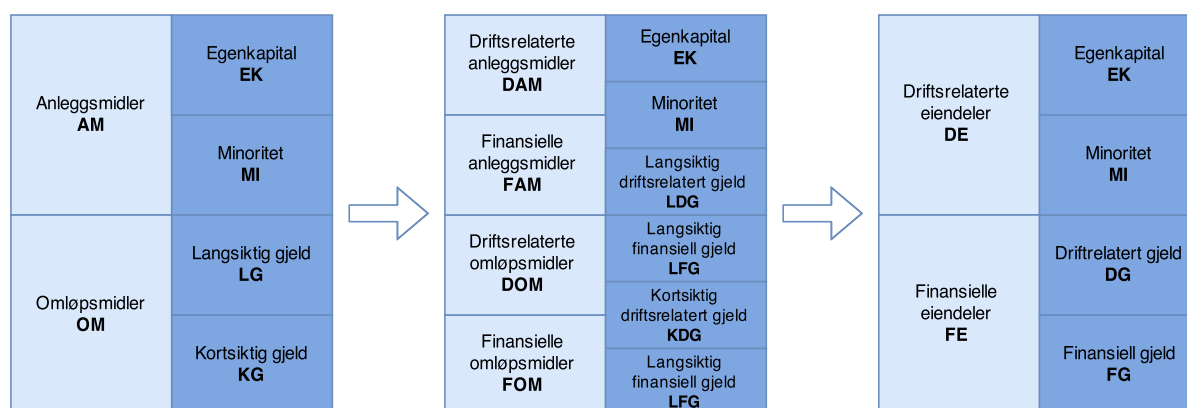
fokus på netto driftskapital, ettersom denne gjenspeiler kapitalen investert i den daglige driften. Dette gjøres i fire steg.⁸⁸

Steg 1: Omgruppering av avsatt utbytte

Omgruppering av avsatt utbytte er ikke aktuelt, ettersom Farstad opererer etter IFRS. Det er etter Norsk God Regnskapskikk (NGRS) at utbytte blir ført som kortsiktig gjeld istedenfor egenkapital.

Steg 2: Skille mellom drift og finansiering

For å få et investororientert perspektiv på totalbalansen, må vi ha et klart skille mellom drift og finansiering. Vi gjør dette ved å dele eiendelene inn i driftsrelaterte og finansielle anleggs- og omløpsmidler (DAM, DOM, FAM og FOM) og gjeld inn i kortsiktig og langsiktig driftsrelatert- og finansiell gjeld (KDG, LDG, KFG, LFG). Dette gir videre driftsrelaterte og finansielle eiendeler, samt driftsrelatert- og finansiell gjeld.



Figur 5-1: Omgruppering av balanse for å skille mellom drift og finansiering

I driftsrelaterte anleggsmidler (DAM) inngår Farstad sine skip, kontrakter, nybygg, utsatt skattefordel, goodwill, langsiktige rente- og valuta derivater og andre langsiktige fordringer. I selskapets driftsrelaterte omløpsmidler (DOM) inngår kundefordringer, fraktinntekter, kortsiktige rente- og valutaderivater, beholdninger, andre kapitalplasseringer og andre kortsiktige fordringer.

Det er vanskelig å skille de driftsrelaterte likvide midlene fra de finansielle likvide midlene. Farstad er avhengig av god likviditet i den daglige driften. På bakgrunn av

⁸⁸ Knivsfå, "BUS424 Strategisk regnskapsanalyse. Forelesning 4"

tilgjengelig og begrenset regnskapsinformasjon velger jeg å kategorisere kontanter og kontantekvivalenter som finansielle omløpsmidler (FOM), mens aksjeposten i selskapets balanse utgjør Farstads finansielle anleggsmidler (FAM).

I langsiktig driftsrelatert gjeld (LDG) inngår selskapets pensjonsforpliktelser, deres utsatte skatt, samt langsiktige rente- og valutaderivater. Den kortsiktige driftsrelaterte gjelden (KDG) består av gjeld til selskapets leverandører, betalbar skatt, kortsiktige rente- og valutaderivater og annen kortsiktig gjeld.

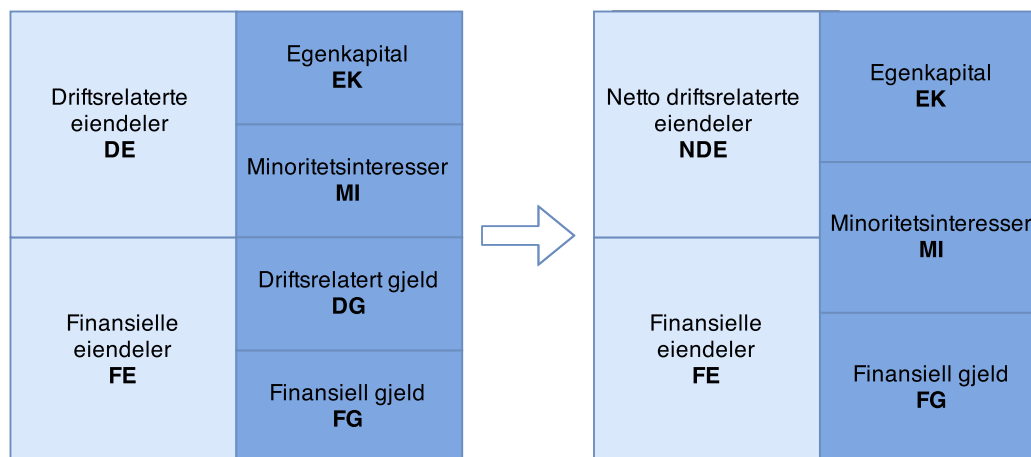
Den langsiktige finansielle gjelden (LFG) består av rentebærende gjeld og leaseforpliktelser. Kortsiktig finansiell gjeld (KFG) består av kortsiktig del av langsiktig gjeld.

Tabell 5-9: Omgruppering av balanse for å skille mellom drift og finansiering

TOTALBALANSE							
<i>(Alle tall i NOK mill.)</i>	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Driftsrelaterte anleggsmidler (DAM)	8466,6	10484,2	11680,4	12359,8	13122,3	14691,6	16220,6
+ Driftsrelaterte omløpsmidler (DOM)	896,2	1003,0	856,2	884,9	982,7	1039,7	1047,7
= Driftseiendeler (DE)	9362,8	11487,1	12536,6	13244,7	14105,0	15731,3	17268,4
Finansielle anleggsmidler (FAM)	5,1	5,2	5,2	5,2	5,1	5,1	5,1
+ Finansielle omløpsmidler (FOM)	1544,4	1525,4	2136,4	1342,3	1495,1	1800,7	2121,1
= Finansielle eiendeler (FE)	1549,5	1530,6	2141,6	1347,5	1500,2	1805,7	2126,1
Totale eiendeler (TE)	10912,3	13017,7	14678,2	14592,2	15605,2	17537,1	19394,5
Egenkapital majoritet (EK)	4439,3	6251,9	6582,4	6820,2	6775,8	6878,0	6624,8
Minoritetsinteresser (MI)	0,7	-	-	-	-	-	-
Langsiktig driftsrelatert gjeld (LDG)	564,7	75,0	126,6	163,1	210,9	187,9	364,4
+ Kortsiktig driftsrelatert gjeld (LFG)	677,3	452,5	690,2	741,1	726,9	822,7	1089,7
= Driftsrelatert gjeld (DG)	1241,9	527,6	816,8	904,2	937,8	1010,6	1454,1
Langsiktig finansiell gjeld (LFG)	4719,7	5466,5	6287,2	5855,7	6595,6	8702,7	9932,5
+ Kortsiktig finansiell gjeld (KFG)	510,7	771,8	991,8	1012,1	1295,9	945,8	1383,1
= Finansiell gjeld (FG)	5230,4	6238,3	7279,0	6867,7	7891,6	9648,5	11315,6
Totalkapital (TK)	10912,3	13017,7	14678,2	14592,2	15605,2	17537,1	19394,5

Steg 3: Fra total- til sysselsatt kapital

Når vi beregner sysselsatt kapital trekker vi driftsrelatert gjeld fra totalkapitalen og får et mål på hvor mye kapital som er skutt inn fra eiere og långivere.⁸⁹ Vi må derfor også trekke driftsrelatert gjeld fra de driftsrelaterte eiendelene.



Figur 5-2: Omgruppering fra total- til sysselsatt kapital

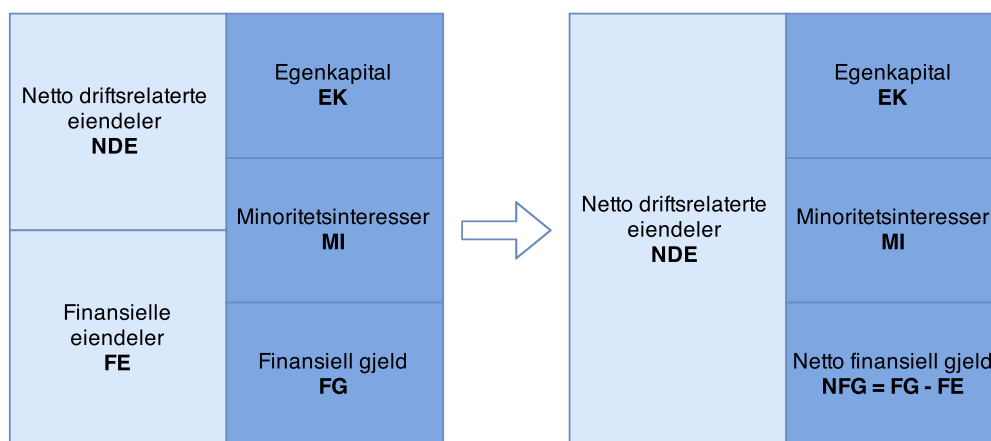
Tabell 5-10: Farstads sysselsatte kapital 2008-2014

SYSSELSATT KAPITAL							
(Alle tall i NOK mill.)	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Netto driftsrelaterte anleggsmidler	7901,9	10409,2	11553,8	12196,6	12911,4	14503,8	15856,3
+ Driftsrelatert arbeidskapital	219,0	550,4	166,1	143,9	255,8	217,0	-42,0
= Netto driftseiendeler (NDE)	8120,9	10959,6	11719,8	12340,5	13167,2	14720,7	15814,3
+ Finansielle eiendeler (FE)	1549,5	1530,6	2141,6	1347,5	1500,2	1805,7	2126,1
= Sysselsatte eiendeler (SEE)	9670,4	12490,2	13861,4	13687,9	14667,4	16526,5	17940,4
Egenkapital majoritet (EK)	4439,3	6251,9	6582,4	6820,2	6775,8	6878,0	6624,8
+ Minoritetsinteresser (MI)	0,7	-	-	-	-	-	-
+ Finansiell gjeld (FG)	5230,4	6238,3	7279,0	6867,7	7891,6	9648,5	11315,6
= Sysselsatt kapital (SSK)	9670,4	12490,2	13861,4	13687,9	14667,4	16526,5	17940,4

⁸⁹ Kaldestad og Møller, *Verdivurdering*, 29

Steg 4: Fra sysselsatt- til netto driftskapital

For å finne kapitalen som er investert i driften av selskapet, omgrupperer vi fra sysselsatt- til netto driftskapital. Da trekker vi fra finansielle eiendeler. Etter omgrupperingen består balansen nå av netto driftseiendeler (eiendeler) og netto driftskapital (egenkapital og gjeld).



Figur 5-3: Omgruppering fra sysselsatt- til netto driftskapital

Tabell 5-11: Farstads netto driftskapital 2008-2014

NETTO DRIFTSKAPITAL							
<i>(Alle tall i NOK mill.)</i>							
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Netto driftsrelaterte anleggsmidler	7901,9	10409,2	11553,8	12196,6	12911,4	14503,8	15856,3
+ Driftsrelatert arbeidskapital	219,0	550,4	166,1	143,9	255,8	217,0	-42,0
= Netto driftseiendeler (NDE)	8120,9	10959,6	11719,8	12340,5	13167,2	14720,7	15814,3
Egenkapital majoritet (EK)	4439,3	6251,9	6582,4	6820,2	6775,8	6878,0	6624,8
+ Minoritetsinteresser (MI)	0,7	-	-	-	-	-	-
+ Netto finansiell gjeld (NFG)	3680,9	4707,7	5137,5	5520,2	6391,3	7842,8	9189,5
= Netto driftskapital (NDK)	8120,9	10959,6	11719,8	12340,5	13167,2	14720,7	15814,3

5.4 Presentasjon av omgruppert regnskap og balanse

Tabell 5-12: Farstads omgrupperte resultatregnskap 2008-2014

OMGRUPPERT RESULTAT							
<i>(Alle tall i NOK mill.)</i>	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
AHTS driftsinntekt	832,8	936,4	1022,5	1102,8	1179,1	1417,4	1549,9
+ Subsea driftsinntekt	1978,3	2085,2	2120,6	2311,1	2288,6	2364,7	2526,4
+ PSV driftsinntekt	132,2	215,6	180,8	164,9	242,2	216,4	275,7
+ Annen inntekt	15,4	20,5	3,8	6,0	4,1	8,7	16,9
= Driftsinntekter (DI)	2958,6	3257,6	3327,7	3584,9	3714,0	4007,2	4368,9
- Mannskapskostnader	789,7	926,9	1161,9	1389,6	1514,9	1569,8	1748,4
- Andre driftskostnader og administrasjon	500,9	594,5	780,8	793,8	882,7	920,5	994,1
- Avskrivninger	365,4	454,9	516,2	544,8	575,9	654,4	856,1
= Driftskostnader (DK)	1656,0	1976,3	2458,9	2728,2	2973,5	3144,7	3598,6
= Driftsresultat før unormale poster (DR)	1302,6	1281,3	868,8	856,7	740,5	862,5	770,3
- Driftsrelatert skattekostnad (DSK)	257,2	253,0	171,5	169,1	146,2	170,3	152,1
= Netto driftsresultat fra normal virksomhet	1045,4	1028,3	697,3	687,6	594,3	692,2	618,2
+ Netto finansinntekt (NFI)	74,1	67,3	64,1	55,6	41,5	43,0	30,3
= <i>Nettoresultat til sysselsatt kapital (NRS)</i>	<i>1119,6</i>	<i>1095,6</i>	<i>761,4</i>	<i>743,2</i>	<i>635,9</i>	<i>735,2</i>	<i>648,5</i>
- Netto finanskostnad (NFK)	221,7	219,0	284,5	295,8	313,8	399,0	450,8
- Netto minoritetsresultat	-0,158	-0,043	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
= Nettoresultat til egenkapital (NRE)	898,0	876,6	476,9	447,3	322,0	336,2	197,7
+ Unormalt netto driftsresultat	524,0	767,9	57,8	-164,2	-34,2	-24,5	-104,7
+ Unormalt netto finansresultat	-256,0	363,1	-87,2	-4,2	-22,9	-92,6	-229,3
= Fullstendig nettoresultat til egenkapital (FNR)	1166,0	2007,6	447,5	279,0	265,0	219,1	-136,2
- Netto betalt utbytte	156,0	195,6	117,0	156,0	195,0	117,0	117,0
Δ Endring i egenkapital	1010,0	1812,0	330,5	123,0	70,0	102,1	-253,2

Tabell 5-13: Farstads omgrupperte balanse til netto driftskapital 2008-2014

NETTO DRIFTSKAPITAL							
<i>(Alle tall i NOK mill.)</i>	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Netto driftsrelaterte anleggsmidler	7901,9	10409,2	11553,8	12196,6	12911,4	14503,8	15856,3
+ Driftsrelatert arbeidskapital	219,0	550,4	166,1	143,9	255,8	217,0	-42,0
= Netto driftseiendeler (NDE)	8120,9	10959,6	11719,8	12340,5	13167,2	14720,7	15814,3
Egenkapital majoritet (EK)	4439,3	6251,9	6582,4	6820,2	6775,8	6878,0	6624,8
+ Minoritetsinteresser (MI)	0,7	-	-	-	-	-	-
+ Netto finansiell gjeld (NFG)	3680,9	4707,7	5137,5	5520,2	6391,3	7842,8	9189,5
= Netto driftskapital (NDK)	8120,9	10959,6	11719,8	12340,5	13167,2	14720,7	15814,3

5.5 Analyse av målefeil

Det er viktig å være klar over at årsregnskapet kan inneholde målefeil. Målefeil sees på som differansen mellom selskapets rapportering og den korrekte verdien. Vi kan skille mellom tre typer målefeil:⁹⁰

- Målefeil av type 1 oppstår når det er avvik mellom ideal regnskapsføring og virkelig verdi.
- Målefeil av type 2 oppstår når god regnskapsskikk tillater å rapportere noe som avviker fra hovedidealet.
- Målefeil av type 3 oppstår som følge av kreativ regnskapsføring

Målefeil kan gi store utslag i regnskapet og er viktige å avdekke. Problemet er at de er vanskelige å identifisere. Justeringer av målefeil er bare tilnærminger, ettersom informasjonen til å gjøre nøyaktige beregninger er vanskelige å finne. Man må derfor være forsiktig med å gjøre justeringer, da det kan føre til mer støy enn nytte.⁹¹

Revisjonsselskapet EY er Farstads revisor, og ifølge revisors beretning er regnskapet gitt i henhold til gjeldende bestemmelser. Jeg konkluderer derfor med at justering av målefeil ikke gir meg et mer realistisk regnskap, og velger å se bort i fra målefeil av type 1, 2 og 3.

5.6 Analyse i forholdstall

Jeg vil i neste kapittel analysere forholdstall over tid for Farstad og bransjen i en risikoanalyse hvor likviditetsanalyse, soliditetsanalyse og syntetisk rating inngår. Etterpå analyseres lønnsomheten ved å sammenligne avkastningskravene mot den faktiske avkastningen til Farstad.

5.6.1 Tidsvekting

Når jeg videre i oppgaven studere historiske tall fra de syv siste årene finner jeg også et vektet snitt basert på følgende vekting:

⁹⁰ Knivsflå, "BUS424 Strategisk regnskapsanalyse. Forelesning 6"

⁹¹ Palepu, Healy og Peek, *Business analysis and valuation*, 179

Tabell 5-14: Tidsvekting

År	Prosentvekting
2008	5 %
2009	5 %
2010	10 %
2011	10 %
2012	15 %
2013	25 %
2014	30 %
	100 %

Det har fra 2008 til 2014 vært store svingninger for Farstad og i markedet. Jeg velger å vektlegge de siste årene tyngst, siden dette etter min mening gir et mer korrekt bilde enn et gjennomsnitt fra de siste syv årene.

6. Risikoanalyse

Man skiller mellom systematisk og usystematisk risiko. Systematisk risiko er usikkerhet som investor ikke kan bli kvitt ved å diversifisere. Denne risikoen er reflektert i samvariasjonen mellom en aksjes og markedsporteføljens avkastning, og uttrykkes med betakoeffisienten (β). Systematisk risiko kjennetegnes ved usikkerhet rundt makrobegivenheter, som for eksempel oljepris og valutakurssvingninger.⁹²

Usystematisk risiko dreier seg om usikkerhet i en aksjes avkastning som investor kan bli kvitt ved å diversifisere. Denne type risiko kjennetegnes av at den er spesifikk for denne ene eller bare noen få bedrifter, og at den skraver seg fra mikrobegivenheter.⁹³ Usystematisk risiko kan fjernes.

Videre skiller man mellom tre ulike risikoprofiler: risikoaversjon, risikonøytral og risikosøkende.⁹⁴

- En **risikoavers** investor foretrekker et sikkert utfall (lav risiko) fremfor et usikkert utfall (høy risiko), selv om utfallene gir lik forventet avkastning.
- En **risikonøytral** investor er 100 % rasjonell og indifferent mellom et sikkert og usikkert utfall, og tar sine avgjørelser basert på statistikk.
- En **risikosøkende** investor foretrekker et usikkert utfall fremfor et sikkert utfall, selv om utfallene gir lik forventet avkastning.

Mennesker har normalt sett risikoaversjon, og det vil være rimelig å anta at en investor er risikoavers.

Hovedformålet med dette kapitlet vil være å foreta en analyse av kortsiktig risiko ved hjelp av en likviditetsanalyse, samt en analyse av langsiktig risiko ved hjelp av en soliditetsanalyse. Det er også verdt å påpeke at forholdstallene er avhengig av markedet, et godt marked gir ofte gode forholdstall, mens i et dårlig marked, som i dag, forventer man dårligere forholdstall. Dette vises igjen på resultatene som fremkommer.

⁹² Bøhren og Michaelsen, *Finansiell økonomi*, 45

⁹³ Ibid., 44

⁹⁴ Dahl, "IND500 Investment Analysis. Forelesning 5"

6.1 Likviditetsanalyse

Formålet med en likviditetsanalyse er å se om selskapet har nok likvide midler til å overholde sine løpende betalingsforpliktelser. I denne likviditetsanalysen vil jeg beregne likviditetsgrad 1, likviditetsgrad 2 og rentedekningsgraden for å få en indikasjon på likviditetsrisikoen i Farstad.

6.1.1 Likviditetsgrad 1

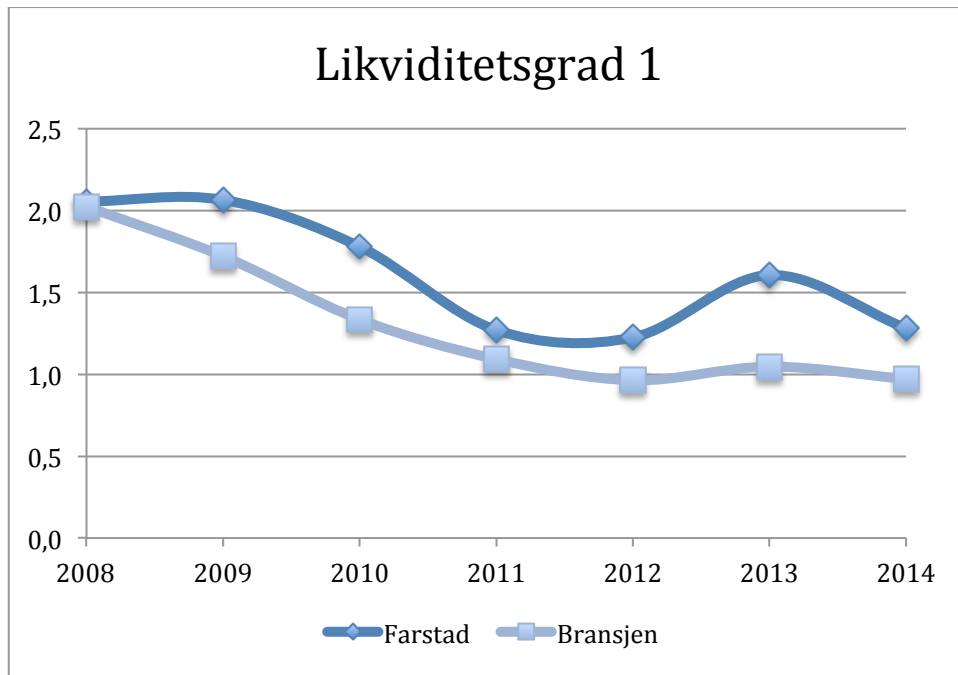
Likviditetsgrad 1 (*LG1*) er definert som følger:⁹⁵

$$LG1 = \frac{\text{Omløpsmidler}}{\text{Kortsiktig gjeld}}$$

Likviditetsgrad 1 forteller oss i hvor stor grad omløpsmidlene kan dekke den kortsiktige gjelden. Dersom likviditetsgrad 1 er under 1, har ikke selskapet nok likvide midler til å dekke den kortsiktige gjelden, og man kan mistenke likviditetsproblemer. Et selskap med høy likviditetsgrad 1 indikerer at selskapet har god likviditet, men det kan også bety en ineffektiv bruk av kontanter og andre kortsiktige eiendeler.⁹⁶ På generelt grunnlag sies det ofte at likviditetsgrad 1 bør være over 1,5 for å anses som god. Jeg velger å sammenligne Farstads likviditetsgrad 1 mot bransjegjennomsnittets likviditetsgrad 1 for å vurdere Farstads likviditet.

⁹⁵ Ross et al., *Core Principles and Applications of Corporate Finance*, 82

⁹⁶ *Ibid.*, 83



Figur 6-1: Likviditetsgrad 1 for Farstad og bransjen 2008-2014

I figuren over ser vi at likviditetsgrad 1 har hatt nedadgående trend fra 2008 til 2012, både for Farstad og bransjen. Fra 2011 til 2014 har trenden vært mer stabil. Farstads likviditetsgrad 1 er for hele analyseperioden over 1, noe som innebærer at selskapet har hatt nok likvide midler til å dekke den kortsiktige gjelden. Nedgangen i likviditetsgrad 1 fra 2013 til 2014 kan skyldes at det generelt ved lavere investeringsaktivitet i olje- og gass-sektoren i 2014. Figuren viser oss at Farstad har hatt en likviditetsgrad 1 mellom 1,2 og 2,1 gjennom perioden, samtidig som selskapet hele tiden har ligget over bransjegenomsnittet.

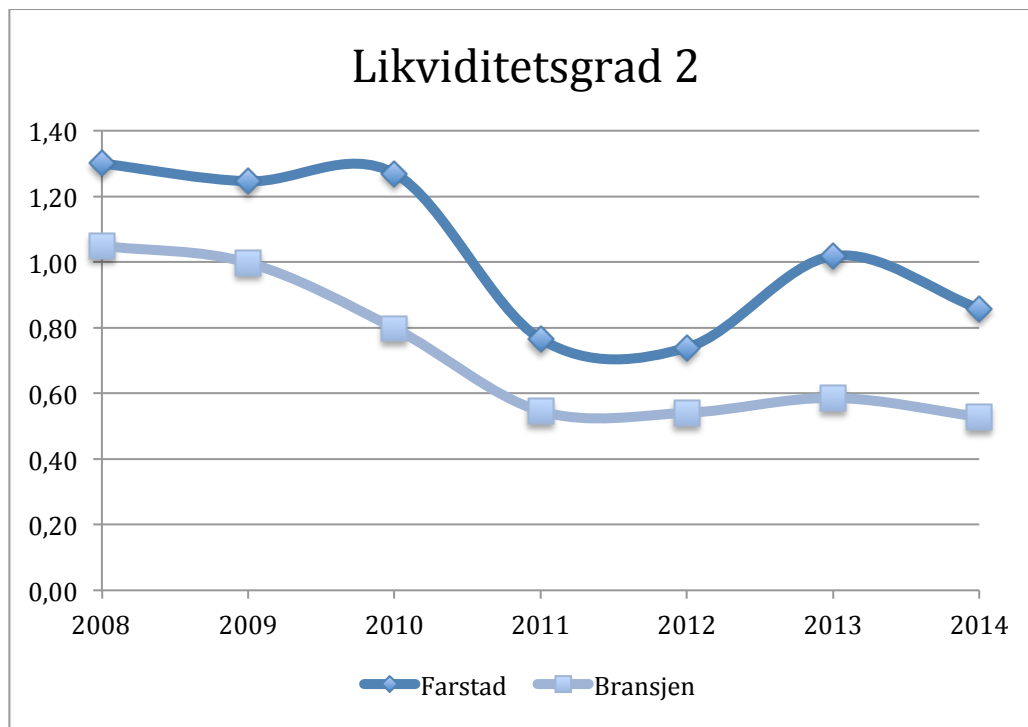
6.1.2 Likviditetsgrad 2

Likviditetsgrad 2 (LG2) inkluderer kun de mest likvide omløpsmidlene og er definert som følger:⁹⁷

$$LG2 = \frac{\text{Finansielle omløpsmidler}}{\text{Kortsiktig gjeld}}$$

Likviditetsgrad 2 er dermed et mål på i hvor stor grad den kortsiktige gjelden kan dekkes av de finansielle omløpsmidlene. Det sies ofte at denne bør ligge over 1 for å kalles god, men også her velger jeg å bruke bransjegenomsnittet som sammenligningsgrunnlag.

⁹⁷ Ibid., 83



Figur 6-2: Likviditetsgrad 2 for Farstad og bransjen 2008-2014

Også med tanke på likviditetsgrad 2 har Farstad ligget over bransjegjennomsnittet for hele perioden, dette sees på som positivt for Farstads likviditet. For bransjen har likviditetsgrad 2, som likviditetsgrad 1, hatt en nedadgående trend fra 2008 til 2011 før det stabiliserer seg mot 2014. Bransjens likviditetsgrad 2 har de siste årene ligget på rundt 0,5, dette regnes ikke som tilfredsstillende. Farstads likviditetsgrad 2 har ligget mellom 0,7 og 1,3 de siste syv årene, og lå i 2014 på rundt 0,9.

6.2 Soliditetsanalyse

Formålet med en soliditetsanalyse er å se på selskapets evne til å tåle tap og betjene sin finansielle gjeld.⁹⁸ Dette knytter seg til kapitalstrukturen til selskapet. Gjennom en slik analyse finner man ut om selskapet har en sunn finansiering, og hvor stor den langsiktige risikoen er. I min soliditetsanalyse vil jeg analysere egenkapitalprosent, rentedekningsgrad, netto driftsrentabilitet og til slutt utarbeide en statistisk finansieringsmatrise.

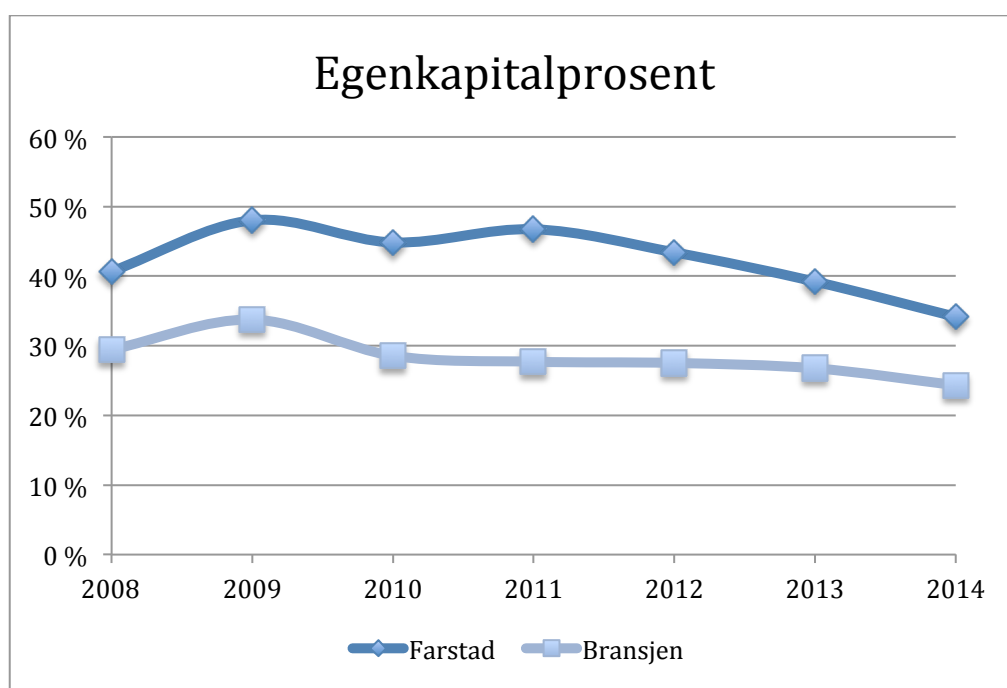
⁹⁸ Ibid., 84

6.2.1 Egenkapitalprosent

Egenkapitalprosent (*EKP*) forteller oss hvor stor andel av totalkapitalen som er finansiert av egenkapital og er gitt ved følgende formel:⁹⁹

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

Egenkapital fungerer som en buffer mot tap, så dess høyere egenkapitalandel, jo bedre er kreditorene beskyttet mot tap, ettersom tap føres direkte mot egenkapitalen.



Figur 6-3: Egenkapitalprosent for Farstad og bransjen 2008-2014

Figur 6-3 viser at både Farstad og bransjen har hatt en svakt avtagende trend i løpet av de syv siste årene. Den fallende trenden tyder på at risikoen har økt. Farstad har gjennom hele perioden hatt en høyere egenkapitalprosent enn bransjegenomsnittet, og har ligget mellom 30 % og 50 % alle årene. Bransjen ligger derimot mellom 20 % og 30 %. Egenkapitalprosenten er relevant for fremtiden, og Farstads høye egenkapitalprosent indikerer at de har nok reserver til å takle dårlige markeder en tid fremover.

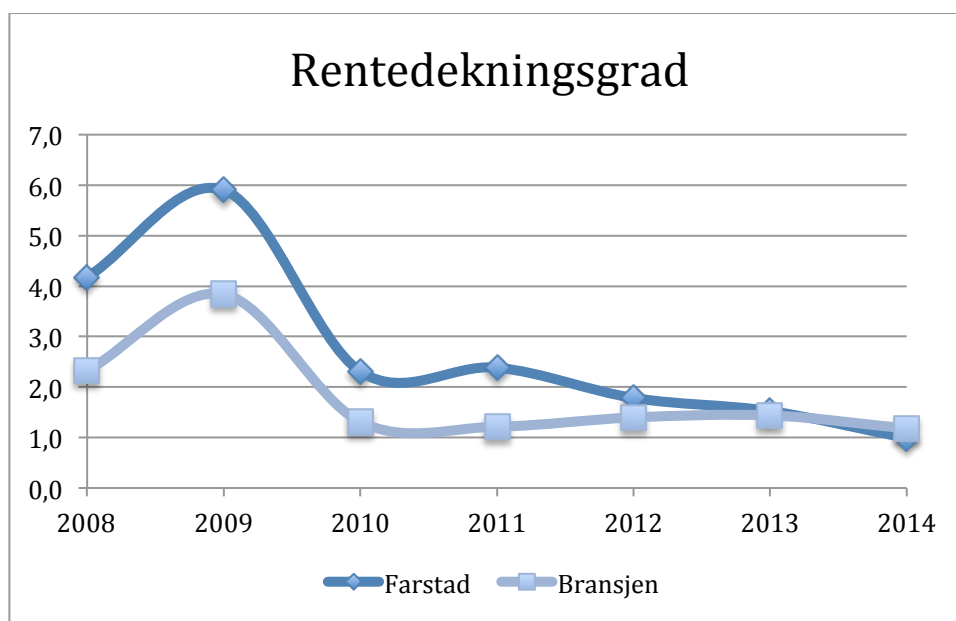
⁹⁹ Ibid., 84

6.2.2 Rentedeckningsgrad

Rentedekningsgraden (*RDG*) indikerer i hvor stor grad bedriftene klarer å betjene sine rentekostnader og er definert som følger:¹⁰⁰

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

Dess bedre rentedeckningsgrad, desto bedre anledning har bedriften til å pådra seg mer gjeld de neste årene. Er rentedeckningsgraden lavere enn 1 er selskapet i situasjon der de må bruke egenkapital eller oppta mer gjeld for å betjene rentekostnadene. For å kunne kalles god, bør ikke rentedeckningsgraden være lavere enn 2, men som for likviditetsgradene bruker jeg også her et bransjegjennomsnitt som sammenligningsgrunnlag.



Figur 6-4: Rentedeckningsgrad for Farstad og bransjen 2008-2014

Farstad og bransjen har gjennom analyseperioden hatt en lignende, for det meste avtagende, trend. Farstad har gjennom hele analyseperioden unntatt 2014, hatt en noe høyere rentedeckningsgrad enn bransjen. På grunn av Farstads negative resultat før skatt i 2014, er rentedeckningsgraden for 2014 under 1. En rentedeckningsgrad på under 1 anses som ikke tilfredsstillende. Den gjennomsnittlige rentedeckningsgraden i analyseperioden er imidlertid på 2,7.

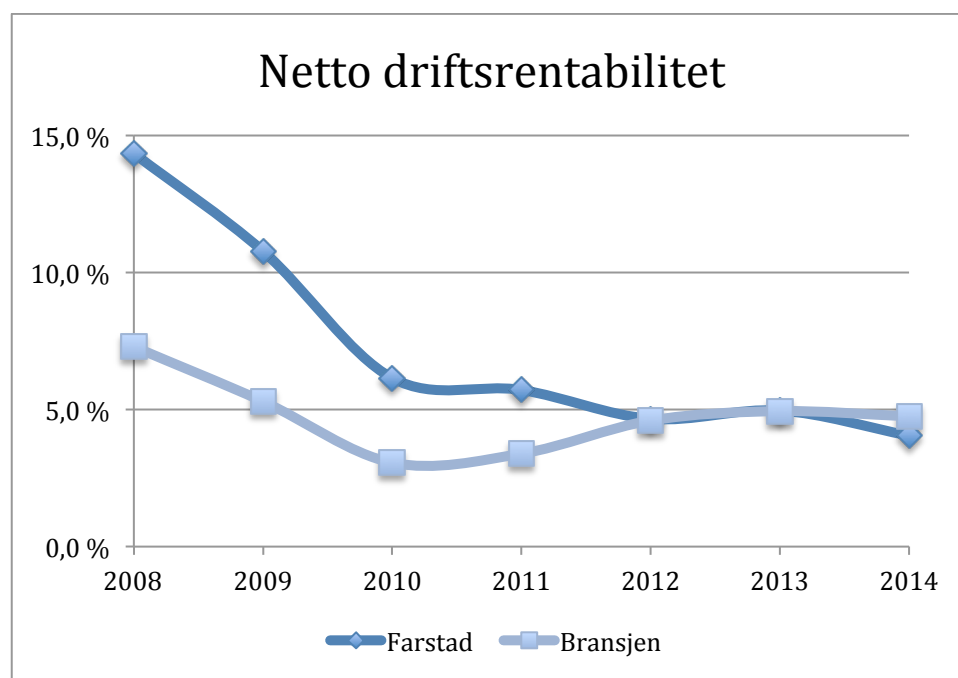
¹⁰⁰ Ibid., 85

6.2.3 Netto driftsrentabilitet

Lønnsomheten i driften kan måles med netto driftsrentabilitet (*ndr*), den måler avkastningen på nettodriftskapital:¹⁰¹

$$ndr = \frac{\text{Netto driftsresultat}}{\text{Gjennomsnittlig netto driftskapital}}$$

Netto driftsrentabilitet er et nødvendig nøkkeltall for å kunne gjennomføre en syntetisk rating av Farstad. Nedenfor vises Farstads netto driftsrentabilitet mot bransjegjennomsnittet.



Figur 6-5: Netto driftsrentabilitet for Farstad og bransjen 2008-2014

Farstads netto driftsrentabilitet har vært sterk avtagende fra 2008 til 2010, og svakt avtagende fra 2010 til 2014. Bransjens netto driftsrentabilitet var også preget av dårlige tider frem mot 2010, for å så ha en oppadgående trend fra 2010 til 2013. Dersom den lave lønnsomheten til Farstad gjentar seg de neste årene, vil selskapet kunne stå i fare for å bruke opp sine midler.

¹⁰¹ Palepu, Healy og Peek, *Business analysis and valuation*, 209

6.2.4 Statisk finansieringsmatrise

En statisk finansieringsmatrise deler opp finansieringskildene til virksomheten og klassifiserer dem etter risiko. En slik matrise gir en oversikt over hvordan selskapet er finansiert på et bestemt tidspunkt og gir et inntrykk av hvor risikabel finansiering selskapet har.¹⁰² Matrisen er bygget opp med en vertikal akse av selskapets eiendeler og en horisontal akse av selskapets finansiering. Matrisen starter med de minst risikable og beveger seg mot de mest risikable finansieringskildene. Finansiering med egenkapital er minst risikabelt, mens finansiering med kortsiktig gjeld er mest risikabelt. Matrisen gir oss en bane (de blå rutene) som forteller oss om selskapet har en risikabel finansiering. Jo raskere banen når bunnen av matrisen, jo mindre risikabel finansiering har selskapet.¹⁰³

Tabell 6-1: Farstads finansieringsmatrise per 31.12.2014

	EK	MI	LDG	LFG	KDG	KFG	TE
DAM	40,8 %	-	2,2 %	56,9 %			83,6 %
FAM				100,0 %			0,1 %
DOM				66,4 %	33,6 %		5,4 %
FOM					34,8 %	65,2 %	10,9 %
TK	34,2 %	0,0 %	1,9 %	51,2 %	5,6 %	7,1 %	100,0 %

Mesteparten av Farstads driftsrelaterte anleggsmidler er finansiert med egenkapital og langsiktig finansiell gjeld. De finansielle anleggsmidlene, som er aksjer, utgjør en svært liten del av de totale eiendelene. De driftsrelaterte omløpsmidlene er finansiert med langsiktig finansiell gjeld og kortsiktig driftsrelatert gjeld. De finansielle omløpsmidlene er finansiert med 34,8 % kortsiktig driftsrelatert gjeld og 65,2 % kortsiktig finansiell gjeld. Omløpsmidler er mer likvide enn anleggsmidler, og det er ikke uvanlig å finansiere disse med kortsiktig gjeld.

Jo mer av de totale eiendelene som er finansiert av egenkapital og langsiktig gjeld, jo bedre er det. En lav andel finansiering med kortsiktig gjeld er positivt for lønnsomheten i selskapet. Vi ser at en lav andel (12,7 %) av de totale eiendelene er finansiert av kortsiktig gjeld, noe som tyder på at Farstad har enn sunn finansieringsstruktur.

¹⁰² Knivsfå, "BUS424 Strategisk regnskapsanalyse. Forelesning 13"

¹⁰³ Knivsfå, "BUS424 Strategisk regnskapsanalyse. Forelesning 13"

6.3 Syntetisk rating

Det finnes flere store, utenlandske ratingbyrå som er spesialisert på kredittrating av store børsnoterte selskap. Et av disse er Standard & Poor's (S&P). Farstad blir ikke ratet av disse selskapene. Det er likevel mulig å foreta en syntetisk rating av Farstad og bransjegjennomsnittet ved å benytte ratingklassene S&P har utarbeidet for forholdstallene LG1, EKP, RDG og NDR. Disse ratingklassene vil sammen med resultatene fra likviditets- og soliditetsanalysen gi en syntetisk rating av Farstad. Denne syntetiske ratingen gir et estimat på sannsynligheten for at Farstad går konkurs (ett år frem i tid). AAA er den beste karakteren som er mulig å få og tilsvarer den laveste risikoen, mens D er den dårligste karakterene som er mulig å få og tilsvarer den høyeste risikoen.

Tabell 6-2: S&P ratingklasser¹⁰⁴

Rating	Likviditets-grad 1	Rentedeknings-grad	Egenkapital-prosent	Netto driftsrentabilitet	Årlig konkursrisiko	Lang kredittrisiko-premie etter skatt
AAA					0,0000	0,44 %
	8,9	11,6	0,895	0,308		
AA					0,0020	0,50 %
	4,6	4,825	0,755	0,216		
A					0,0080	0,57 %
	2,35	2,755	0,55	0,131		
BBB					0,0026	0,74 %
	1,45	1,69	0,38	0,082		
BB					0,0097	2,06 %
	1,05	1,06	0,27	0,054		
B					0,0493	3,65 %
	0,75	0,485	0,175	0,026		
CCC					0,1261	4,72 %
	0,55	-0,345	0,105	-0,002		
CC					0,2796	
	0,45	-1,17	0,03	-0,03		
C					0,5099	
	0,35	-1,995	-0,1	-0,058		
D					0,8554	

¹⁰⁴ Ibid.

Tabell 6-3: Syntetisk rating av Farstad

Farstad	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Vektet snitt
Likviditetsgrad 1	BBB	BBB	BBB	BB	BB	BBB	BB	BB
Rentedekningsgrad	A	AA	BBB	BBB	BBB	BB	B	BB
Egenkapitalprosent	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BB	BBB
Netto driftsrentabilitet	A	BBB	BB	BB	B	B	B	B
Gjennomsnitt syntetisk rating	A	A	BBB	BBB	BB	BB	BB	BB

Tabell 6-4: Syntetisk rating av bransjen

Bransje	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Vektet snitt
Likviditetsgrad 1	BBB	BBB	BB	BB	B	B	B	B
Rentedekningsgrad	BBB	A	BB	BB	BB	BB	BB	BB
Egenkapitalprosent	BB	BB	BB	BB	BB	BB	B	BB
Netto driftsrentabilitet	BB	B	B	B	B	B	B	B
Gjennomsnitt syntetisk rating	BBB	BB	BB	BB	BB	BB	B	BB

Tabellene over viser at både Farstad og bransjen ender opp med en vektet snitt rating for kredittrisiko på BB basert på de fire forholdstallene de siste syv årene. Farstad har likevel hatt bedre eller lik rating som bransjen hvert enkelt år. Vi ser at både Farstad og bransjen hadde bedre ratinger i 2008 og 2009 enn de siste årene. En rating på BB forteller at det er 0,97 % sannsynlighet for at Farstad går konkurs det neste året og det gir en lang kredittrisiko-premie på 2,06 % etter skatt. Denne kredittrisiko-premien kommer jeg tilbake når jeg i neste kapittel regner ut beta til finansiell gjeld.

7. Analyse av historiske avkastningskrav

Avkastningskravet for en virksomhet kan defineres som den forventede avkastningen kapitalmarkedet tilbyr plasseringer med tilsvarende risiko som selskapet.¹⁰⁵

Avkastningskravet skal med andre ord gjenspeile en investors relevante risiko, og en investor krever en avkastning som er minst like stor som for tilsvarende investeringer med lik risiko. Hvilken risiko som er relevant kommer an på flere faktorer, blant annet hvilken portefølje og hvilken rolle den spesifikke investoren har. I et selskap har man forskjellige investorer som påtar seg ulik risiko ved finansiering av selskapet, dette ser man ved at de også har ulike avkastningskrav.

For å finne avkastningskravet til totalkapitalen bruker vi et vektet gjennomsnitt av avkastningskravet til egenkapitalen og gjelden (WACC). Avkastningskravet til egenkapitalen og gjelden finnes ved hjelp av kapitalverdimodellen (CAPM).

7.1 Egenkapitalkrav

Kapitalverdimodellen forteller oss hva en investor kan regne med av forventet avkastning i aksjemarkedet dersom han bærer en bestemt mengde systematisk risiko. Derfor kan kapitalverdimodellen brukes til å fastsette avkastningskravet for egenkapitalen (*ekk*). Eierne er villige til å sitte med et selskaps aksjer med en bestemt systematisk risiko, β_j , så lenge de gir minst like god avkastning som avkastningskravet man bør ha, i følge kapitalverdimodellen.¹⁰⁶ Kapitalverdimodellen for egenkapital uttrykkes ved følgende formel:¹⁰⁷

$$ekk = R_F + \beta_{EK} \cdot (R_M - R_F) = R_F + \beta_{EK} \cdot mrp$$

Hvor:

ekk = Avkastningskravet til egenkapitalen

R_F = Risikofri rente

β_{EK} = Systematisk risiko, egenkapitalbeta

R_M = Forventet avkastning på markedsporteføljen

mrp = Markedsrisikopremie

¹⁰⁵ Ross et al., Core Principles and Applications of Corporate Finance, 398

¹⁰⁶ Bøhren og Michaelsen, *Finansiell økonomi*, 77

¹⁰⁷ Ross et al., Core Principles and Applications of Corporate Finance, 398

Kapitalverdimodellen er som de fleste modeller en forenkling av virkeligheten, og bygger på forutsetninger som ikke alltid er reelle, men brukes fordi den har størst forklaringskraft.¹⁰⁸ Jeg vil nå se nærmere på de ulike input-parameterne som inngår i kapitalverdimodellen.

7.1.1 Risikofri rente

Den risikofri renten (R_F) er første ledd i kapitalverdimodellen og representerer avkastningen en investor kan forvente uten å påta seg risiko. Dette er en hypotetisk avkastning på et verdipapir eller en portefølje av verdipapirer som ikke har konkurs- eller misligholdsrisiko. Det nærmeste man kommer dette er statsobligasjoner.¹⁰⁹

Det finnes statsobligasjoner med forskjellig tidshorisont, alt fra 3 måneder til 10 år. Valg av tidshorisont på statsobligasjonen man velger å bruke vil ha direkte innvirkning på avkastningskravet, det er derfor viktig å vurdere dette nøye. Statsobligasjoner med kort rente svinger mer enn lang rente, noe som fører til at avkastningskravet blir mer ustabil. Samtidig er det viktig å merke seg at kort rente minsker risikoen for at det finnes en risikopremie knyttet til inflasjonsrisiko.

Jeg har valgt å benytte 10-årig norsk statsobligasjon, ettersom dette er en tidshorisont som passer med min analyseperiode. Per 02.06.2015 var renten på 10-årig norsk statsobligasjon på 1,60 %. Lang rente er som tidligere nevnt mer stabil enn kort rente, og dessuten er dette den mest utbredte metoden for å beregne den risikofri renten.¹¹⁰ Statsobligasjoner er per definisjon ikke risikofri, og bør i noen tilfeller justeres for en risikopremie. En justering for kredittrisiko vil ha en marginal effekt, og jeg velger å beholde den 10-årige statsobligasjonen uten justering.

Tabell 7-1: Risikofri rente 2008-2014

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Vektet snitt
10-årig statsobligasjon	4,47 %	4,00 %	3,52 %	3,12 %	2,10 %	2,58 %	2,64 %	2,84 %
- Skatt	1,25 %	1,12 %	0,99 %	0,87 %	0,59 %	0,72 %	0,71 %	0,79 %
= Risikofri rente etter skatt	3,22 %	2,88 %	2,53 %	2,25 %	1,51 %	1,86 %	1,92 %	2,05 %

¹⁰⁸ Kaldestad og Møller, *Verdivurdering*, 105

¹⁰⁹ *Ibid.*, 111

¹¹⁰ PwC og NFF, «Risikopremien i det norske markedet 2014 og 2015.», 7

7.1.2 Markedsrisikopremie

Markedsrisikopremien (*mrp*) er forskjellen mellom markedets forventede avkastning og den risikofri renten. Det finnes ulike måter å estimere verdien på markedets risikopremie. Analyse av historiske data, estimere en implisitt markedspremie basert på nåværende børskurs eller spørre investorer og akademikere i form av en undersøkelse.¹¹¹

PwC ga i desember 2014 ut en rapport sammen med Norske Finansanalytikerers Forening som omhandler risikopremien i det norske markedet. Undersøkelsene deres konkluderer med en historisk markedsrisikopremie på 5 %, dette er samme verdi som de fire foregående år.¹¹² Jeg velger av denne grunn å benytte 5 % som estimat på markedets risikopremie etter skatt i mine beregninger.

7.1.3 Egenkapitalbeta

Egenkapitalbeta er et mål på den systematiske risikoen som ikke kan diversifiseres bort.¹¹³ Samvariasjonen mellom aksjens og markedsporteføljens avkastning uttrykkes med betakoeffisienten (β):¹¹⁴

$$\beta_{EK} = \frac{Cov(R_i, R_M)}{Var(R_M)}$$

Hvor:

$Cov(R_i, R_M)$ = Kovarians mellom aksje *i* og markedsportefølje

$Var(R_M)$ = Variansen til markedsporteføljen

Dersom aksjen er mindre risikabel enn markedsporteføljen har vi at $\beta < 1$, og hvis den er mer risikabel har vi at $\beta > 1$. Når $\beta = 0$ har vi en risikofri investering, mens aksjen ved $\beta = 1$ har lik systematisk risiko som markedsporteføljen.¹¹⁵

¹¹¹ Kaldestad og Møller, *Verdivurdering*, 117

¹¹² PwC og NFF, «Risikopremien i det norske markedet 2014 og 2015.», 8

¹¹³ Bøhren og Michaelsen, *Finansiell økonomi*, 46

¹¹⁴ Ross et al., *Core Principles and Applications of Corporate Finance*, 381

¹¹⁵ Bøhren og Michaelsen, *Finansiell økonomi*, 46

Det er vanlig å bruke lineær regresjon for å finne beta-verdien. Stigningstallet til regresjonslinjen vi finner er beta-estimatet til selskapet.¹¹⁶ Farstad er et børsnotert selskap, og egenkapitalbetaen kan dermed estimeres ved å gjennomføre en regresjonsanalyse mellom Farstads aksjeavkastning og markedsporteføljen. Valg av markedsportefølje faller på hovedindeksen på Oslo Børs (OSEBX), og jeg velger å benytte meg av Oslo Exchange Benchmark. En annen mulighet kunne vært å bruke MSCI World Index, ettersom Farstad er globalt diversifisert. OSEBX er høyt vektet mot oljeindustrien, jeg velger derfor å bruke denne fremfor verdensindekser. Jeg har valgt å bruke en tidsserie på 7 år og månedlige observasjoner, dette vil redusere standardavviket og øke påliteligheten til betaberegningen.¹¹⁷

Regresjonsanalysen utføres i Microsoft Excel ved hjelp av programtillegget *StatPlus*. Tallmaterialet er hentet fra Reuters Datastream. Nedenfor presenteres resultatet fra regresjonsanalysen.

Tabell 7-2: Regresjonsanalyse for å finne β -verdien til egenkapitalen

Regression Statistics						
R		0,53453				
R Square		0,28573				
Adjusted R Square		0,27702				
S		0,07549				
Total number of observations		84				
FARSTAD = - 0,0139 + 0,6299 * OSEBEX						
ANOVA						
	d.f.	SS	MS	F	p-level	
Regression	1,	0,18693	0,18693	32,80197	1,62959E-07	
Residual	82,	0,46731	0,0057			
Total	83,	0,65424				
	Coefficients	Standard Error	LCL	UCL	t Stat	p-level
Intercept	-0,01394	0,00824	-0,03349	0,00561	-1,69216	0,09441
OSEBEX	0,62992	0,10998	0,36896	0,89088	5,7273	0,
T (2%)	2,37269					
LCL - Lower value of a reliable interval (LCL)						
UCL - Upper value of a reliable interval (UCL)						

¹¹⁶ Ross et al., Core Principles and Applications of Corporate Finance, 403

¹¹⁷ Kaldestad og Møller, *Verdivurdering*, 114

Analysen gir en betaverdi på 0,630. I følge empiriske studier vil betaverdier over tid tendere mot gjennomsnittet, hvor $\beta = 1$.¹¹⁸ Dette begrunnes med at selskapene over tid blir diversifisert i egen produktmiks og kundebase. Marshall Blume mente at det var nødvendig å foreta en Bayesiansk justering, også kjent som *Bloomberg's smoothing beta*. Justert beta for egenkapitalen blir som følger:

$$\begin{aligned}\beta_{EK \text{ justert}} &= \frac{2}{3} \cdot \beta_{EK} + \frac{1}{3} \cdot 1 \\ &= \frac{2}{3} \cdot 0,630 + \frac{1}{3} \cdot 1 \\ &= 0,753\end{aligned}$$

7.1.4 Andre justeringer

Avkastningen til enkelte aksjer, spesielt aksjer i selskaper med lav P/B (pris delt på bokført verdi per aksje) og lav markedsverdi, vil generere en høyere avkastningen enn det kapitalverdimodellen estimerer.¹¹⁹ For å ta hensyn til dette kan vi korrigere avkastningskravet for en likviditets- og/eller en småbedriftspremie.

Dersom en aksje er lite likvid, krever en investor en kompensasjon for den risikoen han pådrar seg ved å sitte med den. Denne kompensasjonen kalles likviditetspremie. Rundt 40 % av aksjene til Farstad er eid av Farstadfamilien som vi antar at har en langsiktig investeringshorisont. Farstad-aksjen er likevel en likvid aksje som omsettes i et stort volum ved daglig handel på Oslo Børs. Det vil slik jeg ser det, bli feilaktig å legge til en likviditetspremie for Farstad, og setter dermed denne lik null.

Et alternativ til en likviditetspremie kan være å benytte en småbedriftspremie. Fama og French's Tre Faktor-modell tar hensyn til størrelses- og verdifaktorer, i tillegg til markedsrisikofaktorer.¹²⁰ Denne risikoen skyldes blant annet at små selskapers kontantstrømmer i stor grad er avhengig av nøkkelpersoner, enkeltprodukter og kunder.¹²¹ Farstad er ingen småbedrift og jeg setter småbedriftspremien lik null.

¹¹⁸ Damodaran, *Investment valuation*, 187

¹¹⁹ Kaldestad og Møller, *Verdivurdering*, 122

¹²⁰ Investopedia, s.v «Fama and French Three Factor Model» 01.06.2015.
<http://www.investopedia.com/terms/f/famaandfrenchthreemodel.asp>

¹²¹ PwC og NFF, «Risikopremien i det norske markedet 2014 og 2015.», 12

7.1.5 Historisk egenkapitalkrav

Gitt våre begrunnede parametere ovenfor gir dette følgende egenkapitalkrav ved bruk av kapitalverdimodellen:

$$\begin{aligned} ekk &= R_F + \beta_{EK \text{ justert}} \cdot mrp \\ &= 2,05 \% + 0,753 \cdot 5 \% \\ &= 5,82 \% \end{aligned}$$

Gjennomsnittsegenkapitalkravet for analyseperioden er 5,82 %. Jeg ønsker også å finne de historiske egenkapitalkravene for hvert av de syv årene, og trenger derfor en justert egenkapitalbeta for hvert enkelt år. For å finne dette legger jeg til grunn en konstant netto driftsbeta (β_{NDK}) slik at jeg kan snu om på ligningen og regne meg tilbake for å finne egenkapitalbetaen for hvert år:¹²²

$$\beta_{NDK} = \frac{EK + MI}{NDK} \cdot \beta_{EK} + \frac{NFG}{NDK} \cdot \beta_{NFG}$$

Hvor:

β_{NDK} = Beta til netto driftskapital

NFG = Netto finansiell gjeld

EK = Egenkapital majoritet

MI = Egenkapital minoritet

β_{NFG} = Beta til netto finansiell gjeld

For å kunne regne ut egenkapitalbetaen, må først beta til netto finansiell gjeld (β_{NFG}) og netto driftsbeta (β_{NDK}) regnes ut.

Beta til netto finansiell gjeld

Beta til netto finansiell gjeld er et vektet gjennomsnitt av beta til finansiell gjeld (β_{FG}) og beta til finansielle eiendeler (β_{FE}):

$$\beta_{NFG} = \frac{FG}{NFG} \beta_{FG} + \frac{FE}{NFG} \beta_{FE}$$

¹²² Berk og DeMarzo, *Corporate Finance*, 493

Beta til finansiell gjeld

Beta til finansiell gjeld finnes ved å hente kredittrisikopremie fra min syntetiske rating og dele på markedets risikopremie:¹²³

$$\beta_{FG} = \frac{krp}{mrp}$$

Hvor:

krp = Kredittrisikopremie

mrp = Markedsrisikopremie

Tabell 7-3: Beta til finansiell gjeld 2008-2014

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Vektet snitt
Syntetisk rating	A	A	BBB	BBB	BB	BB	BB	BB
Kredittrisikopremie (krp)	0,0057	0,0057	0,0074	0,0074	0,0206	0,0206	0,0206	0,0165
Markedets risikopremie (mrp)	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05
Beta til finansiell gjeld	0,114	0,114	0,148	0,148	0,412	0,412	0,412	0,3294

Beta til finansielle eiendeler

Finansielle eiendeler består av kontanter, fordringer og investeringer, og beta til finansielle eiendeler er vektet mellom de ulike finansielle eiendelene:

$$\beta_{FE} = \frac{\beta_{kont} \cdot Kont + \beta_{ford} \cdot Ford + \beta_{inv} \cdot Inv}{FE}$$

Det er ingen risiko forbundet med å holde kontanter, noe som fører til at $\beta_{kont} = 0$. Jeg har forutsatt at alle Farstads fordringer er driftsrelaterte, dette medfører at også leddet med fordringer utgår. Til slutt settes $\beta_{inv} = 1$, som er lik beta til markedsporteføljen, under den forutsetning at investeringene er diversifiserte. Ender da opp med følgende formel for beta til finansielle eiendeler:

$$\beta_{FE} = \frac{\beta_{inv} \cdot Inv}{FE}$$

¹²³ Knivsflå, "BUS424 Strategisk regnskapsanalyse. Forelesning 14"

Tabell 7-4: Beta til finansielle eiendeler 2008-2014

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Vektet snitt
Beta til investeringer	1	1	1	1	1	1	1	1
Inv/FE	0,0032	0,0033	0,0028	0,0030	0,0036	0,0031	0,0026	0,0030
Beta til finansielle eiendeler	0,0032	0,0033	0,0028	0,0030	0,0036	0,0031	0,0026	0,0030

Nå er beta til både finansiell gjeld og finansielle eiendeler på plass, og beta til netto finansielle gjeld kan regnes ut med formelen:

$$\beta_{NFG} = \frac{FG}{NFG} \beta_{FG} + \frac{FE}{NFG} \beta_{FE}$$

Tabell 7-5: Netto finansiell gjeldsbeta 2008-2014

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Vektet snitt
Beta til finansiell gjeld	0,114	0,114	0,148	0,148	0,412	0,412	0,412	0,3294
FG/NFG	1,449	1,367	1,373	1,327	1,239	1,232	1,231	1,274
Beta til finansielle eiendeler	0,003	0,003	0,003	0,003	0,004	0,003	0,003	0,003
FE/NFG	0,449	0,367	0,373	0,327	0,239	0,232	0,231	0,274
Netto finansiell gjeldsbeta	0,164	0,155	0,202	0,195	0,510	0,507	0,507	0,411

Beta til netto driftskapital

Før vi kan regne ut egenkapitalbeta for hvert år, må vi finne netto driftsbeta (β_{NDK}). Modigliani-Millers første proposisjon sier at verdien av et selskap er uavhengig av kapitalstrukturen til selskapet.¹²⁴ Jeg antar derfor at netto driftsbeta er konstant i hele tidsperioden og finner den ved å bruke gjennomsnittlig egenkapitalbeta og gjennomsnittlig beta til netto finansiell gjeld:

$$\begin{aligned} \beta_{NDK} &= \frac{EK + MI}{NDK} \cdot \beta_{EK} + \frac{NFG}{NDK} \cdot \beta_{NFG} \\ &= 0,502 \cdot 0,753 + 0,498 \cdot 0,411 \\ &= 0,583 \end{aligned}$$

¹²⁴ Ross et al., Core Principles and Applications of Corporate Finance, 470

Egenkapitalbetaen kan da finnes ved å snu om på formelen ovenfor.

Tabell 7-6: Egenkapitalbeta 2008-2014

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Vektet snitt
Egenkapitalbeta	0,941	0,919	0,875	0,891	0,647	0,662	0,679	0,753
(EK+MI)/NDK	0,540	0,560	0,566	0,557	0,533	0,490	0,442	0,502
Netto finansiell gjeldsbeta	0,164	0,155	0,202	0,195	0,510	0,507	0,507	0,411
NFG/NDK	0,460	0,440	0,434	0,443	0,467	0,510	0,558	0,498
Netto driftsbeta	0,583	0,583	0,583	0,583	0,583	0,583	0,583	0,583

Kapitalverdimodellen brukes så for å finne de historiske egenkapitalkravene for hvert år i analyseperioden:

$$ekk = R_F + \beta_{EK} \cdot mrp$$

Tabell 7-7: Egenkapitalkrav 2008-2014

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Vektet snitt
Risikofri rente etter skatt	0,032	0,029	0,025	0,022	0,015	0,019	0,019	0,021
Egenkapitalbeta	0,941	0,919	0,875	0,891	0,647	0,662	0,679	0,753
Markedets risikopremie (<i>mrp</i>)	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050
Egenkapitalkrav (<i>ekk</i>)	0,079	0,075	0,069	0,067	0,047	0,052	0,053	0,058

7.2 Krav til netto finansiell gjeld

Som nevnt i starten av kapitlet trenger man også avkastningskravet til gjelden for å kunne beregne krav til netto driftskapital. Krav til netto finansiell gjeld (*knfg*) regnes, som egenkapitalkravet, ved hjelp av kapitalverdimodellen:

$$knfg = R_F + \beta_{NFG} \cdot mrp$$

knfg = Krav til netto finansiell gjeld

R_F = Risikofri rente

β_{NFG} = Beta til netto finansiell gjeld

mrp = Markedsrisikopremie

Tabell 7-8: Krav til netto finansiell gjeld 2008-2014

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Vektet snitt
Risikofrirente etter skatt	0,032	0,029	0,025	0,022	0,015	0,019	0,019	0,021
Netto finansiell gjeldsbeta	0,164	0,155	0,202	0,195	0,510	0,507	0,507	0,411
Markedets risikopremie (<i>mrp</i>)	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050
Krav til netto finansiell gjeld (<i>knfg</i>)	0,040	0,037	0,035	0,032	0,041	0,044	0,045	0,041

7.3 Krav til nettodriftskapital (WACC)

Nå er både egenkapitalkravet og kravet til nettofinansiell gjeld beregnet, og kravet til nettodriftskapital for hvert år kan regnes ut. Dette avkastningskravet beregnes ved hjelp av WACC (Weighted Average Cost Of Capital):¹²⁵

$$WACC = \frac{EK + MI}{NDK} \cdot ekk + \frac{NFG}{NDK} \cdot knfg$$

Hvor:

WACC = Gjennomsnittlig kapitalkostnad

EK = Egenkapital majoritet

MI = Egenkapital minoritet

NDK = Netto driftskapital

ekk = Avkastningskravet til egenkapitalen

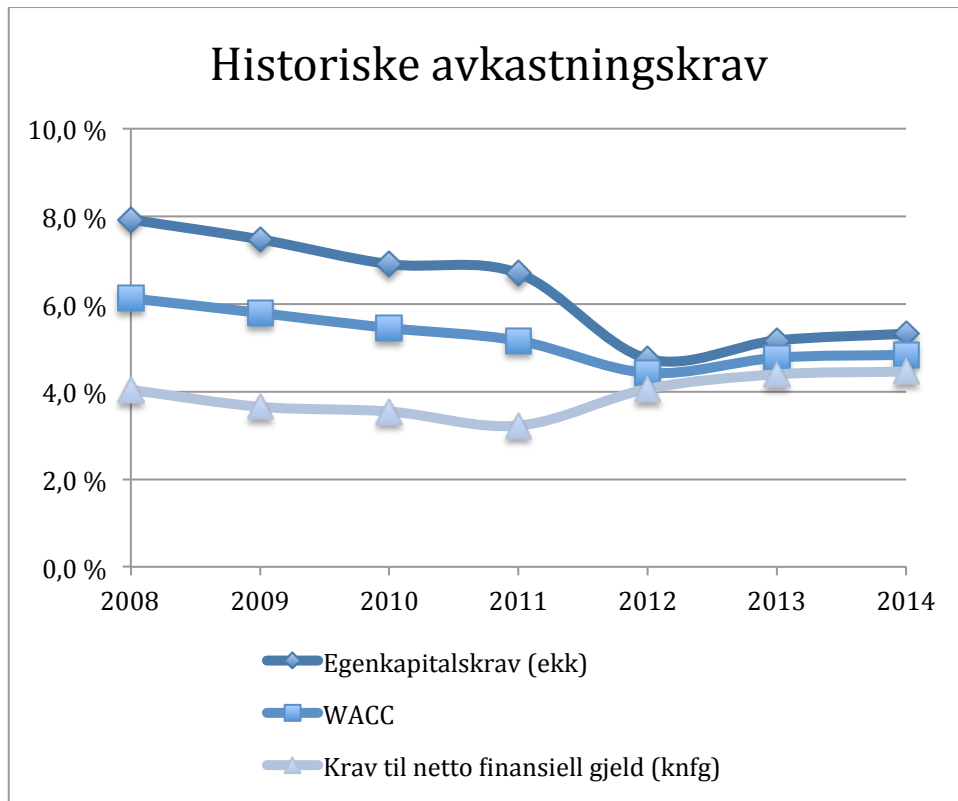
NFG = Netto finansiell gjeld

knfg = Avkastningskravet til netto finansiell gjeld

Tabell 7-9: Krav til netto driftskapital 2008-2014

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Vektet snitt
(EK+MI)/NDK	0,540	0,560	0,566	0,557	0,533	0,490	0,442	0,502
Egenkapitalkrav (<i>ekk</i>)	0,079	0,075	0,069	0,067	0,047	0,052	0,053	0,058
Krav til netto finansiell gjeld (<i>knfg</i>)	0,040	0,037	0,035	0,032	0,041	0,044	0,045	0,041
NFG/NDK	0,460	0,440	0,434	0,443	0,467	0,510	0,558	0,498
WACC	0,061	0,058	0,054	0,052	0,044	0,048	0,048	0,050

¹²⁵ Ibid., 414



Figur 7-1: Avkastningskrav 2008-2014

Vi ser at egenkapitalkravet og det totale avkastningskravet til Farstad de siste årene har falt, mens kravet til netto finansiell gjeld de siste årene har steget. De tre kravene har de tre siste årene vært noenlunde like. Dette vitner om et tøffere marked med økt konkurranse og lavere marginer.

8. Lønnsomhetsanalyse

I en lønnsomhetsanalyse kan man sammenligne oppnådd avkastning på ulike typer kapital opp mot avkastningskravet til kapitalen. Rentabiliteten til et selskap er et mål på oppnådd avkastning i prosent, og kan dermed sammenlignes med andre selskaper over tid. Forholdene analyseres relativt til en målestokk og analysen blir dermed strategisk. Rentabiliteten anses som god, dersom den er høyere enn avkastningskravet og den representerer da en strategisk fordel.

For ordens skyld brukes det normaliserte tall i analysen ettersom dette vil føre til mer korrekte prediksjonsverdier til fremtidsregnskapet.

8.1 Egenkapitalrentabilitet

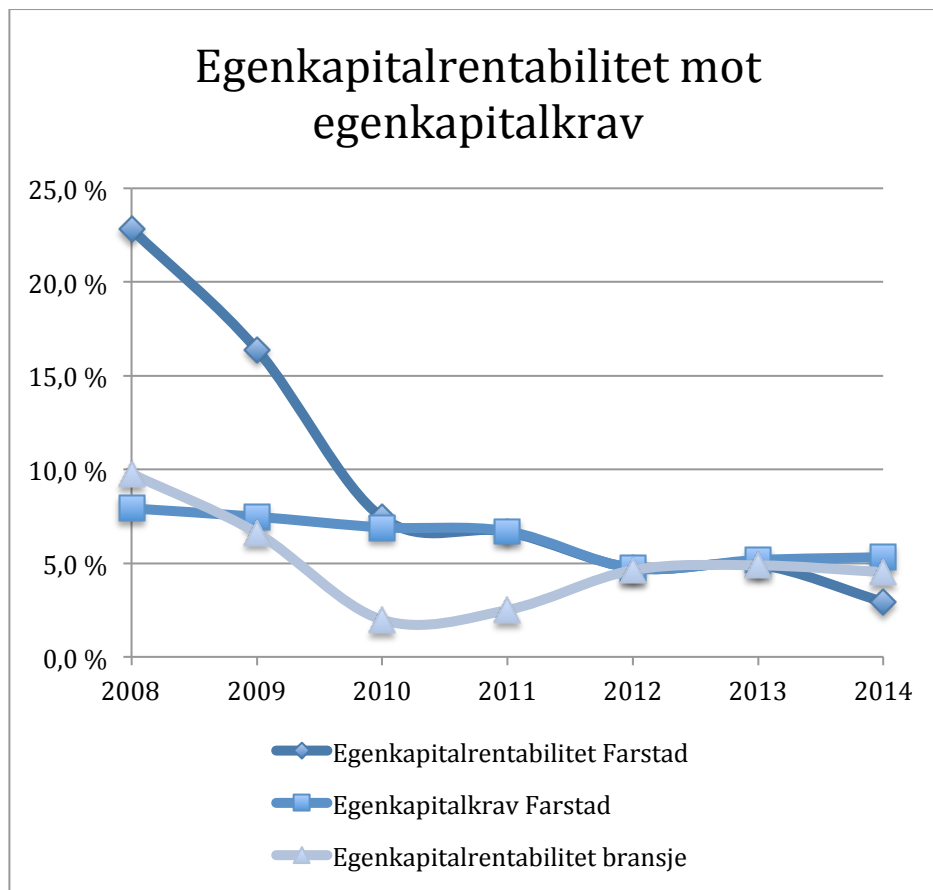
Egenkapitalrentabiliteten (*ekr*) er et mål på hvor høy avkastning som leveres på investert egenkapital, og beregnes slik:¹²⁶

$$ekr = \frac{\text{Nettoresultat til egenkapital}}{\text{Gjennomsnittlig egenkapital}}$$

Differansen mellom egenkapitalrentabiliteten og egenkapitalkravet kalles superrentabilitet eller strategisk fordel.¹²⁷ Denne er positiv dersom selskapet har en strategisk fordel, og negativ dersom selskapet har en strategisk ulempe. Nedenfor vises Farstads egenkapitalrentabilitet mot kravet og bransjens egenkapitalrentabilitet.

¹²⁶ Ibid., 88

¹²⁷ Knivsflå, ”BUS424 Strategisk regnskapsanalyse. Forelesning 18”



Figur 8-1: Egenkapitalrentabilitet mot egenkapitalkrav 2008-2014

Tabell 8-1: Strategisk fordel 2008-2014

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Vektet snitt
Egenkapitalrentabilitet (ekr)	22,83 %	16,40 %	7,43 %	6,67 %	4,74 %	4,92 %	2,93 %	6,19 %
- Egenkapitalkrav (ekk)	7,92 %	7,47 %	6,91 %	6,70 %	4,75 %	5,17 %	5,32 %	5,73 %
= Strategisk fordel (SF)	14,90 %	8,92 %	0,52 %	-0,03 %	-0,01 %	-0,24 %	-2,39 %	0,46 %

Tallene over viser at Farstad har levert en høyere avkastning enn avkastningskravet 2008 til 2010, de har dermed hatt en strategisk fordel disse årene. Fra 2011 har Farstad levert en lavere avkastning enn kravet, og har dermed hatt en strategisk ulempe de tre siste årene.

Sammenligner vi Farstads egenkapitalrentabilitet mot bransjens, ser vi at Farstad fra 2008 til 2011 lå høyt over bransjegenomsnittet. I 2012 og 2013 var de to rentabilitetene noenlunde like, mens Farstad i 2014 hadde en lavere egenkapitalrentabilitet enn bransjen.

8.2 Dekomponering av strategisk fordel

For å kunne finne ut hva den strategiske fordelene/ulempen kommer av, kan den strategiske fordelene (SF) dekomponeres i en driftsfordel (DF) og en finansieringsfordel (FF):¹²⁸

$$\begin{aligned} SF &= ekr - ekk \\ &= [ndr + nfgg \cdot (ndr - nfgr)] - [ndk + (ndk - nfgk) \cdot nfgg] \\ &= [(ndr - ndk) \cdot (1 + nfgg)] + [(nfgk - nfgr) \cdot nfgg] \\ &= DF + FF \end{aligned}$$

Hvor:

ekr = Egenkapitalrentabilitet

ekk = Egenkapitalkrav

ndr = Netto driftsrentabilitet

$nfgg$ = Netto finansiell gjeldsgrad

$nfgr$ = Netto finansiell gjeldsrente

ndk = Netto driftskrav (WACC)

$nfgk$ = Netto finansielt gjeldskrav

Tabell 8-2: Dekomponert strategisk fordel 2008-2014

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Vektet snitt
Driftsfordel (DF)	15,20 %	8,89 %	1,24 %	1,00 %	0,44 %	0,39 %	-1,79 %	1,06 %
Finansieringsfordel (FF)	-0,30 %	0,03 %	-0,71 %	-1,02 %	-0,45 %	-0,64 %	-0,61 %	-0,60 %
Strategisk fordel (SF)	14,90 %	8,92 %	0,52 %	-0,03 %	-0,01 %	-0,24 %	-2,39 %	0,46 %

Tabellen viser at Farstad har hatt en høy driftsfordel i 2008 og 2009, mens den fra 2010 til 2013 har vært rundt 1 %. I 2014 hadde Farstad en negativ driftsfordel. Det vektete snittet på Farstads driftsfordel er 1,06 %.

Når konkurransen i finansmarkedene er stor, vil netto finansiell gjeldsrente være tilnærmet lik netto finansielt gjeldskrav, dette medfører at finansieringsfordelen vanligvis ligger rundt 0 %.¹²⁹ Vi ser at dette også er tilfellet for Farstad. De har i vektet snitt en finansieringsulempe på -0,6 %.

¹²⁸ Ibid.

¹²⁹ Knivsflå, "BUS424 Strategisk regnskapsanalyse. Forelesning 17"

8.3 Dekomponering av driftsfordel

For å finne ut mer av kildene til Farstad driftsfordel/ulempe dekomponeres driftsfordelen i strategisk driftsfordel (*SDF*) og gearingfordel drift (*GFD*):¹³⁰

$$\begin{aligned}DF &= (ndr - ndk) + (ndr - ndk) \cdot nfgg \\ &= SDF + GFD\end{aligned}$$

Den strategiske driftsfordelen (*SDF*) kan dekomponeres ytterligere inn i en bransjefordel drift (*BFD*) og en ressursfordel drift (*RFD*):

$$\begin{aligned}SDF &= ndr - ndk \\ &= (ndr_B - ndk_B) + (ndr - ndr_B) + (ndk_B - ndk) \\ &= BFD + RFD + 0\end{aligned}$$

Hvor:

$B = \text{Bransje}$

Jeg antar at $ndk_B = ndk$ ettersom driften er tilnærmet lik i Farstad og bransjen forøvrig, og de bør derfor ha tilnærmet like netto driftskrav.¹³¹ Dette leddet blir dermed null i formelen ovenfor. Jeg skal nå gå gjennom hver av de ulike driftsfordelene.

8.3.1 Gearingfordel drift

Gearingfordel drift (*GFD*) får man ved å ”geare” den strategiske driftsfordelen ved å multiplisere den med netto finansiell gjeldsgrad:

$$GFD = (ndr - ndk) \cdot nfgg$$

Tabell 8-3: Gearingfordel drift 2008-2014

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Vektet snitt
Netto driftsrentabilitet (<i>ndr</i>)	14,33 %	10,78 %	6,15 %	5,72 %	4,66 %	4,96 %	4,05 %	5,60 %
Netto driftskrav (<i>ndk</i>)	6,13 %	5,79 %	5,45 %	5,16 %	4,43 %	4,77 %	4,84 %	4,97 %
Netto finansiell gjeldsgrad (<i>nfgg</i>)	0,854	0,785	0,767	0,795	0,876	1,042	1,261	1,009
Gearingfordel drift	7,00 %	3,91 %	0,54 %	0,44 %	0,20 %	0,20 %	-1,00 %	0,43 %

¹³⁰ Knivsflå, ”BUS424 Strategisk regnskapsanalyse. Forelesning 18”

¹³¹ Ibid.

Dersom den strategiske driftsfordelen er positiv, er også gearingfordelen positiv, og motsatt. Farstad hadde en negativ gearingfordel i 2014 og positiv gearingfordel de resterende årene av analyseperioden. Farstad har relativt høy verdi på gearingfordelen i 2008 og 2009. Dette skyldes hovedsakelig den høye avkastningen utover avkastningskrav selskapet hadde disse årene. Selskapets gode marginer var med på å øke avkastningen. Farstads netto finansielle gjeldsgrad har økt jevnt i analyseperioden, dette indikerer at effekten av gearingen har økt. Økt finansiell gjeldsgrad kan være positivt for bedrifter med god lønnsomhet, men kan slå negativt ut dersom man har en nettodriftsrentabilitet lavere enn kravet. For jo høyere gjeldsgrad man har, jo høyere risiko har man for gjeldspåvirkning. Det vektete snittet av Farstad gearingfordel i driften er 0,43 % i analyseperioden.

8.3.2 Bransjefordel drift

Den bransjeorienterte fordelen i driften (*BFD*) finnes ved å ta trekke netto driftskravet til bransjen fra netto driftsrentabiliteten til bransjen:

$$BFD = (ndr_B - ndk_B)$$

Tabell 8-4: Bransjefordel drift 2008-2014

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Vektet snitt
Netto driftsrentabilitet bransje	7,29 %	5,30 %	3,06 %	3,39 %	4,60 %	4,94 %	4,75 %	4,63 %
- Netto driftskrav	6,13 %	5,79 %	5,45 %	5,16 %	4,43 %	4,77 %	4,84 %	4,97 %
Bransjefordel drift (BFD)	1,16 %	-0,50 %	-2,39 %	-1,77 %	0,17 %	0,17 %	-0,09 %	-0,34 %

Farstads bransjefordel i driften har i løpet av de syv siste årene variert mellom å være positiv og negativ. Det vektete snittet på -0,34 % tilsvarer en bransjeulempe.

Variasjonen i bransjefordelen kan forklares med det samme som vi konkluderte med i den strategiske analysen, nemlig at det er en svært konjunkturutsatt bransje Farstad opererer i. De ulike driftssegmentene reagerer på konjunkturoendringer på forskjellig tidspunkt. Som følge av finanskrisen i 2009 falt ratene merkbart, hvor man først i 2010 og 2011 fikk merke konsekvensene av krisen. For året 2010 var bransjeulempen til driften på hele -2,39 %.

8.3.3 Ressursfordel drift

Den ressursbaserte fordelingen i driften (*RFD*) er differansen mellom netto driftsrentabilitet i selskap og bransje:

$$RFD = (ndr - ndr_B)$$

Tabell 8-5: Ressursfordel drift 2008-2014

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Vektet snitt
Netto driftsrentabilitet	14,33 %	10,78 %	6,15 %	5,72 %	4,66 %	4,96 %	4,05 %	5,60 %
- Netto driftsrentabilitet bransje	7,29 %	5,30 %	3,06 %	3,39 %	4,60 %	4,94 %	4,75 %	4,63 %
Ressursfordel drift (RFD)	7,05 %	5,48 %	3,09 %	2,33 %	0,06 %	0,02 %	-0,70 %	0,97 %

Gjennom analyseperioden har Farstads ressursfordel drift hatt en negativ trend. I 2014 var ressursfordelen på -0,70 %, det vil si en ressursulempe. Det vektete snittet av ressursfordelen til driften er på 0,97 %. Som jeg avdekket i den strategiske analysen, er markedssituasjonen en helt annen i 2014 sammenlignet med ”gullårene” 2008 til 2011. De siste tre årene har marginene i bransjen vært presset og konkurransen blant rederiene har økt. En naturlig konsekvens av dette er lavere ressursfordel drift.

Ressursfordelen i driften (*RFD*) kan videre dekomponeres i en marginfordel (*MF*) og en omløpsfordel (*OF*) gjennom en *Du-Pont analyse*:¹³²

$$\begin{aligned} RFD &= ndr - ndr_B \\ &= [(ndm - ndm_B) \cdot onde] + [ndm_B \cdot (onde - onde_B)] \\ &= MF + OF \end{aligned}$$

Hvor:

ndm = Netto driftsmargin

onde = Omløpet til netto driftseiendeler

¹³² Ibid.

Marginfordel

Marginfordelen (MF) forteller oss selskapets evne til å skape driftsresultat per solgte krone i driftsinntekter:

$$MF = (ndm - ndm_B) \cdot onde$$

Tabell 8-6: Marginfordel 2008-2014

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Vektet snitt
Netto driftsmargin Farstad	35,3 %	31,6 %	21,0 %	19,2 %	16,0 %	17,3 %	14,2 %	18,3 %
Netto driftsmargin bransje	23,9 %	18,2 %	12,2 %	13,4 %	17,1 %	16,7 %	16,3 %	16,3 %
Omløp til netto driftseiendeler Farstad	0,41	0,34	0,29	0,30	0,29	0,29	0,29	0,30
Marginfordel	4,6 %	4,6 %	2,6 %	1,7 %	-0,3 %	0,2 %	-0,6 %	0,7 %

Tabellen illustrerer at Farstad har hatt en marginfordel frem til 2011, denne har det siste året blitt snudd til en ulempe. Det vektete snittet av marginfordelen er 0,7 %, og vi kan konkludere med at Farstad gjennom perioden har hatt en svak marginfordel sammenlignet med bransjen.

Omløpsfordel

Omløpsfordelen (OM) forteller oss selskapets evne til å skape driftsinntekt per krone investert i driften og er et mål på effektivitet:¹³³

$$OM = (onde - onde_B) \cdot ndm_B$$

Tabell 8-7: Omløpsfordel 2008-2014

Omløpsfordel	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Vektet snitt
Omløp til netto driftseiendeler Farstad	0,41	0,34	0,29	0,30	0,29	0,29	0,29	0,30
Omløp til netto driftseiendeler bransje	0,31	0,29	0,25	0,25	0,27	0,30	0,29	0,28
Netto driftsmargin bransje	23,9 %	18,2 %	12,2 %	13,4 %	17,1 %	16,7 %	16,3 %	16,3 %
Omløpsfordel	2,4 %	0,9 %	0,5 %	0,6 %	0,4 %	-0,1 %	-0,1 %	0,3 %

Vi ser at Farstad fra 2008 til 2012 har hatt en omløpsfordel sammenlignet med bransjen. Siden 2010 har bransjen vært på vei oppover i effektiv kapitalbruk, mens Farstad har ligget stabilt, dette har ført til en marginal omløpsulempe de siste årene. Omløpsfordelen fra 2008 til 2012 stemmer overens med resultatene fra min

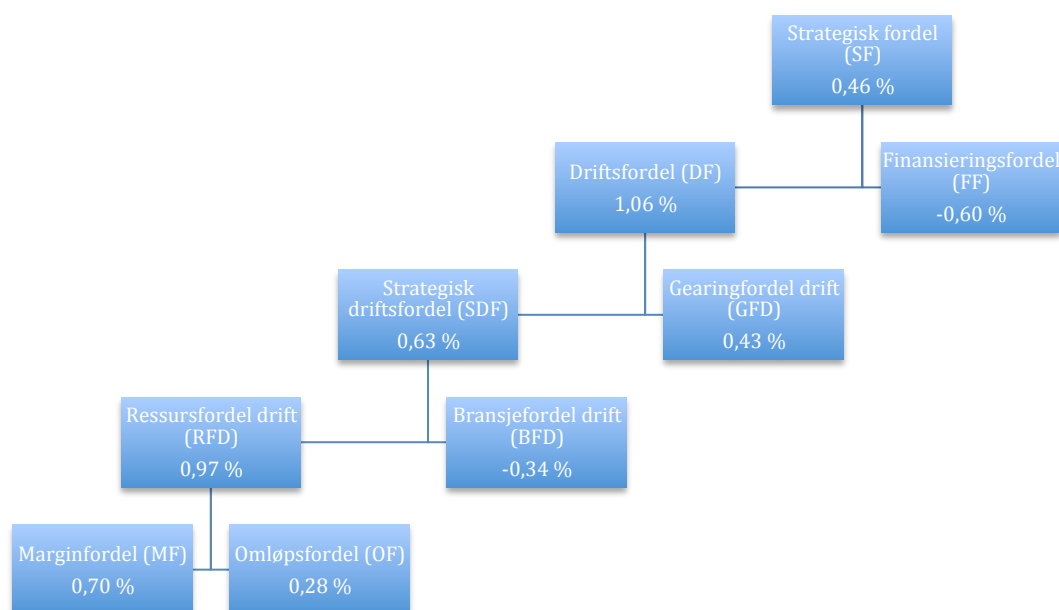
¹³³ Penman, *Financial Statement Analysis and Security Valuation*, 373

strategiske analyse. Farstad har i denne perioden hatt en høyere kontraktsdekning enn bransjen for øvrig og samtidig fulgt den teknologiske utviklingen.

8.4 Oppsummering lønnsomhetsanalyse

Dekomponeringen av den strategiske fordel viser at det er driftsfordelen som gjør det største utslaget. Etter ytterligere en dekomponering, nå av driftsfordelen, er det tydelig at ressursfordelen til driften er hovedkilden til den strategiske driftsfordelen. Marginfordelen viser at Farstad har en fordel sammenlignet med bransjen. Omløpsfordelen til selskapet indikerer at de er på bransjenivå. Farstad har i vektet snitt en positiv gearingfordel, dette impliserer at Farstad har en fordel ved å geare driften med gjeld.

Til tross for økt satsning på miljøteknologi har Farstad klart å opprettholde en vektet strategisk fordel på 0,46 %. Det er verdt å nevne at den strategiske fordel har svekket seg markant det siste året. Selskapets konserndirektør Karl-Johan Bakken mener at investeringer i miljøteknologi vil gjøre Farstad mer attraktive ovenfor sine kunder i form av lavere kostnader. Videre hevder han at dette er en investering for fremtiden.¹³⁴ Nedenfor vises det vektete snittet av dekomponeringen av den strategiske fordel.



Figur 8-2: Dekomponert strategisk fordel

¹³⁴ Farstad Shipping ASA. «Dobbel dåp i Bergen.»

9. Fremtidskrav

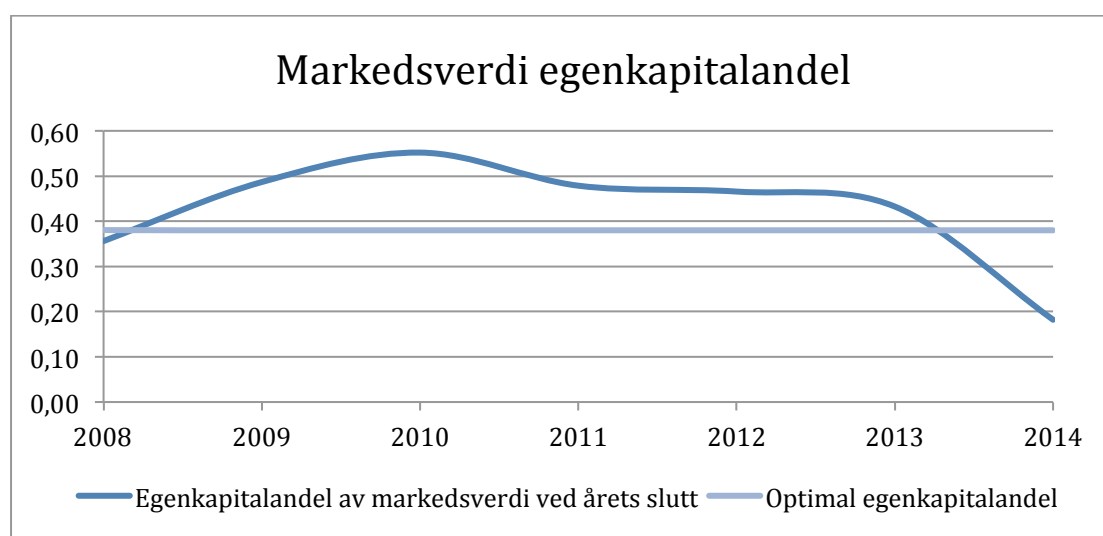
Målet med dette kapitlet er å finne et estimat på fremtidskravene til Farstad. Disse estimatene trengs for å kunne estimere nåverdien av de fremtidige kontantstrømmene. Teorien rundt dette samsvarer med teorien i kapittel 7 når de historiske avkastningskravene for perioden 2008 til 2014 ble estimert. Utgangspunktet for fremtidskravene er beregningene gjort i kapittel 7, men jeg velger å foreta justeringer for å gjøre kravene fremtidsrettet.

Fremtidskravet til netto driftskapital finnes ved hjelp av WACC (Weighted Average Cost Of Capital):¹³⁵

$$WACC = \frac{EK}{EK + NFG} \cdot ekk + \frac{NFG}{EK + NFG} \cdot knfg$$

9.1 Kapitalstruktur

For å finne markedsverdiene til egenkapital og gjeld ser vi på de langsiktige forventningene om optimal kapitalstruktur. Jeg velger å legge til grunn markedsverdien av egenkapital per 31.12 hvert år, samtidig som jeg forutsetter at den bokførte verdien på gjelden er et godt estimat på markedsverdi. Et vektet snitt gir en egenkapitalandel på 0,38 og en gjeldsandel på 0,62 og ansees som optimal kapitalstruktur for Farstad.



Figur 9-1: Markedsverdi og optimal egenkapitalandel

¹³⁵ Ross et al., Core Principles and Applications of Corporate Finance, 414

9.2 Risikofri rente

I kapittel 7 ble det beregnet et vektet snitt av de siste syv år på 2,84 % for 10-årig norsk statsobligasjon. Per 02.06.2015 omsettes 10-årig norsk statsobligasjon til en rente på 1,60 %.

Lange statsobligasjoner omsettes i dag på et historisk lavt nivå og jeg mener det vil gi et feil bilde å legge til grunn en risikofri rente på 1,60 % på lang sikt. Siden starten av februar har lange renter i flere utviklede økonomier steget noe, mens de har fortsatt å falle eller er om lag uendret, for de fleste økonomiene i euroområdet.¹³⁶ Til tross for dette mener Norges Bank at vi nå har opplevd et permanent skifte ned i lange renter, men signaliserer samtidig at lange renter skal opp på lengre sikt. I følge pengepolitisk rapport fra første kvartal 2015 forventes en moderat stigning i de langsiktige rentene og styringsrenten fra og med 2016.¹³⁷

Jeg mener at man heller ikke kan legge til grunn historiske tall, som for eksempel gjennomsnittlig realrente, som mål på risikofri rente. Nylig økte 10-årig tysk statsobligasjon med åtte basispunkter, så kostnaden forbundet med lån har økt betraktelig. Jeg velger å legge til grunn en høyere risikofri rente enn 10-årig norsk statsobligasjon for å ta høyde for at vi kan være langt unna et normalrentenivå. Jeg foretar en skjønsmessig justering på 1,5 % slik at risikofri rente i budsjettperioden settes til 3,10 % før skatt.

9.3 Markedets risikopremie og andre premier

Markedets risikopremie settes til 5 % på bakgrunn av PwC og Norske Finansanalytikerers Forenings årlige rapport. På bakgrunn av selskapsstruktur velger jeg å ikke ilegge andre eventuelle premier. Ref. kapittel 7.

¹³⁶ Norges Bank. «1/15 Mars: Pengepolitisk rapport med vurdering av finansiell stabilitet.», 8

¹³⁷ Ibid., 19

9.4 Fremtidig avkastningskrav til egenkapital

Fremtidskravet til egenkapitalen beregnes ved hjelp av kapitalverdimodellen. Egenkapitalbetaen på 0,753 legges til grunn for videre beregninger. Denne er representativ, ettersom man antar at kapitalstrukturen vil holde seg på et normalnivå. Kapitalverdimodellen gir dermed følgende estimat på avkastningskravet til egenkapitalen:

$$\begin{aligned} ekk &= R_F \text{ etter skatt} + \beta_{EK} \cdot mrp \\ &= 2,263 \% + 0,753 \cdot 5 \% \\ &= 6,03 \% \end{aligned}$$

9.5 Fremtidig avkastningskrav til netto finansiell gjeld

I kapittel 7 beregnet vi et vektet snitt av netto finansiell gjeldsbeta til 0,411. Med tanke på at Farstads gjeld i hovedsak løper under flytende rente vil et historisk snitt være en god indikator på fremtidig avkastningskrav til netto finansiell gjeld. Ved bruk av kapitalverdimodellen blir avkastningskravet til netto finansiell gjeld (*knfg*) som følger:

$$\begin{aligned} knfg &= R_F \text{ etter skatt} + \beta_{NFG} \cdot mrp \\ &= 2,263 \% + 0,411 \cdot 5 \% \\ &= 4,32 \% \end{aligned}$$

9.6 Fremtidig avkastningskrav til netto driftskapital

Når jeg nå har lagt til grunn optimal kapitalstruktur og beregnet fremtidig egenkapitalkrav og fremtidig krav til netto finansiell gjeld, kan fremtidig avkastningskrav regnes ut ved hjelp av WACC:

$$\begin{aligned} WACC &= \frac{EK}{EK + NFG} \cdot ekk + \frac{NFG}{EK + NFG} \cdot knfg \\ &= 0,38 \cdot 6,03 \% + 0,62 \cdot 4,32 \% \\ &= 4,97\% \end{aligned}$$

10. Fremtidsbudsjettering

Det skal nå utarbeides et fremtidsregnskap for Farstad. Dette er nødvendig for å kunne verdsette selskapet. For å kunne prognostisere et fremtidsregnskap legger man til grunn de historiske analysene. Disse analysene danner grunnlaget for de fremtidige kontantstrømmene.

Budsjetteringshorisont

Budsjetteringshorisonten er den perioden vi budsjetterer regnskapet før vi antar at selskapet går over til konstant vekst. Valg av budsjettthorisont avhenger hovedsakelig av to ulike forhold. Tid til ”steady state” og kvaliteten på regnskapsføringen. Den eksplisitte verdsettelsesperioden settes til åtte år. Ved hjelp av *Gordons formel* beregner vi selskapets terminalverdi (TV_t):¹³⁸

$$TV_t = \frac{FCF_t + 1}{WACC - v}$$

Hvor:

$FCF_t =$ Fri kontantstrøm år t

$v =$ Vekst

Vekstfaktorer

På kort sikt vil veksten avhenge av bransjens vekst og selskapets interne ressurser. Ved økt etterspørsel i bransjen kan Farstad vokse uten å måtte ta markedsandeler fra sine konkurrenter. På lengre sikt vil veksten avhenge av makroøkonomiske drivere som for eksempel oljepris, sparing sammenlignet med konsum, teknologisk utvikling og folkevekst.

For å estimere en realvekst i verdensøkonomien velger jeg å benytte et gjennomsnitt av forventningene til IMF (*International Monetary Fund*) for perioden 2008 til 2020. Jeg ender da opp med en forventet realvekst på 3,51 %.¹³⁹ Ved å legge til grunn

¹³⁸ Kaldestad og Møller, *Verdivurdering*, 30

¹³⁹ IMF. «Data and Statistics.»

Norges Banks inflasjonsmål på 2,5 % gir dette en langsiktig konvergeringsgrense på 6,51 %.¹⁴⁰

Budsjett drivere

Budsjettdriverne er med på å forklare veksten til selskapet. Jeg velger å estimere vekst i driftsinntekter, driftskostnader og avskrivninger innenfor hvert av Farstads ulike markedssegmenter; AHTS, PSV og Subsea. Jeg velger å estimere driftskostnader og avskrivninger i forhold til driftsinntekter, ettersom dette er budsjett drivere det er vanskelig å gi et detaljert tall på. Jeg vil også estimere vekst i omløpet til netto driftseiendeler.

Prognose

Farstad opererer innenfor ulike driftssegmenter. Dette innebærer at selskapet vil påvirkes av konjunktorendringer på ulike måter. Aktivitetsnivået i den maritime sektoren påvirkes i hovedsak av etterspørselen etter olje og gass og påvirkes direkte gjennom oljepris. En høy oljepris fører til økte investeringer fra oljeselskapene. Dette vil igjen øke etterspørselen i markedet og ha direkte effekt gjennom høyere rater og økt kontrahering av skip.

Markedsutsiktene har i løpet av det siste året blitt snudd opp ned. Kraftig oljeprisnedgang og kutt i investeringer fra oljeselskapene er dagens realitet. Negative signaler preger markedet, og man er vitne til store svingninger i både oljepris og valutakurser. I tillegg er utvinning av mange nye oljefelt satt på vent ettersom det per i dag ikke er lønnsomt å utarbeide disse. Eksempelvis er oljefeltene Alta og Johan Castberg begge avhengig av en solid økning i oljepris før det igangsettes utbygging.

I følge RS Platous månedsrapport for april er dagratene til både PSV og AHTS på et historisk lavt nivå.¹⁴¹ Fallet i dagrater for PSV skyldes kombinasjonen av et tilbudsoverskudd av skip og av at oljeselskapene gir færre oppdrag. Markedsoppfatningen er at tilbudet er større enn etterspørselen og at dette vil være et vedvarende problem frem i tid. Olje- og energidepartementet hevder at petroleumsnæringen vil være Norges

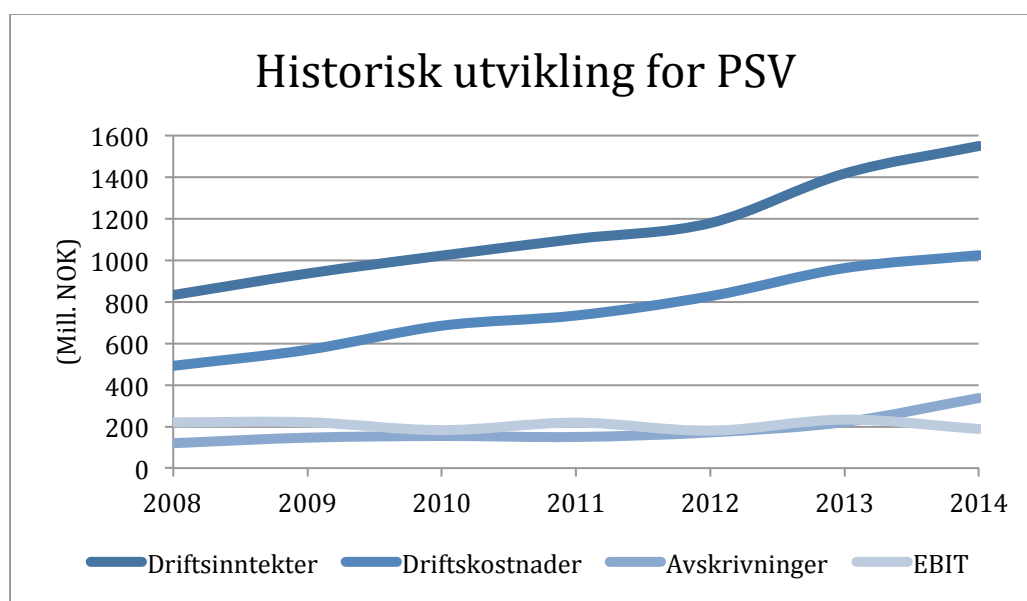
¹⁴⁰ Norges Bank, «Pengepolitikken i Norge.»

¹⁴¹ RS Platou, *Global Support Vessels - Monthly april 2015*, 3

største næring målt i verdiskapning, eksport, investeringer og inntekter til staten i overskuelig fremtid.¹⁴² Det nye store oljefeltet Johan Sverdrup har i følge Rystad Energy en ”break-even” pris helt nede i 30-35 USD per fat.¹⁴³ En innhenting i oljepris og utbygging av Johan Sverdrup vil føre til økt aktivitet i bransjen.

Jeg legger til grunn en lavkonjunktursituasjon frem mot år 2017 i mine prognoser. Fra 2017 vil en økt oljepris og økte petroleumsinvesteringer føre til økt etterspørsel etter Farstads ulike fartøy. Jeg antar at oppgangen vil konvergere mot inflasjonsmålet til Norges Bank på 2,5 % i løpet av den eksplisitte verdsettelsesperioden.

10.1 Prognose for PSV



Figur 10-1: Historisk utvikling for Farstad innen PSV 2008-2014

Driftsinntekter

Figur 10-1 viser en jevn vekst i driftsinntekter for Farstad innen PSV de siste årene. Farstad har i løpet av analyseperioden økt driftsinntektene fra 833 MNOK til 1550 MNOK. Denne økningen skyldes i hovedsak økt satsning på PSV fra Farstad. Dagens markedssituasjonen tilsier at det må forventes et økende antall offshore serviceskip i

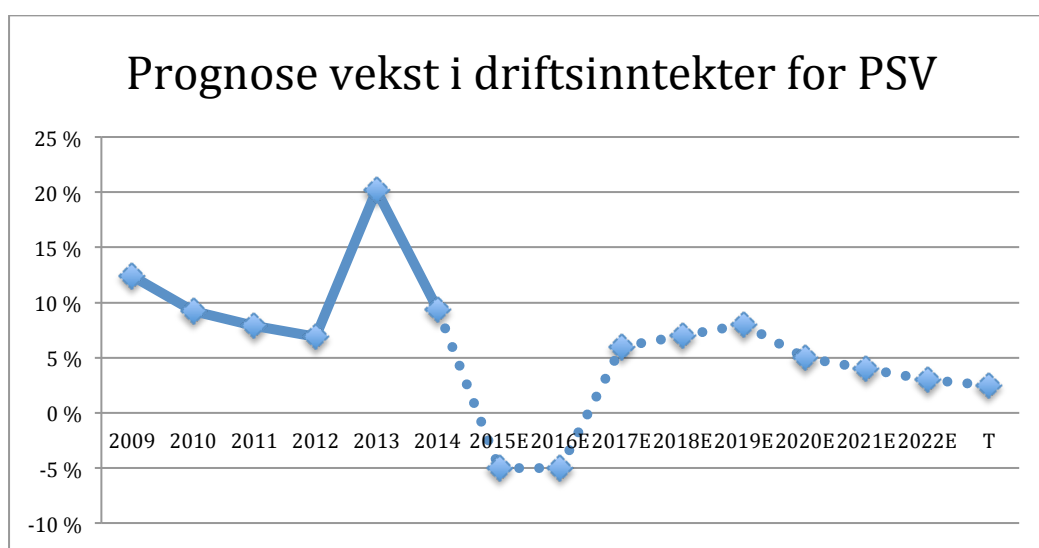
¹⁴² Olje- og energidepartementet, «Fortsatt høy verdiskapning i petroleumssektoren.»

¹⁴³ Løvås, Langved, Ånestad, «Johan Sverdrup: Superfeltet tåler at prisen halveres.»

opplag fremover. Farstad har per 12.05.2015 to PSV i opplag.¹⁴⁴ Selskapets EBIT-margin viser en negativ utvikling de siste to årene og gjenspeiler markedssituasjonen. Sammenlignet med bransjen har Farstad klart å opprettholde veksten i dette segmentet og har på den måten klart å erobre nye markedsandeler. Selskapet og markedet forventer en nedgang i etterspørselen etter PSV og en lavkonjunktursituasjon godt inn i år 2016. På lengre sikt vil en innhenting i oljepris og utbygging av nye oljefelt, som blant annet Johan Sverdrup, bidra til økt etterspørsel både på norsk og internasjonal sokkel.

Farstadflåten har en kontraktsdekning på PSV som per 08.05.2015 tilsvarer 68 %, mens kontraktsdekning for 2016 kun er på 36 % eksklusiv befrakters opsjoner.¹⁴⁵ Sett i forhold til de andre markedsegmentene som Farstad opererer innenfor, har PSV en mer kortsiktig kontraktsdekning.

Jeg legger til grunn en negativ vekst i driftsinntektene for PSV i 2015 og 2016 på 5 %. Ved innhenting i oljepris og økt etterspørsel i bransjen grunnet økende oljeinvesteringer anser jeg en økning i driftsinntekter på 6 % for år 2017 som et rimelig estimat. Veksten vil øke gradvis frem mot år 2019, mens den fra år 2019 vil konvergere mot inflasjonsmålet til Norges Bank på 2,5 %.



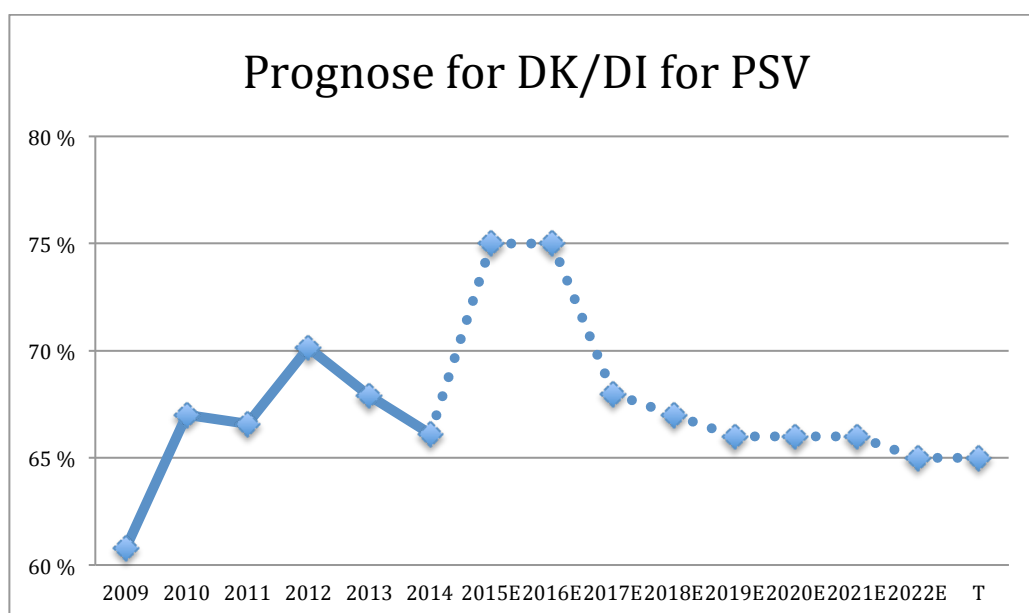
Figur 10-2: Prognose for Farstads vekst i driftsinntekter for PSV

¹⁴⁴ Farstad Shipping ASA, *Kvartalsrapport 1-2015*, 8

¹⁴⁵ *Ibid.*, 19

Driftskostnader

Farstad har hatt en økning i forholdet mellom driftskostnader over driftsinntekter fra 2009 til 2012. Tallet har variert fra 59 % til 70 %. Gjennomsnittet for analyseperioden er på 65 % og er et tall som reflekterer kostnadsnivået på en god måte. I følge Farstads årsrapport for 2014 utgjorde mannskapskostnadene 71 % av de totale driftskostnadene i 2014.¹⁴⁶ Dersom det legges til grunn en aldrende flåte i løpet av budsjettperioden, vil dette føre til økte kostnader for vedlikehold. Jeg legger til grunn en total driftskostnad på 75 % av driftsinntektene for årene 2015 og 2016 grunnet høye kostnader i forhold til inntekter i forbindelse med sviktende driftsinntekter, oppsigelser av mannskap, terminering av kontrakter og skip i opplag. Fra og med 2017 vil driftskostnadene stabilisere seg rundt 65 %.

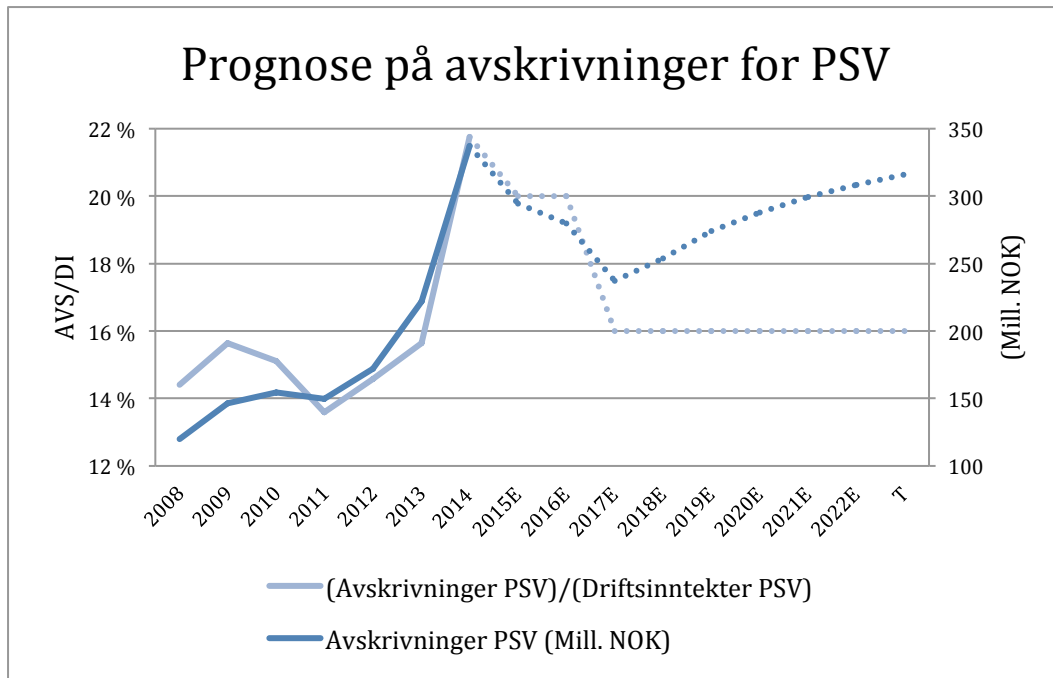


Figur 10-3: Prognose for Farstads DK/DI-forhold for PSV

Avskrivninger

Avskrivninger knyttet til PSV utgjør i gjennomsnitt 16 % i analyseperioden. Dette er omtrent som bransjens gjennomsnittlige avskrivninger. Avskrivningene for 2014 utgjorde 22 % av driftsinntektene. Jeg forventer, som følge av økte driftsinntekter i budsjettperioden, økte avskrivninger og legger til grunn gjennomsnittet fra analyseperioden for fremtidig budsjettering med unntak av årene 2015 og 2016 hvor avskrivningene settes til 20 %.

¹⁴⁶ Farstad Shipping ASA, *Årsrapport 2014*, 10



Figur 10-4: Prognose for Farstadsavskrivninger for PSV

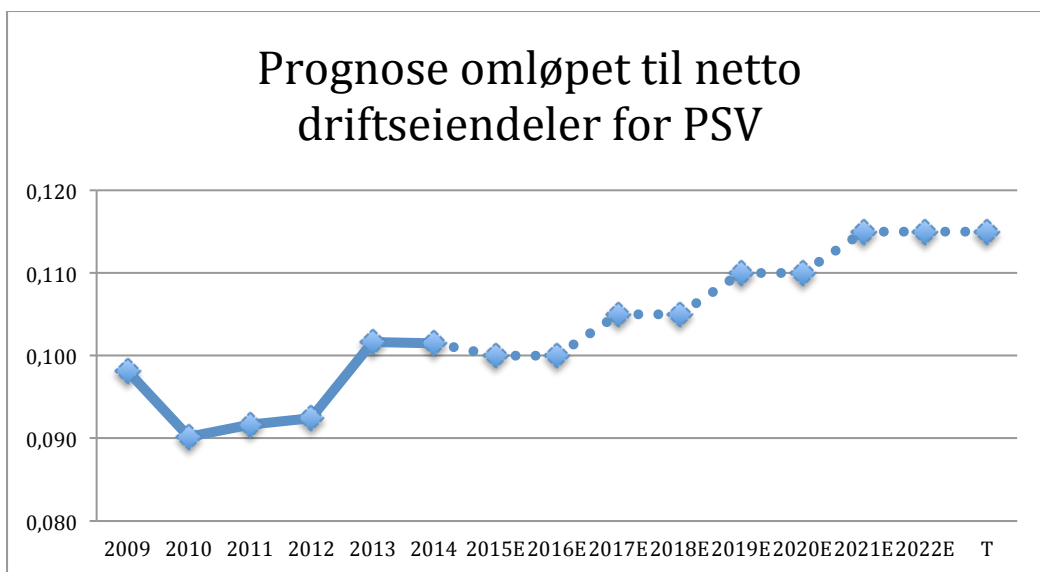
Omløpet til netto driftseiendeler

Omløpet til netto driftseiendeler for PSV finnes ved å ta PSV sine driftsinntekter delt på gjennomsnittlig netto driftseiendeler. De historiske verdiene er som følger.

Tabell 10-1: Farstads omløp til netto driftseiendeler for PSV 2008-2014

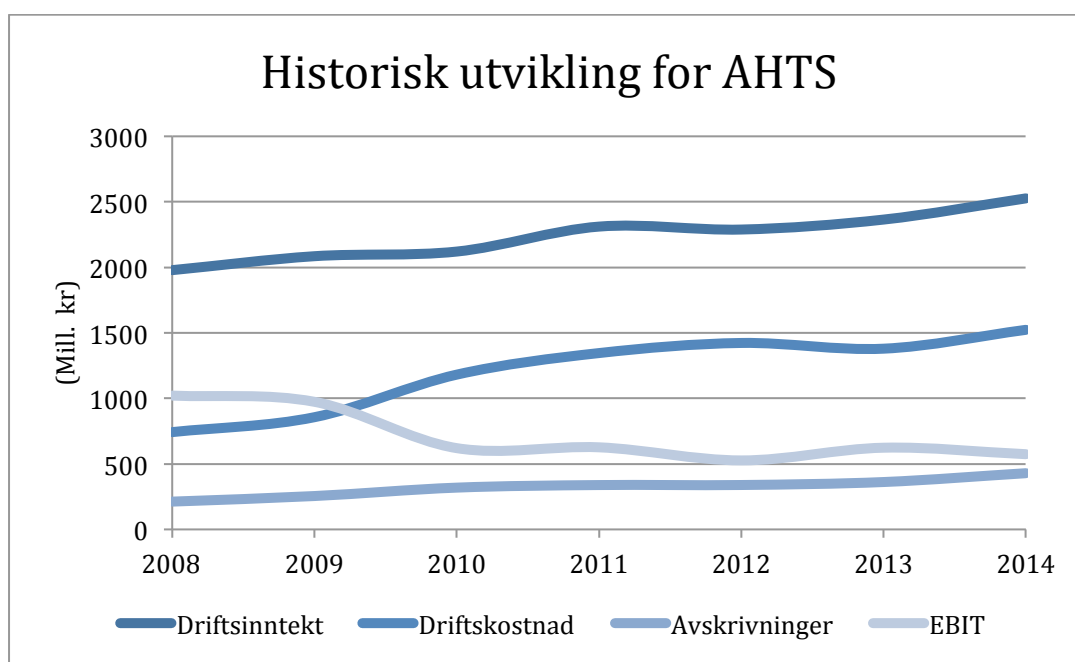
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Gjennomsnitt
Omløp fra PSV	0,114	0,098	0,090	0,092	0,092	0,102	0,102	0,099

Farstad har et omløp til netto driftseiendeler som i analyseperioden er på rundt 0,1. Etter hvert som Farstadflåten blir eldre er det forventet at omløpet til netto driftseiendeler vil stige. Farstad ønsker å opprettholde en ung og moderne flåte og i så måte vil omløp til netto driftseiendeler holdes stabilt. På grunn av dagens konjunktursituasjon anser jeg det som lite sannsynlig med nye PSV-bestillinger for Farstad. Jeg legger til grunn et omløp på 0,10 som stiger svakt i løpet av budsjettperioden.



Figur 10-5: Prognose for Farstads omløp til netto driftseiendeler for PSV

10.2 Prognose for AHTS



Figur 10-6: Historisk utvikling for Farstad innen AHTS 2008-2014

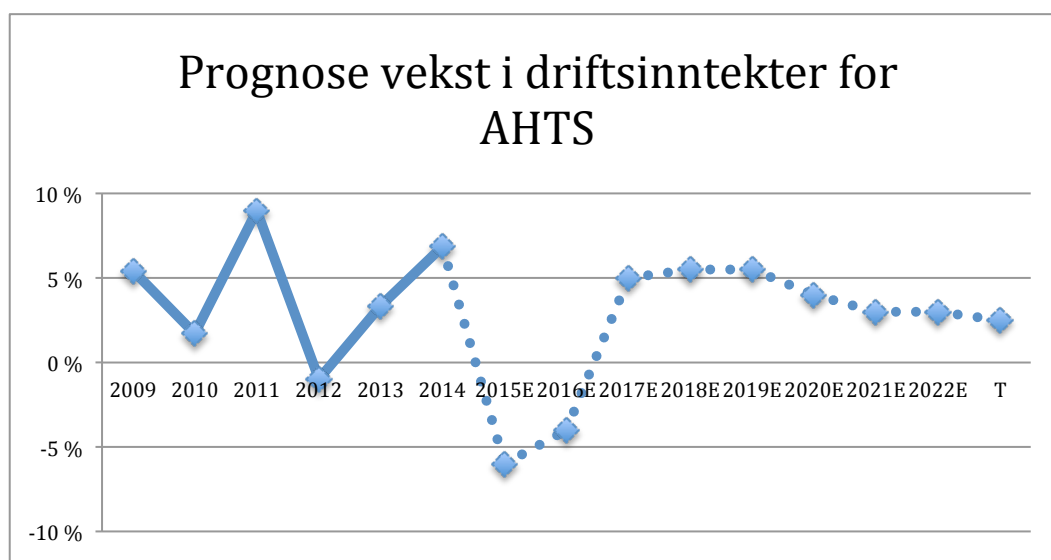
Driftsinntekter

Driftsinntektene for AHTS har i løpet av analyseperioden økt med rundt 25 %, samtidig har driftskostnadene økt med 50 %. Etterspørselen etter AHTS er krevende både på norsk og internasjonal sokkel. Farstad har per 08.05.2015 en AHTS i opplag, og selskapet signaliserer at de for tiden har et sterkt fokus på andre effektiviserings-

og kostnadsbesparende tiltak.¹⁴⁷ I løpet av analyseperioden har EBIT-marginen blitt redusert kraftig. Selskapet har ikke klart å opprettholde de gode marginene i dette segmentet.

Farstads AHTS-flåte har en kontraktsdekning for 2015 på rundt 61 %, mens den for 2016 utgjør 55 % eksklusiv befrakters opsjon.¹⁴⁸ På grunn av lavere aktivitet på de ulike oljefeltene og stopp i produksjonen vil dette føre til økt bruk av AHTS-fartøy innværende år, ettersom man må flytte rigger og andre installasjoner. Dagraterne til AHTS i Nordsjøen økte fra februar til mars med 64 % for mellomstore AHTS-fartøy.¹⁴⁹ Det er verdt å merke seg at dagratene fortsatt er historisk lave og Farstad er avhengig av allerede inngåtte avtaler for å opprettholde driftsinntektene, i tillegg har selskapets AHTS-flåte en lav kontraktsdekning.

Jeg legger til grunn en negativ vekst i løpet av 2015 på 6 % og for år 2016 på 4 %. I løpet av år 2017 legger jeg til grunn et oppsving i dagrater, og en innhenting i oljepris kan hjelpe til med å sikre Farstad nye kontrakter for AHTS. Dette vil igjen føre til økte driftsinntektene, og jeg estimerer med en vekst på 5 % i 2017. Veksten vil øke frem mot 2019, da den igjen vil avta og konvergere mot inflasjonsmålet på 2,5 %.



Figur 10-7: Prognose for Farstads vekst i driftsinntekter for AHTS

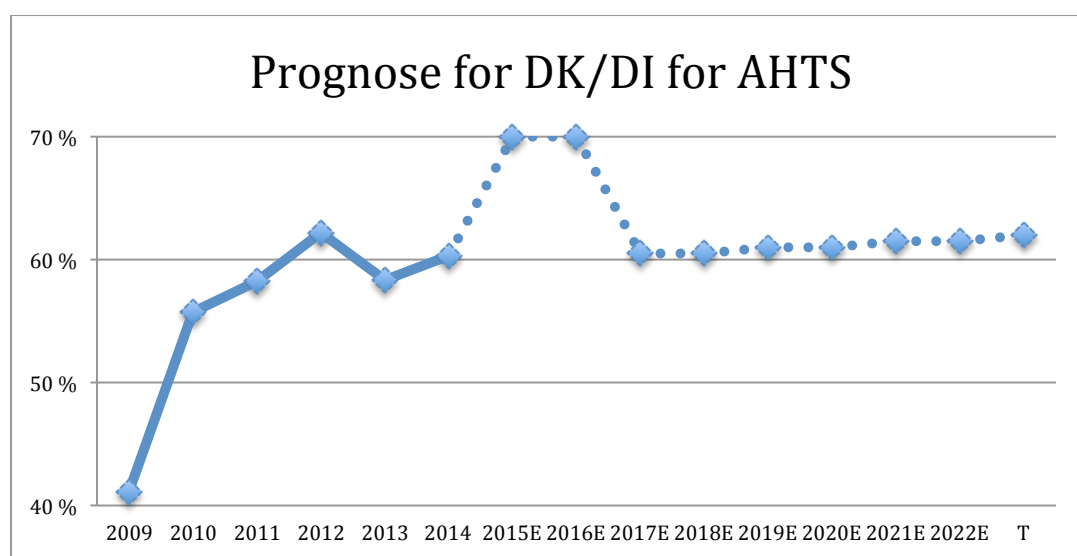
¹⁴⁷ Ibid., 8

¹⁴⁸ Ibid., 17

¹⁴⁹ RS Platou, *Global Support Vessels - Monthly april 2015*, 3

Driftskostnader

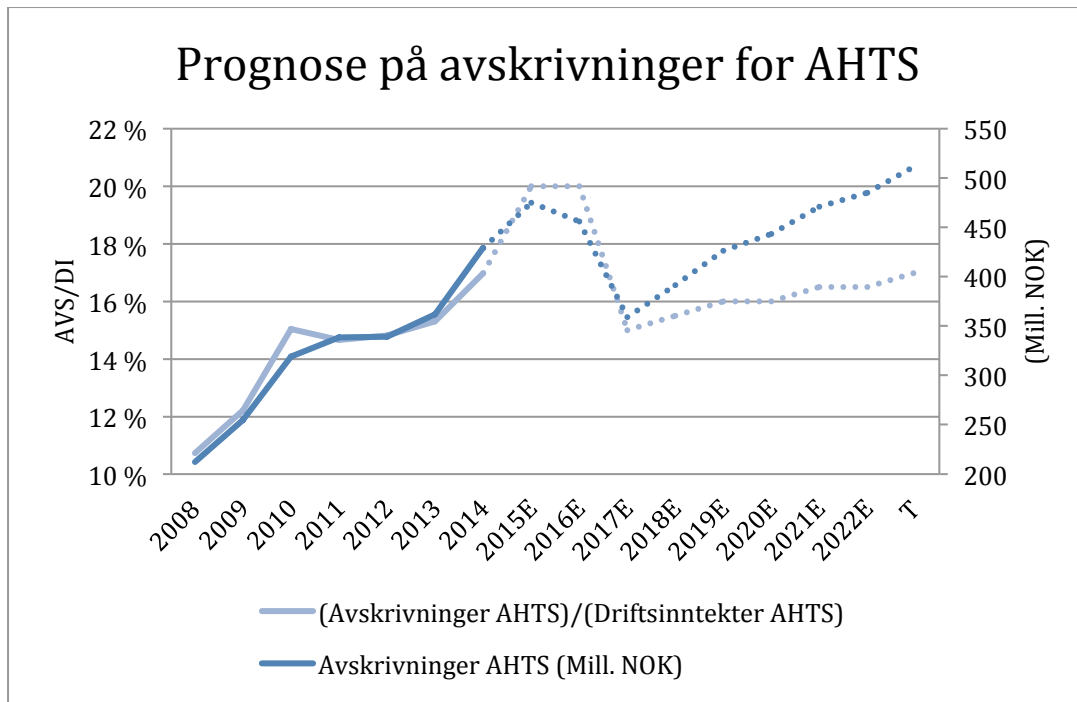
Driftskostnadene i prosent av driftsinntektene for AHTS har i løpet av analyseperioden økt fra 38 % til 60 %. Økningen skyldes i hovedsak lavere marginer og en tøffere konkurranse i AHTS-markedet. Jeg ser ingen utsikter til at de totale driftskostnadene skal kunne reduseres nevneverdig fremover og legger til grunn at driftskostnadene vil utgjøre 60 % av driftsinntektene for AHTS med en svak økning grunnet aldrende flåte. Dette med unntak av lavkonjunkturårene 2015 og 2016 hvor driftskostnadene vil utgjøre 70 % av driftsinntektene.



Figur 10-8: Prognose for Farstads DK/DI-forhold for PSV

Avskrivninger

Avskrivningene knyttet til Farstads AHTS-flåte utgjorde i løpet av analyseperioden 15 % av driftsinntekter. Jeg legger til grunn avskrivninger på 20 % av driftsinntekter for årene 2015 og 2016 grunnet skip i opplag. Skipene må avskrives uavhengig om de er kontrahert eller ikke. For årene 2017 til 2022 vil avskrivningene i prosent av driftsinntektene vende tilbake til 15 til 17 % av driftsinntektene.



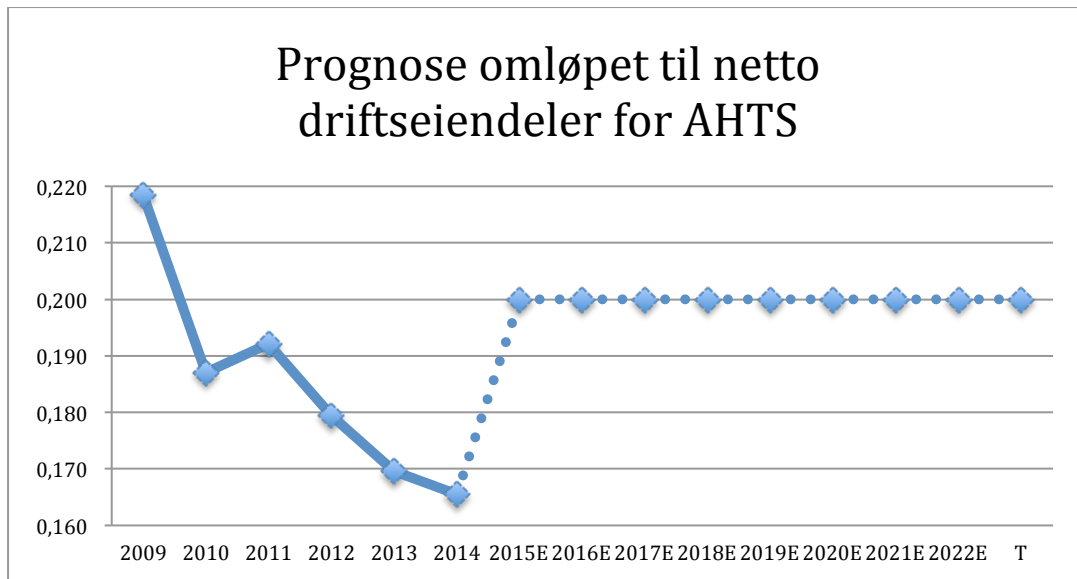
Figur 10-9: Prognose for Farstads avskrivninger for AHTS

Omløpet til netto driftseiendeler

Tabell 10-2: Farstads omløp til netto driftseiendeler for AHTS 2008-2014

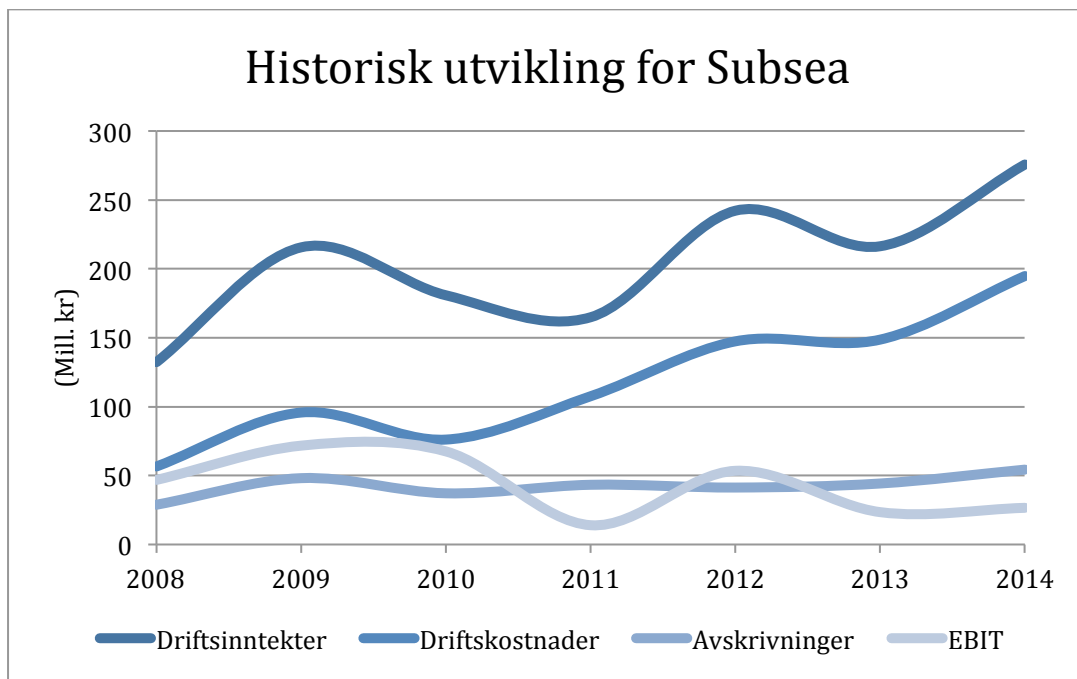
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Gjennomsnitt
Omløp fra AHTS	0,271	0,219	0,187	0,192	0,179	0,170	0,165	0,198

Farstad hadde et gjennomsnittlig omløp til netto driftseiendeler i analyseperioden på 0,20 for AHTS. Farstad ønsker å satse på ny teknologi og en moderne flåte, men eventuelle nyinvesteringer vil være svært kapitalintensive. Jeg antar at selskapet vil sette eventuelle planer om nybygg på vent til markedet har tatt seg opp igjen og legger til grunn et omløp til netto driftseiendeler på 0,20 gjennom hele budsjettperioden.



Figur 10-10: Prognose for Farstads omløp til netto driftseiendeler for AHTS

10.3 Prognose for Subsea



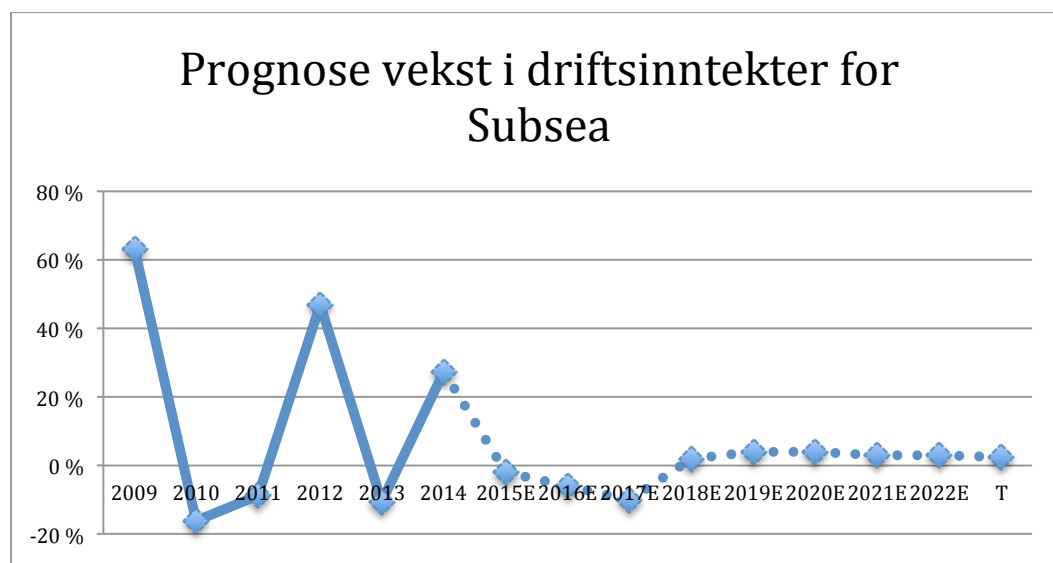
Figur 10-11: Historisk utvikling for Farstad innen Subsea 2008-2014

Driftsinntekter

Driftsinntektene for Subsea har i løpet av analyseperioden økt fra 132,2 MNOK til 275,7 MNOK. Økningen skyldes i hovedsak økt satsning på Subsea-spesialiserte fartøy. Farstad ønsker å bli en ledende aktør innen dette segmentet. Subsea er et

segment som responderer langsomt på endringer i markedsforhold. I følge DNB Markets forventes en nedgang i antall nye Subsea-brønner de neste tre årene.¹⁵⁰ Dette gir forventninger om et tøft marked fremover.

Subsea-flåten, bestående av totalt 5 skip, har en kontraktsdekning for 2015 på 100 % per 08.05.2015. For 2016 er kontraktsdekningen på 66 % inklusiv nybygget Far Sentinel som leveres i løpet av året.¹⁵¹ Far Sentinel er fortsatt ikke sikret arbeid, og gitt det svake Subsea-markedet vil det være utfordrende å sikre skipet en langsiktig kontrakt. Ettersom nybygget ikke har noen langsiktig kontrakt per i dag legger jeg til grunn en negativ vekst i driftsinntektene på 2 % for år 2015 og 6 % for 2016. Året 2017 vil være preget av en sterk nedgang grunnet den sen-sykliske effekten i Subsea-markedet før det igjen tar seg opp med en vekst tilnærmet lik Norges Banks inflasjonsmål på 2,5 %.



Figur 10-12: Prognose for Farstads vekst i driftsinntekter for Subsea

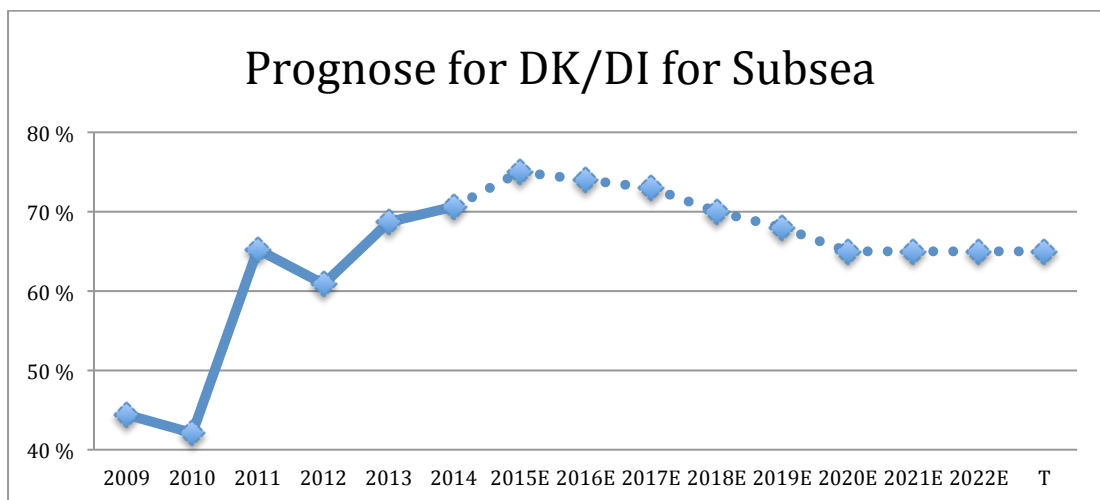
Driftskostnader

Driftskostnadene knyttet til Subsea har økt kraftig i analyseperioden. I 2008 utgjorde driftskostnadene 43 % av driftsinntektene, mens tallet for år 2014 er på hele 71 %. Tallene skyldes i hovedsak investeringer i nybygg. Ettersom Subsea er et satsningsområde, vil driftskostnader knyttet til lønn og utstyr øke. Derfor legger jeg til grunn

¹⁵⁰ DNB Markets, *Offshore Supply – Uncertain times ahead*.

¹⁵¹ Farstad Shipping ASA, *Kvartalsrapport 1-2015*, 19

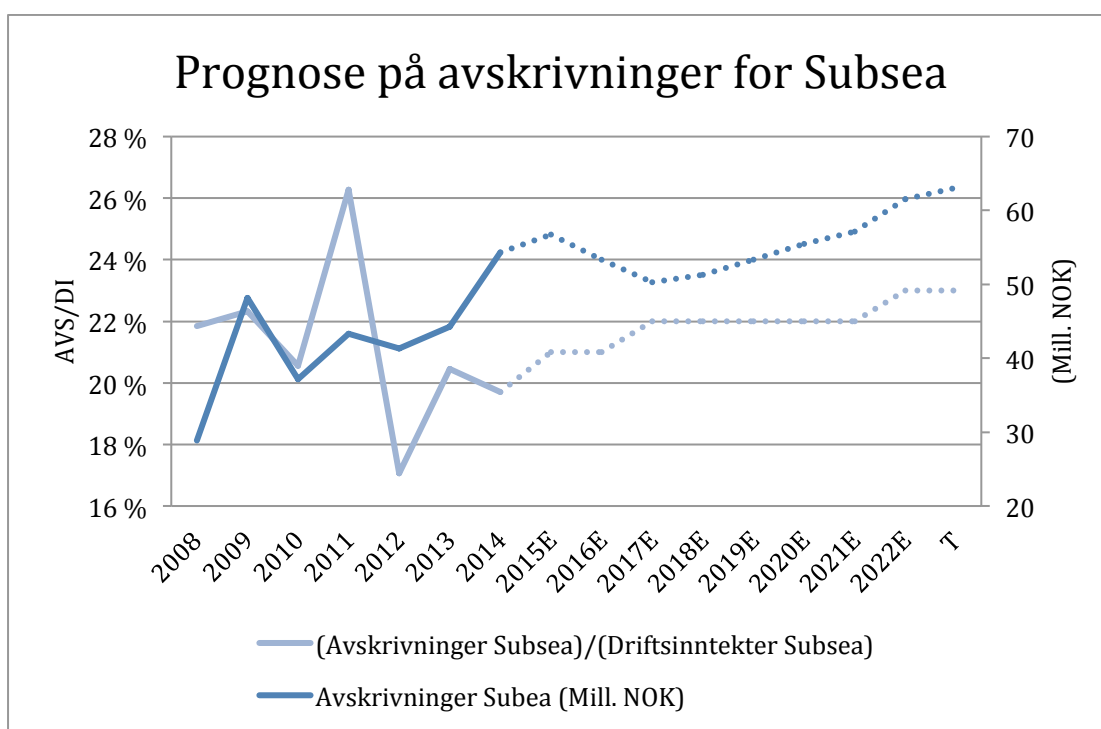
en driftskostnad i prosent av driftsinntekter på 75 % for år 2015, hvorefter kostnadene i prosent av driftsinntektene vil avta for hele budsjettperioden.



Figur 10-13: Prognose for Farstads DK/DI-forhold for Subsea

Avskrivninger

Avskrivningene knyttet til Subsea har i analyseperioden økt fra 28,9 MNOK til 54,3 MNOK. I prosent av driftsinntektene utgjorde avskrivningene 21 % i gjennomsnitt. Jeg legger til grunn en vekst i avskrivningene som følger driftsinntektene og legger til grunn 21 % med gradvis vekst.



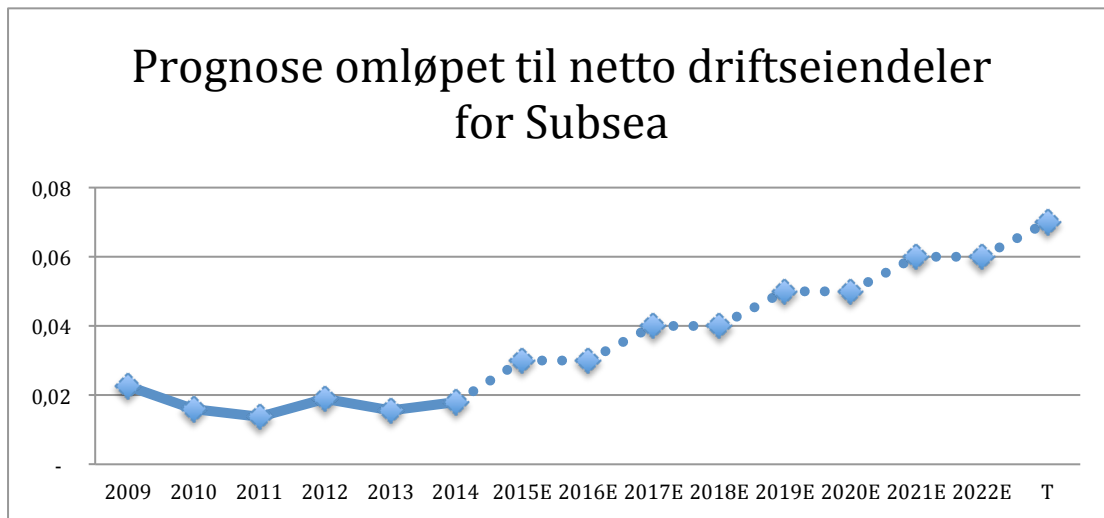
Figur 10-14: Prognose for Farstads avskrivninger for Subsea

Omløpet til netto driftseiendeler

Tabell 10-3: Farstads omløp til netto driftseiendeler for Subsea 2008-2014

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Gjennomsnitt
Omløp fra Subsea	0,018	0,023	0,016	0,014	0,019	0,016	0,018	0,018

Omløpet til netto driftseiendeler har vært stabilt lavt gjennom analyseperioden for Farstads Subsea-flåte. I løpet av perioden er omløpet på rundt 0,02. Jeg budsjetterer med en vekst i omløp til netto driftseiendeler over hele budsjettperioden og antar at Farstad vil gjøre effektiv inntjening innen Subsea på sikt.



Figur 10-15: Prognose for Farstads omløp til netto driftseiendeler for Subsea

10.4 Prognose for annen inntekt

Annen inntekt knytter seg til poster som ikke hører under selskapets primærsegmenter PSV, AHTS og Subsea. For eksempel vil inntekt fra kontrakt på skip under bygging inngå her, samtidig som jeg velger å inkludere gevinst/tap ved salg av skip. Det er ikke mulig å se noen trend i løpet av analyseperioden. Annen inntekt har i gjennomsnitt vært på 12 MNOK i løpet av perioden. Som følge av at denne inntekten er svært variabel velger vi å legge til grunn det historiske gjennomsnittet justert for fremtidig inflasjon. Norges Banks inflasjonsmål på 2,5 % legges til grunn for fremtidige beregninger.¹⁵²

¹⁵² Norges Bank, «Pengepolitikken i Norge.»

10.5 Prognose for skatt og valuta

I regnskapsanalysen beregnet jeg driftsskattesatsen til 19,74 %. Tallet var et gjennomsnitt av driftsskattesatsen over hele analyseperioden. Nominell skattesats er på 27 %, avviket skyldes at Farstad er underlagt rederibeskatning, i tillegg til ulike skattesatser for inntekter opptjent i andre land.

Jeg velger å se bort i fra en eventuell verdsettelse av skatteposisjoner i frykt for å skape et feilaktig bilde av den fremtidige skattesatsen. Jeg velger å legge beregnet historisk driftsskattesats på 19,74 % til grunn for budsjettperioden.

I tillegg til å verdsette eventuelle skatteposisjoner burde man foretatt en budsjettering av kontantstrømmer i den valutaen de oppstår for å kunne behandle valutarisiko. Valutarisiko knytter seg til usikkerhet med tanke på fremtidige fraktinntekter i utenlandsk valuta, samt balanseførte finansielle eiendeler og balanseført finansiell gjeld i utenlandsk valuta. I 2014 var 80-90 % av fraktinntektene opptjent i utenlandsk valuta samtidig som selskapet hadde rundt 23 % av sin langsiktige gjeld i utenlandsk valuta.¹⁵³ Jeg velger å ikke utarbeide kontantstrømmer i utenlandsk valuta ettersom arbeidet er for omfattende. I tillegg er det slik at Farstad benytter seg av risikostyring ved hjelp av ulike sikringsinstrumenter.

¹⁵³ Farstad Shipping ASA, *Årsrapport 2014*, 33

10.6 Prognose for netto driftsresultat

Prognosene gjort ovenfor fører til følgende prognose for netto driftsresultat.

Tabell 10-4: Prognose for Farstads netto driftsresultat

(Alle tall i NOK mill.)	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	T
PSV driftsinntekt	1472,4	1398,8	1482,7	1586,5	1713,4	1799,1	1871,0	1927,2	1975,4
+ AHTS driftsinntekt	2374,9	2279,9	2393,9	2525,5	2664,4	2771,0	2854,1	2939,8	3013,3
+ Subsea driftsinntekt	270,2	254,0	228,6	233,1	242,5	252,2	259,7	267,5	274,2
+ Annen inntekt	12,0	12,3	12,6	12,9	13,2	13,6	13,9	14,3	14,6
= Sum driftsinntekter	4129,4	3944,9	4117,7	4358,1	4633,6	4835,8	4998,8	5148,7	5277,4
- Sum driftskostnader	2969,3	2832,9	2623,4	2754,1	2921,0	3041,6	3159,0	3234,5	3330,4
- Avskrivninger	857,0	818,5	670,7	722,6	781,9	816,1	858,3	886,9	924,7
= Driftsresultat (EBIT)	303,1	293,5	823,6	881,4	930,6	978,2	981,5	1027,4	1022,4
- Driftsrelatert skattekostnad	59,8	57,9	162,6	174,0	183,7	193,1	193,8	202,8	201,9
= Netto driftsresultat	243,2	235,5	661,0	707,4	746,9	785,0	787,7	824,5	820,5

10.7 Prognose for netto driftseiendeler

Omløpet til netto driftseiendeler (*onde*) fra de forskjellige virksomhetsområdene er allerede prognostisert, og det totale omløpet finnes ved å summere dem. Netto driftseiendeler (*NDE*) finnes videre med følgende formel:

$$NDE_t = \frac{DI_{t+1}}{onde_{t+1}}$$

Tabell 10-5: Prognose for Farstads netto driftseiendeler

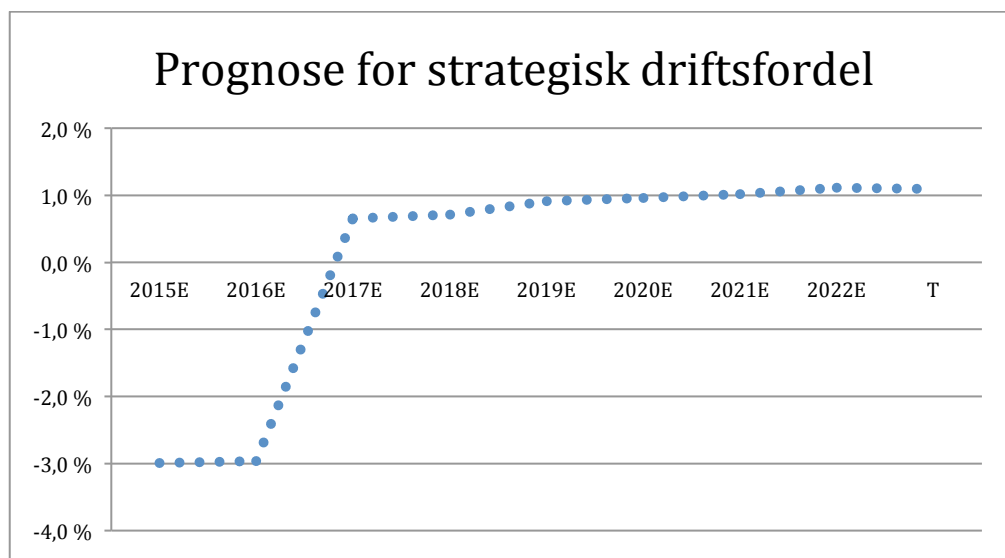
(DI og NDE i NOK mill.)	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	T
DI	4 129,4	3 944,9	4 117,7	4 358,1	4 633,6	4 835,8	4 998,8	5 148,7	5 277,4
Onde	0,34	0,34	0,35	0,35	0,37	0,37	0,38	0,38	0,39
NDE	11 775,9	11 765,0	12 451,7	12 694,7	13 248,9	13 154,8	13 549,3	13 531,9	14 195,8
Δ Endring i NDE	-4 038,4	-10,9	686,7	243,0	554,2	-94,0	394,5	-17,4	663,9

10.8 Prognose for strategisk fordel

For å kunne finne den fremtidige strategiske driftsfordelen til Farstad, trekkes driftskravet fra fremtidig netto driftsrentabilitet. Netto driftsrentabilitet finner vi ved å multiplisere omløpet til netto driftseiendeler (*onde*) og netto driftsmarginen (*ndm*).

Tabell 10-6: Prognose for Farstads strategiske driftsfordel

	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	T
Omløp til NDE (<i>onde</i>)	0,34	0,34	0,35	0,35	0,37	0,37	0,38	0,38	0,39
* Netto driftsmargin (<i>ndm</i>)	5,9 %	6,0 %	16,1 %	16,2 %	16,1 %	16,2 %	15,8 %	16,0 %	15,5 %
= Netto driftsrentabilitet (<i>ndr</i>)	2,0 %	2,0 %	5,6 %	5,7 %	5,9 %	5,9 %	6,0 %	6,1 %	6,1 %
- Netto driftskrav (<i>WACC</i>)	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %
= Strategisk driftsfordel (<i>SDF</i>)	-3,0 %	-3,0 %	0,7 %	0,7 %	0,9 %	1,0 %	1,0 %	1,1 %	1,1 %



Figur 10-16: Prognose for Farstads strategiske driftsfordel

Prognosen tilsier at selskapets strategiske driftsulempen vil fortsette trenden fra 2014 og forverre seg noe inn i lavkonjunkturårene 2015 og 2016. I 2017 vil ulempen snu om til en fordel, og ligge stabilt på rundt 1 % strategisk driftsfordel i resten av budsjettperioden.

10.9 Prognose for fri kontantstrøm fra drift

Nå kan fri kontantstrøm fra drift (FCF^{NDM}) beregnes ved å trekke endring i netto driftseiendeler fra netto driftsresultat.

Tabell 10-7: Prognose for fri kontantstrøm fra drift for Farstad

(Alle tall i NOK mill.)	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	T
Netto driftsresultat	243,2	235,5	661,0	707,4	746,9	785,0	787,7	824,5	820,5
- Endring i NDE	-4038,4	-10,9	686,7	243,0	554,2	-94,0	394,5	-17,4	663,9
= Fri kontantstrøm fra drift	4281,6	246,4	-25,7	464,4	192,7	879,1	393,2	841,9	156,6

11. Fundamental verdsettelse

Ved å benytte meg av fri kontantstrøm til netto driftsmidler, har jeg nå regnet ut verdien av egenkapitalen som differansen mellom Enterprise Value og netto finansiell gjeld. Beregningen er basert på mitt fremtidsbudsjett og fremtidig avkastningskrav. Egenkapitalverdien divideres så med antall utestående aksjer for å gi et verdiestimat per aksje.

Tabell 11-1: Fundamental verdsettelse av Farstad

(Alle tall utenom antall aksjer og verdiestimat per aksje i NOK mill.)

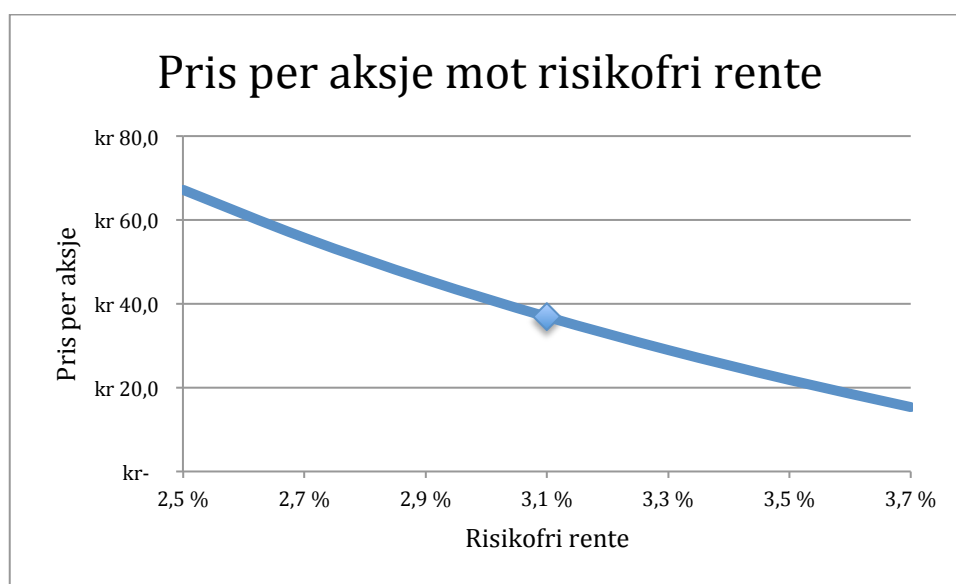
	2014	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	T
Fri kontantstrøm fra drift		4281,6	246,4	-25,7	464,4	192,7	879,1	393,2	841,9	156,6
Diskonteringsfaktor		1,0497	1,1018	1,1566	1,2140	1,2743	1,3376	1,4041	1,4738	
Nåverdi eksplisitt periode	6322,6	4079,0	223,6	-22,2	382,5	151,2	657,2	280,1	571,2	
Nåverdi av terminalledd	4305,9								6346,2	
Enterprise Value	10628,5									
Netto finansiell gjeld	9189,5									
Verdi av egenkapital	1439,0									
Antall utestående aksjer	39 000 000									
Verdiestimat per aksje	Kr 36,90									

12. Sensitivitetsanalyse

Mitt verdiestimat på 36,90 kr per aksje er et punkttestimat basert på mine antakelser som er gjort både ved fastsettelse av avkastningskrav og mine prognoser av fremtiden. Det er usikkerhet knyttet til mine antakelser og dermed også til mitt verdiestimat. Jeg vil nå utføre sensitivitetsanalyser av ulike parametere for å undersøke hvordan endringene slår ut på mitt verdiestimat per aksje for Farstad.

Risikofri rente

Risikofri rente ble satt til 3,1 % basert på 10-årig norsk statsobligasjon samt en skjønnsmessig justering på 1,5 %. Den skjønnsmessige vurderingen på 1,5 % ble tatt på grunnlag av at langsiktige renter per i dag er på et historisk lavt nivå. Det er vanskelig å vite om nivået vi nå befinner oss på er et normalnivå.

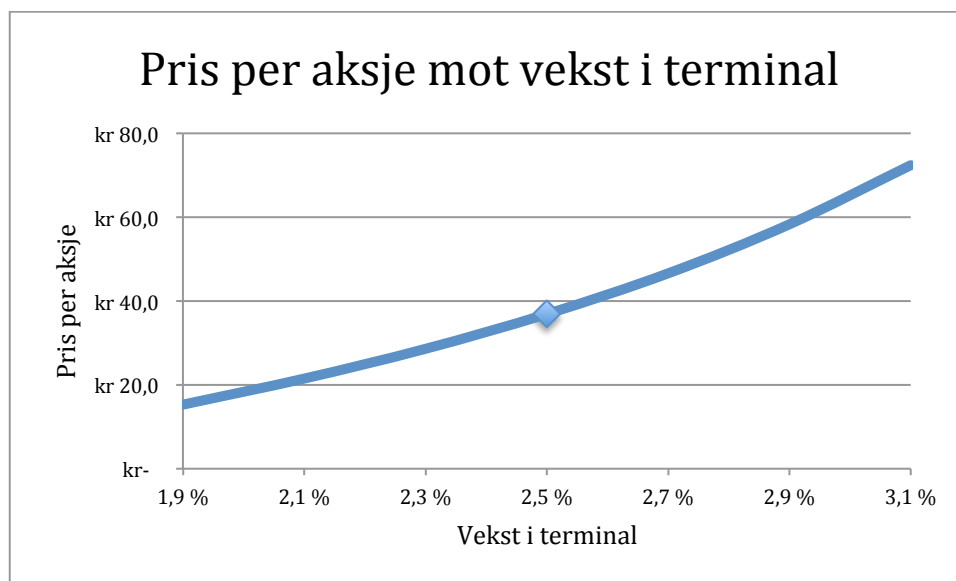


Figur 12-1: Sensitivitetsanalyse – Risikofri rente

Figuren viser at mitt verdiestimatet ville vært høyere dersom jeg hadde brukt en lavere risikofri rente, mens verdiestimatet vill vært lavere dersom jeg hadde lagt til grunn en høyere risikofri rente. Hadde min sjablongjustering kun vært på 1 % ville den risikofri renten vært på 2,6 %, noe som ville gitt en aksjepris på rundt 60 kroner. Med andre ord er usikkerheten rundt risikofri rente høy, og individuelle vurderinger vil gi store utslag på aksjeprisen.

Vekst i terminalverdi

Veksten i terminalverdi ble satt til Norges Banks inflasjonsmål på 2,5 %. Det kan argumenteres for at en vekst på 2,5 % er et for lavt fremtidsestimert, og det ville ikke vært unaturlig å legge til grunn en vekst på for eksempel 3 %. Jeg velger derfor å foreta en sensitivitetsanalyse for å se hvor stort utslag en endring i terminalvekst har å si for mitt verdiestimatet per aksje.



Figur 12-2: Sensitivitetsanalyse - Vekst i terminal

En vekst i terminal på rundt 3 % vil gi et verdiestimat per aksje på rundt 60 kroner. Det er viktig å huske på at en større andel av den totale selskapsverdien vil befinne seg i terminalen dersom man øker veksten i terminalleddet. Når jeg legger til grunn en terminalvekst på 2,5 % utgjør det en terminalandel på 40,5 %, mens en vekst på 3 % gir en terminalandel på 46,1 % av Enterprise Value.

Jeg velger også å lage en *two-way data table* for å se hvordan aksjeprisen endres når både WACC og vekst i terminal endres. Disse to faktorene har stor innvirkning på estimatet av verdien av egenkapitalen.

Tabell 12-1: Sensitivitetsanalyse – Vekst i terminal og WACC

(Tall i NOK per aksje)		WACC						
		4,25 %	4,50 %	4,75 %	4,97 %	5,25 %	5,50 %	5,75 %
Vekst i terminal	1,9 %	52,06	37,1	24,62	15,3	4,92	-3,03	-10,03
	2,1 %	63,46	46,15	31,96	21,5	9,97	1,25	-6,38
	2,3 %	77,19	56,84	40,49	28,6	15,71	6,06	-2,3
	2,5 %	94,06	69,68	50,54	36,9	22,29	11,51	2,28
	2,7 %	115,28	85,37	62,55	46,6	29,89	17,74	7,46
	2,9 %	142,8	104,98	77,19	58,3	38,8	24,93	13,37
	3,1 %	179,88	130,19	95,32	72,4	49,35	33,32	20,17

Som jeg allerede har vært inne på vil en lavere vekst i terminal føre til et lavere verdiestimat. Kombinert med en lavere WACC vil dette gi større utslag i verdiestimat. Med en WACC på 4,5 % og en vekst i terminal på 3,1 % gir dette et verdiestimat per aksje på hele 130,19 NOK. Med andre ord er mine forutsetninger og prognoser som er lagt til grunn helt avgjørende for verdiestimatet.

13. Komparativ verdsettelse

I en komparativ verdsettelse estimeres verdien av fremtidige kontantstrømmer indirekte. Dette gjøres ved å se på den relative prisingen av sammenlignbare selskaper. Metoden er enkel å gjennomføre ettersom den tar utgangspunkt i lett tilgjengelig informasjon. Jeg velger å benytte meg av en komparativ verdivurdering for å få et referansepunkt til mitt fundamentale verdiestimat. Ved bruk av multipler bør en i følge McKinsey ta noen viktige forhåndsregler:¹⁵⁴

- Bruk riktige multipler
- Vær konsistent i beregningene
- Bruk riktige sammenlignbare selskaper

For å kunne foreta en god komparativ verdivurdering er det viktig å anvende korrekte multipler. Enkelte multipler er bedre egnet enn andre for å kunne gi et godt verdiestimat av Farstad. Jeg har valgt å benytte multipler basert på prognoser fra Bloomberg. Disse er å betrakte som konsensus i markedet. Dataene er hentet fra 31.12.2014. Man skiller mellom resultat- og kontantstrømorienterte multipler, og balanseorienterte multipler. For å kunne gi et godt verdiestimat velger jeg å benytte meg av flere multipler ettersom det finnes styrker og svakheter ved bruk av de forskjellige. De valgte multiplene er:

- EV/EBITDA – Markedsverdi total kapital over resultat før renter, skatt og avskrivninger
- EV/Sales – Markedsverdi total kapital over driftsinntekter
- P/Sales – Markedsverdi til egenkapital over driftsinntekter

Valget av sammenlignbare selskaper er helt essensielt for å kunne gi et godt verdiestimat. I praksis er det umulig å finne selskap som er direkte sammenlignbart med tanke på drift og størrelse. Derfor velger jeg å benytte multipler fra fire shipping-selskaper notert på Oslo Børs. I tillegg til de tre sammenlignbare selskapene fra regnskapsanalysen, benytter jeg multipler fra selskapet Siem Offshore ASA. Dette er et rederi fra Kristiansand som i hovedsak opererer innen segmentene AHTS og PSV.

¹⁵⁴ Koller et al., *Valuation: Measuring and managing the value of companies*, 314

Alle multipler baseres på fremtidsrettede estimater, såkalt *forward-looking multiples*. Dette har sammenheng med forutsetningen om at selskapsverdi er nåverdi av fremtidige kontantstrømmer. Hovedfordelen med de fremtidsrettede multiplene er at de er normalisert, altså at unormale poster er utelatt.¹⁵⁵

For å kunne beregne et rimelig gjennomsnitt av selskapsmultiplene velger jeg å benytte et harmonisk gjennomsnitt. Et harmonisk gjennomsnitt kan gi en bedre indikasjon på hva en investor vil få i avkastning dersom investeringen i selskapene er lik, enn for eksempel et vektet snitt. Det harmoniske gjennomsnittet finner vi ved følgende formel:

$$\text{Harmonisk gjennomsnitt} = \frac{n}{\frac{1}{x_1} + \frac{1}{x_2} + \dots + \frac{1}{x_n}}$$

Ved å multiplisere harmonisk gjennomsnittlig relevant multipl med riktig skaleringsfaktor finner jeg et estimat på Farstads verdi per aksje. Resultatene fra den komparative verdsettelsen er presenterer under.

Tabell 13-1: Harmonisk gjennomsnitt multipler

	EV/EBITDA		EV/SALES		P/S	
	2015E	2016E	2015E	2016E	2015E	2016E
DOF	7,21x	8,18x	2,26x	2,42x	0,09x	0,09x
Havila	7,87x	8,79x	3,58x	3,69x	0,20x	0,21x
Solstad	7,91x	9,33x	3,23x	3,64x	0,49x	0,50x
SIEM	8,17x	9,27x	2,57x	2,96x	0,21x	0,19x
Harmonisk gjennomsnitt	7,77x	8,87x	2,82x	3,08x	0,17x	0,17x
Gjennomsnitt	7,79x	8,89x	2,91x	3,18x	0,25x	0,25x

¹⁵⁵ Ibid., 321

Tabell 13-2: Multiplikatormodell med utgangspunkt i fundamental verdi

(Tall i NOK mill.)

Enterprise Value	9068,6	9458,6	9848,6	10238,6	10628,6	11018,6	11408,6	11798,6	12188,6	
Netto finansiell gjeld	9189,5	9189,5	9189,5	9189,5	9189,5	9189,5	9189,5	9189,5	9189,5	
Egenkapital	-120,9	269,1	659,1	1049,1	1439,1	1829,1	2219,1	2609,1	2999,1	
Antall aksjer	39	39	39	39	39	39	39	39	39	
Verdi per aksje	kr -3,1	kr 6,9	kr 16,9	kr 26,9	kr 36,9	kr 46,9	kr 56,9	kr 66,9	kr 76,9	
	2015E	2,2x	2,3x	2,4x	2,5x	2,6x	2,7x	2,8x	X 2,9x	3,0x
EV/Sales	2016E	2,3x	2,4x	2,5x	2,6x	2,7x	2,8x	2,9x	3,0x	X 3,1x
	2015E	X 7,8x	8,2x	8,5x	8,8x	9,2x	9,5x	9,8x	10,2x	10,5x
EV/EBITDA	2016E	8,2x	8,5x	X 8,9x	9,2x	9,6x	9,9x	10,3x	10,6x	11,0x
	2015E	-0,03x	0,07x	0,16x	X 0,25x	0,35x	0,44x	0,54x	0,63x	0,73x
P/S	2016E	-0,03x	0,07x	0,17x	X 0,27x	0,36x	0,46x	0,56x	0,66x	0,76x

Kryssene i tabell 13.2 representerer det harmoniske gjennomsnittet for hver multipl, mens det blå området illustrerer mitt fundamentale verdiestimat. Vi ser at multiplene avviker fra det fundamentale estimatet i begge retninger slik at vår fundamentale verdi ser ut til å være et rimelig anslag. For å beregne en isolert gjennomsnittlig verdi per aksje har jeg beregnet verdi basert på hver enkelt multipl og vektet disse likt. Resultatet illustreres i tabell 13.3.

Tabell 13-3: Komparativ verdsettelse av Farstad

(Tall i NOK mill.)

	EV/EBITDA		EV/SALES		P/S		Gjennomsnitt
	2015E	2016E	2015E	2016E	2015E	2016E	
Multiplikator	7,77x	8,87x	2,82x	3,08x	0,17x	0,17x	
Enterprise Value	9014,0	9863,3	11645,0	12150,4	9891,5	9860,1	10404,1
Netto finansiell gjeld	9189,5	9189,5	9189,5	9189,5	9189,5	9189,5	9189,5
Egenkapital	-175,5	673,8	2455,5	2960,8	702,0	670,6	1214,6
Antall aksjer	39	39	39	39	39	39	39
Verdi per aksje	kr -4,5	kr 17,3	kr 63,0	kr 75,9	kr 18,0	kr 17,2	kr 31,1

For å bevare konsistens mellom tallene har jeg benyttet konsensusmultipler fra Bloomberg og regnskapstall fra 31.12.2014. Den komparative verdsettelsen viser at multiplikatoren EV/EBITDA priser Farstad noe under de sammenlignbare selskapene. Dette kan ha sammenheng med at jeg legger til grunn en høyere driftsmargin enn konsensus i markedet for mitt fremtidsbudsjett. Det er også verdt å merke seg at EV/EBITDA øker merkbart for år 2016 i følge Bloomberg. EV/Sales indikerer at Farstad er underpriset sammenlignet med de komparative selskapene, hvor

multiplikatoren gir en verdi per aksje for år 2015 og 2016 på henholdsvis 63 og 76 NOK. P/Sales gir en estimert pris per aksje på rundt 18 kroner. Verdsettelse av rederier er nært knyttet opp til verdien av eiendelene. Sammenlignet med de komparative selskapene er Farstad overpriset basert på konsensusmultiplene til Bloomberg.

Resultatene viser at en verdsettelse basert på multipler er sterkt avhengig av hvilken multiplenummer man tar utgangspunkt i. Derfor vil et snitt av de ulike multiplene gi et bedre verdiestimat. Med utgangspunkt i det harmoniske gjennomsnittet og lik vektning mellom multiplene gir den komparative verdsettelsen en verdi per aksje på 31,1 NOK per 31.12.2014. Denne verdien stemmer rimelig godt overens med min verdi på 36,9 NOK fra den fundamentale verdsettelsen.

14. Konklusjon og handlingsstrategi

Hovedformålet med denne oppgaven var å utarbeide et verdierestimert per aksje for Farstad. Min fundamentale verdsettelse av Farstad er beregnet med utgangspunkt i regnskapstall per 31.12.2014 og med supplerende markedsinformasjon til og med 12.06.2015.

Aksjen til Farstad Shipping ASA handles på Oslo Børs, per 12.06.2015, til en pris på 31,8 NOK. Min fundamentale verdsettelse gir et verdierestimert per aksje på 36,9 NOK, mens den komparative verdsettelsen med utgangspunkt i Bloombergs konsensusmultipler gir et verdierestimert på 31,1 NOK. Ettersom multiplikatorene i den komparative verdsettelse spriker mye i verdi, velger jeg å ikke foreta noen justering av mitt opprinnelige verdierestimert fra den fundamentale verdsettelsen.

For å kunne komme med en anbefaling beregner jeg først et verdiintervall på $\pm 10\%$ av mitt verdierestimert. Dersom dagens aksjekurs er innenfor dette intervallet, anbefaler jeg hold av aksjen. Er aksjekursen lavere enn nedre grense, anbefaler jeg kjøp av aksjen og hvis aksjekursen er høyere enn øvre grense anbefaler jeg salg av aksjen.¹⁵⁶ Verdiintervallet til $\pm 10\%$ av 36,9 NOK er mellom 33,2 NOK og 40,6 NOK. Farstads aksjekurs per 12.06.2015 på 31,8 NOK, og dermed lavere enn nedre grense. Jeg vil derfor komme med en **kjøpsanbefaling** av selskapets aksje.

Det er imidlertid nødvendig å påpeke at verdierestimert bygger på en rekke ulike forutsetninger som blant annet markeds- og oljeprisutvikling. I tillegg viser mine sensitivitetsanalyser at relativt små endringer i avkastningskrav og vekst, gir store utslag i verdierestimert per aksje.

¹⁵⁶ Knivsfå, ”BUS425 Forelesning 25.”

Litteraturliste

- Barney, Jay B. *Gaining and sustaining competitive advantage*. 4. Utgave. Harlow: Pearson Education, 2014
- Berk, Jonathan og Peter M. DeMarzo. *Corporate Finance*. 3. Utgave. Boston: Pearson, 2014.
- Bloomberg. «Oil fuels largest consumer price drop in six years.» Friggitt 16.01.2015. <http://www.bloomberg.com/news/videos/2015-01-16/oil-fuels-largest-consumer-price-drop-in-six-years>
- Bøhren, Øyvind og Dag Michaelson. *Finansiell Økonomi: Teori og praksis*. 3. Utgave. Bærums Verk: Skarvet forlag, 2006
- Dahl, Roy Endre. ”IND500 Investment Analysis. Forelesning 5.” UiS, 2013.
- Damodaran, Aswath. *Investment Valuation: Tools and Techniques for determining the value of any asset*. 3. Utgave. New Jersey: Wiley and Sons Inc., 2012
- Deloitte. «IFRS-rapportering.» Lastet ned 17.04.2014. <http://www2.deloitte.com/no/no/pages/audit/solutions/ifrs.html>
- DNB Markets. *Offshore Supply – Uncertain times ahead*. 2014
- DOF ASA. «About DOF ASA.» Lastet ned 15.03.2015. <http://www.dof.no/en-GB/About-DOF-ASA.aspx>
- DOF ASA. *Årsrapporter 2008-2014*. Hentet 02.05.2015. <http://www.dof.no/en-GB/Investor-Relations/Reports-Presentations.aspx>
- Dyrnes, Sverre. «Verdsettelse ved bruk av multiplikatorer» *Praktisk økonomi og finans*, 1 (2004): s. 43-52. Hentet 02.04.2015. http://www.idunn.no.pva.uib.no/file/pdf/33226769/verdsettelse_med_bruk_av_multiplikatorer.pdf
- Energy Information Administration. «Analysis & Projections.» Hentet 30.05.2015. <http://www.eia.gov/analysis/>
- Farstad Shipping ASA. *Business Review 2014*. Hentet 20.04.2015. https://www.farstad.com/prod_images/doc_1174_10.pdf
- Farstad Shipping ASA. «Dobbel dåp i Bergen.» Hentet 20.05.2015. <https://www.farstad.com/virksomheten/nyheter--media/siste-nytt/dobbeldap-i-bergen>
- Farstad Shipping ASA. «Flåten.» Hentet 05.03.2015. www.farstad.com/flaten

- Farstad Shipping ASA. *Kvartalsrapport 1-2015*. Hentet 01.06.2015.
https://www.farstad.com/prod_images/doc_1203_10.pdf
- Farstad Shipping ASA. «Virksomheten.» Lastet ned 02.03.2015.
www.farstad.com/virksomheten
- Farstad Shipping ASA. *Årsrapporter 2008-2014*. Hentet 02.03.2015.
<https://www.farstad.com/virksomheten/investor/finansielle-rapporter>
- Gjesdal, Frøystein. «Regnskapsanalyse. Omgruppering av regnskapet for eierkontroll og verdsettelse» *Praktisk økonomi og finans*, 2 (2007): s. 3-17. Hentet 10.04.2015.
http://www.idunn.no.ezproxy.library.bi.no/file/pdf/33227485/regnskapsanalyse_omgruppering_av_regnskapet_for_eierkontroll_og_verdsettels.pdf
- Havila Shipping. «Company.» Hentet 12.05.2015.
<http://www.havila.no/company>
- Havila Shipping. *Årsrapporter 2008-2014*. Hentet 02.05.2015.
<http://www.havila.no/investor-relations/reports-and-presentations>
- IMF. «Data and Statistics.» Hentet 03.06.2015.
<http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2015/01/weodata/index.aspx>
- Johnsen, Gerry, Richard Whittington og Kevan Scholes. *Fundamentals of strategy*. 2. Utgave. Harlow: Pearson, 2012
- Kaldestad, Yngve og Bjarne Møller. *Verdivurdering: Teoretiske modeller og praktiske teknikker for å verdsette selskaper*. Oslo: DnR Kompetanse AS, 2012.
- Knivsflå, Kjell Henry. "BUS424 Strategisk regnskapsanalyse. Forelesning 1, 2, 3, 4, 6, 13, 14, 17 og 18." NHH, 2012. Hentet 15.04.2015.
<http://euribor.rente.nhh.no/master/bus424/opplegget2012/plansjar.htm>
- Knivsflå, Kjell Henry. "BUS425 Forelesning 25." NHH, 2006. Hentet 15.04.2015.
<http://euribor.rente.nhh.no/master/bus424/opplegget2012/verdivurdering.htm>
- Koller, Tim, Thomas E. Copeland, David Wessels, Marc Goedhart og Jack Murrin. *Valuation: Measuring and managing the value of companies*. Hoboken, N.J.: Wiley, 2010
- KPMG. «Rederiskatteordning.» Hentet 02.05.2015.
<http://verdtavite.kpmg.no/rederiskatteordningen.aspx>
- Jakobsen, Erik W., Sveinung Fjose, Christian S. Mellby og Rasmus B. Holmen. «Evaluering av regjeringens maritime strategi "Stø kurs"». Utgitt 06.09.2012.
<http://menon.no/upload/2012/09/06/evaluering-av-sto-kurs.pdf>

- Løvås, Jostein, Åshild Langved og Morten Ånestad. «Johan Sverdrup: Superfeltet tåler at oljeprisen halveres.» *Dagens Næringsliv*. 04.11.2014.
<http://www.dn.no/nyheter/2014/11/04/0916/Johan-Sverdrup/superfeltet-tiler-at-oljeprisen-halveres>
- Maritimt forum. «Maritim utdanning for sjøbaserte yrker.» Hentet 18.05.2015.
http://maritimt-forum.no/oslofjorden/files/2014/06/Maritim-utdanning_rapport_05062014.pdf
- Norges Bank. «1/15 Mars: Pengepolitisk rapport med vurdering av finansiell stabilitet.» Hentet 24.05.2015. http://static.norges-bank.no/pages/102900/PPR_1_2015.pdf?v=19032015132454?v=19032015132454&ft=.pdf
- Norges Bank. «Pengepolitikken i Norge.» Sist oppdatert 05.04.2014
<http://www.norges-bank.no/Om-Norges-Bank/Mandat-og-oppgaver/Pengepolitikken-i-Noreg/>
- Norges Bank. «Pressemelding. Styringsrenten uendret på 1,25 %.» Publisert 07.05.2015. <http://www.norges-bank.no/Publisert/Pressemeldinger/2015/Pressemelding-7-mai/>
- Norges Bank. «Styringsrenten.» Hentet 01.06.2015.
<http://www.norges-bank.no/pengepolitikk/Styringsrenten/>
- Norsk Rederiforbund. «Krevende farvann – konjunkturrapport 2015.» Lastet ned 08.06.2015. <https://www.rederi.no/rapporter/>
- Norsk Rederiforbund. «Norske Offshorerederier i krevende farvann.» Lastet ned 15.03.2015. <https://www.rederi.no/rapporter/>
- Norsk Rederiforbund. «Norsk offshorerederier – skaper verdier lokalt, vinner globalt.» Lastet ned 05.03.2014.
<http://menon.no/upload/2013/02/02/norske-offshorerederier-lavopplost.pdf>
- Norges Rederiforbund. «Ord og uttrykk. » Lastet ned 06.03.2015.
<https://www.rederi.no/kontakt/presse/ord-og-uttrykk>
- Norges Rederiforbund. «Piratproblematikk.» Lastet ned 10.03.2015.
<https://www.rederi.no/nrweb/cms.nsf/pages/pirates.html>
- Olje- og energidepartementet. «Fakta 2014 – Norsk Petroleumsverksmed.» Lastet ned: 18.05.2015.
http://npd.no/Global/Norsk/3-Publikasjoner/Faktahefter/Fakta2014/Fakta_2014_NO_netto.pdf
- Olje- og energidepartementet. «Fortsatt høy verdiskaping i petroleumssektoren.» Publisert 12.05.2015.
<https://www.regjeringen.no/nb/aktuelt/fortsatt-hoy-verdiskaping-i-petroleumssektoren/id2411418/>

- Oslo Børs. Hentet 22.04.2015. <http://www.oslobors.no>
- Palepu, Krishna G, Paul M. Healy og Erik Peek. *Business analysis and valuation: text only*. 2. Utgave. Andover, Hampshire: Cengage Learning
- Penman, Stephen H. *Financial Statement Analysis and Security Valuation*. 5. Utgave. New York: McGraw-Hill, 2013
- PwC og NFF. «Risikopremien i det norske markedet 2014 og 2015.» Hentet 15.04.2015.
http://www.pwc.no/no_NO/no/publikasjoner/deals/risikopremieundersokelse2014.pdf
- Reuters Datastream. 2015.
- Ross, Stephen A., Randolph W. Westerfield, Jeffrey F. Jaffe og Bradford D. Jordan. *Core Principles and Applications of Corporate Finance*. 3. Utgave. New York: McGraw-Hill, 2011
- RS Platou. *Global Support Vessel, Monthly April 2015*. Tilsendt 07.05.2015.
- Solstad ASA. «About us - History.» Lastet ned 15.03.2015
<http://solstad.no/about-us/history/>
- Solstad ASA. *Årsrapporter 2008-2014*. Hentet 02.05.2015.
<http://solstad.no/investor-relations/financial-reports/>
- Statistisk sentralbyrå. «Olje- og gassvirksomhet, investeringer, 2. kvartal 2015.» Publisert 12.06.2015. <http://ssb.no/oljeinv>
- TDN Finans. «Petrobras-skandale kan svekke Brasils økonomi.» *Dagens Næringsliv*. 08.01.2015.
<http://www.dn.no/nyheter/2015/01/08/0917/petrobrasskandale-kan-svekke-brasils-konomi>
- Trading Economics. «Inflation Rate.» Hentet 18.05.2015:
<http://www.tradingeconomics.com/country-list/inflation-rate>
- Trading Economics. «Norway Inflation Rate.» Hentet 18.05.2015:
<http://www.tradingeconomics.com/norway/inflation-cpi>