



UNIVERSITETET I  
NORDLAND

HANDELSHØGSKOLEN I BODØ • HHB

---

# MASTEROPPGAVE

*Strategisk analyse og verdsettelse av  
Farstad Shipping ASA*

BE305E Finansiering og investering

Bodø, 2013

Marit Fladset

Mikael Gjendem



## **Abstract**

The purpose of this master's thesis was to assign a value to the equity of Farstad Shipping using fundamental valuation. Comparative and option based valuation was used as a supplement. Farstad Shipping is a significant player in the offshore supply industry. An industry characterised by cyclical periods resulting in major uncertainty for the players.

The PESTEL analysis indicated that the offshore supply industry is facing a number of challenges in the form of political regulations and requirements for specialised technology. The Five Forces analysis revealed that the intensity of competition in the industry is increasing and was classified as high. We will highlight the surplus of available tonnage in the markets, and excessive construction activity as the main reasons for this.

The VRIO analysis assessed Farstad Shipping's fleet and organisational resources as being a temporary competitive advantage whereas the other resources were regarded as competitive parity. In summary the strategic analysis indicates that it will be challenging for Farstad Shipping to create and maintain extraordinary returns in the future.

The fiscal analysis supports this in that the profitability analysis reveals declining profitability for Farstad Shipping and the industry council, and shows tendencies toward "mean reverting." We have an assumption that future super profits will exist to a lesser extent than previously, and that the industry is thus approaching a normalisation. We expect that the industry will continue to be characterised by cycles, but the degree of which will be reduced.

The fundamental valuation was performed using the operations-related super profit method. We budgeted on the basis of the above findings and the fundamental valuation gave us a nominal value of the equity of NOK 7.1 billion.

Values calculated using multipliers were significantly lower. We determined that this was due to ownership structure. Farstad Shipping and competing companies have large and stable shareholders which entails that turnover is low and the pricing on the Oslo Stock Exchange correlates with this. We concluded that the values did not reflect the underlying value creation and chose to disregard the values obtained by the multiplier models.

We calculated that the value of the equity of Farstad Shipping using the Black & Scholes model to be NOK 8 billion. However, there is considerable uncertainty connected to the Black & Scholes model. We concluded that the nominal value of the equity of Farstad Shipping is NOK 7.1 billion, as calculated in the fundamental valuation.

## Forord

Denne masteroppgaven er skrevet som en avslutning på mastergradstudiet i finansiering og investering ved Handelshøgskolen i Bodø. Masteroppgaven omhandler en strategisk analyse og verdsettelse av Farstad Shipping. Valget vårt om å fordype oss i verdsettelse er begrunnet ut i fra vår interesse for fagområdene finans, strategi, og regnskap. Verdsettelse kan sies å bygge en bro mellom disse respektive fagområdene, og gjorde vårt valg av tema til masteroppgaven enkelt.

Vi valgte å verdsette et selskap i offshore supply bransjen fordi den fremstår som spennende, da den favner vår interesse for maritim næring kombinert med olje- og gassindustri. Farstad Shipping er den 6. største aktøren i det internasjonale markedet for store og mellomstore supplyskip. Videre eksisterer det en generell oppfatning om at selskapet er ledende og presterer bedre enn sine nasjonale konkurrenter. Dette fanget vår interesse, og gjorde Farstad Shipping til et naturlig valg.

Offshore supply bransjen er preget av sykluser noe som gav oss en spennende utfordring med å verdsette et selskap under slike forhold. Forståelsen og interessen for verdsettelse økte etterhvert som vi kunne se helheten av produktet, og se hvordan fagområdene var linket sammen.

Vi ønsker å takke vår veileder Frode Kjærland for gode råd og tilbakemeldinger. Videre ønsker vi å takke Odd Jarl Borch for å ha vært hjelpelig med informasjon vedrørende offshore supply bransjen. Sist, men ikke minst, ønsker vi å takke økonomisjef Hans-Fredrik Furstrand i Farstad Shipping for rask og informativ oppfølging av våre spørsmål.

Bodø, 20. mai 2013

---

Mikael Gjendem

---

Marit Fladset

## Sammendrag

Hensikten med denne masteroppgaven var å verdsette egenkapitalen til Farstad Shipping ASA pr. 1.1.2013. Verdien ble beregnet ved anvendelse av fundamental verdsettelse hvor strategiske og regnskapsbaserte analyser utgjorde fundamentet. Komparativ- og opsjonsbasert verdsettelse ble benyttet som et supplement.

Farstad Shipping er en betydelig aktør i offshore supply bransjen, og er i dag den 6. største aktøren i det internasjonale markedet for store og mellomstore supplyskip. Offshore supply bransjen preges av sykliske perioder som medfører stor usikkerhet for aktørene, hvor syklusene oppstår av årsaker som endring i oljepris og balanseforhold av tonnasje i markedet.

Datagrunnlaget for verdsettelsen er basert på regnskapsrapporter for perioden 2007-2012, og korrespondanse med vår kontaktperson i Farstad Shipping. Den strategiske analysen er forankret i bransjerapporter fra maritime interesseorganisasjoner, myndigheter og skipsmeglere.

PESTEL analysen viste at offshore supply bransjen står overfor flere utfordringer i form av politiske reguleringer og krav til spesialisert teknologi.

Five Forces analysen avdekket at konkurranseintensiteten i bransjen er økende, og ble klassifisert som høy. Vi vil fremheve overskudd av tilgjengelig tonnasje i markedene, og overdreven nybyggingsaktivitet som hovedårsakene til dette.

VRIO analysen vurderte Farstad Shippings flåte og organisatoriske ressurser til å være et midlertidig konkurransefortrinn, de øvrige ressursene ble betraktet som konkurransemessig paritet. Oppsummert indikerer den strategiske analysen at det vil være utfordrende for Farstad Shipping å skape og vedlikeholde ekstraordinær avkastning i tiden som kommer.

Regnskapsanalysen underbygger dette ved at lønnsomhetsanalysen avdekker fallende rentabiliteter for Farstad Shipping og bransjeutvalget, og viser tendenser til "mean reverting." Vi har en antagelse om at fremtidig superprofitt vil eksistere i mindre grad enn tidligere, og at bransjen således nærmer seg en normalisering. Vi forventer at bransjen fortsatt vil være preget av sykluser, men graden av disse vil være redusert.

Syklusene som preger bransjen gjør at ratene i perioder faller under "break even", og det er avgjørende at selskapene er i stand til å tåle lengre perioder med tap. Farstad Shippings soliditet ble vurdert til å være meget god, og likviditeten vurdert til å være tilfredsstillende.

Den fundamentale verdsettelsen ble utført ved driftsrelatert superprofittmetode. Vi budsjetterte på grunnlag av ovennevnte funn i den strategiske og regnskapsmessige analysen en marginal fallende superprofitt i den eksplisitte perioden, og satte terminalverdien lik null. Den fundamentale verdsettelsen gav oss en verdi av egenkapitalen pålydende 7,1 mrd., hvor sensitivitetsanalysen viste WACC og vekst som verdidrivere med størst innvirkning på estimert verdi.

Verdier beregnet ved anvendelse av multiplikatorer var vesentlig lavere enn estimert verdi ved fundamental verdsettelse. Dette fant vi ut skyldtes eierstruktur. Farstad Shipping og konkurrerende selskap har store og stabile aksjonærer som gjør at omsetningen er lav, og prisingen på Oslo Børs (reflektert i teller) blir deretter. Vi konkluderte av ovennevnte grunn med at verdiene ikke gjenspeiler den underliggende verdiskapningen i Farstad Shipping. Av den grunn valgte vi å se bort i fra verdier fremkommet ved multiplikatormodellene.

Vi beregnet verdien av egenkapitalen til Farstad Shipping ved anvendelse av Black & Scholes modellen til å være 8 mrd., dette var 0,9 mrd. høyere enn estimert verdi ved fundamental verdsettelse. Det var som forventet at verdien ble høyere, siden verdien av fleksibilitet ble hensyntatt. Det knytter seg imidlertid stor usikkerhet til verdi estimert ved Black & Scholes modellen. Vi konkluderte med at verdien på egenkapitalen til Farstad Shipping er pålydende 7,1 mrd. som beregnet i den fundamentale verdsettelsen.

# Innholdsfortegnelse

Abstract.....	I
Forord .....	II
Sammendrag.....	III
Tabelloversikt .....	XI
Figuroversikt .....	XII
Forkortelser og bransjespesifikke benevnelser .....	XII
<b>1. Innledning .....</b>	<b>1</b>
1.1    Bakgrunn og motivasjon for oppgaven.....	1
1.2    Problemstilling .....	2
1.3    Datagrunnlag .....	2
1.4    Avgrensning av oppgaven .....	3
1.5    Oppgavens struktur.....	4
<b>2. Presentasjon av Farstad Shipping ASA.....</b>	<b>5</b>
2.1    Historie .....	5
2.2    Organisasjon .....	6
2.3    Flåten .....	6
2.4    Geografiske segment .....	8
2.5    Aksjeutvikling .....	8
2.6    Innovasjon .....	9
<b>3. Metode.....</b>	<b>10</b>
3.1    Forskningsstrategi.....	10
3.2    Forskningsdesign .....	11
3.3    Tidsaspektet .....	11
3.4    Datainnhenting .....	12
3.5    Dataanalyse.....	13
3.6    Reliabilitet .....	13
3.7    Validitet .....	14
3.8    Begrepsvaliditet .....	14
3.9    Intern validitet .....	15
3.10   Ekstern validitet.....	15
<b>4. Valg av verdsettelsesmodell .....</b>	<b>16</b>
4.1    Fundamental verdsettelse.....	17
4.1.1.1   Egenkapitalmetoden .....	17
4.1.1.1.1   Dividendemodellen .....	17
4.1.1.1.2   Frikontantstrømmodellen .....	18
4.1.1.1.3   Superprofittmodellen .....	19
4.1.2    Totalkapitalmetoden .....	21

4.1.2.1	Driftsrelatert superprofittmodell .....	21
4.1.3	Egenkapitalmetoden eller totalkapitalmetoden .....	22
4.1.4	Begrensninger ved fundamental verdsettelse .....	23
4.1.5	Konklusjon fundamentale verdsettelsesmodeller .....	23
4.2	Komparativ verdsettelse .....	24
4.2.1	Verdsettelse basert på multiplikatormodeller .....	24
4.2.1.1	P/E – Price/Earnings .....	25
4.2.1.2	P/B – Price/Book .....	26
4.2.1.3	EV/EBITDA .....	27
4.2.1.4	Begrensninger ved multiplikatormodeller .....	28
4.2.2	Verdsettelse basert på substansverdi .....	28
4.2.3	Konklusjon komparative verdsettelsesmodeller .....	29
4.3	Opsjonsbasert verdsettelse .....	30
4.3.1	Black & Scholes-Modellen .....	32
4.3.2	Binominalmodellen .....	33
4.3.3	Begrensninger ved å benytte modellene i praksis .....	34
4.3.4	Konklusjon opsjonsbaserte verdsettelsesmodeller .....	34
<b>5.</b>	<b>Strategisk analyse .....</b>	<b>35</b>
5.1	Ekstern analyse .....	35
5.1.1	PESTEL analyse .....	36
5.1.1.1	Politiske- og juridiske forhold .....	37
5.1.1.1.1	Nasjonal og europeisk maritim politikk .....	37
5.1.1.1.2	Myndigheter og nasjonalisering .....	37
5.1.1.1.3	Maritim skattepolitikk .....	38
5.1.1.1.4	Nye geografiske segmenter .....	39
5.1.1.2	Økonomiske forhold .....	39
5.1.1.2.1	Oljepris .....	39
5.1.1.2.2	Sykluser .....	40
5.1.1.2.3	Rentenivå .....	41
5.1.1.3	Sosiokulturelle forhold .....	42
5.1.1.3.1	Maritim kompetanse .....	42
5.1.1.3.2	Utviklingen i produksjonsland .....	42
5.1.1.3.3	Maritim kultur .....	42
5.1.1.4	Teknologiske forhold .....	43
5.1.1.4.1	Teknologisk spredning .....	43
5.1.1.4.2	Teknologisk "tidspress" .....	43
5.1.1.4.3	Offentlig støtte til forskning og utvikling .....	44
5.1.1.5	Miljømessige forhold .....	44

5.1.1.5.1	Miljøregulering .....	44
5.1.1.6	Oppsummering PESTEL .....	45
5.1.2	Five Forces .....	46
5.1.2.1	Potensielle inntrengere .....	47
5.1.2.1.1	Stordriftsfordeler .....	47
5.1.2.1.2	Produktdifferensiering .....	47
5.1.2.1.3	Kostnadsfordeler uavhengig av skala .....	48
5.1.2.1.4	Kapitalkrav .....	48
5.1.2.1.5	Byttekostnader .....	49
5.1.2.2	Intern rivalisering .....	49
5.1.2.2.1	Konkurransestructur .....	49
5.1.2.2.2	Bransjeutsikter .....	50
5.1.2.2.3	Differensiering .....	51
5.1.2.3	Leverandørenes forhandlingsmakt .....	51
5.1.2.3.1	Skipsverft og utstysleverandører .....	52
5.1.2.3.2	Arbeidskraft .....	52
5.1.2.4	Kundenes forhandlingsmakt .....	52
5.1.2.4.1	Antall kunder .....	53
5.1.2.4.2	Kundens økonomiske profitt .....	53
5.1.2.5	Substitutter .....	54
5.1.2.6	Oppsummering Five Forces .....	54
5.2	Intern analyse .....	55
5.2.1	VRIO analyse .....	55
5.2.1.1	Fysiske ressurser .....	56
5.2.1.1.1	Flåten .....	56
5.2.1.1.2	Lokalisering .....	56
5.2.1.2	Finansielle ressurser .....	57
5.2.1.3	Menneskelige ressurser .....	58
5.2.1.4	Organisatoriske ressurser .....	58
5.2.1.5	Dynamiske kapabiliteter .....	59
5.2.1.6	Oppsummering VRIO .....	60
<b>6.</b>	<b>Regnskapsanalyse .....</b>	<b>61</b>
6.1	Analysenivå .....	61
6.2	Analyseperiode .....	61
6.3	Presentasjon av offentlig regnskapsdata .....	62
6.3.1	Resultatregnskap .....	63
6.3.2	Balanse .....	64
6.3.3	Endring i egenkapital .....	65



6.4	Omgruppering av regnskapet.....	65
6.4.1	Steg 1: Identifisering av fullstendig nettoresultat .....	66
6.4.2	Steg 2: Normalisering av regnskapet .....	66
6.4.3	Steg 3: Beregning av normalisert driftsskattesats .....	68
6.5	Omgruppert resultatregnskap.....	70
6.6	Omgruppering av balanseoppstilling .....	70
6.7	Begrunnelse av valg knyttet til omgruppering .....	72
6.8	Justering av målefeil .....	73
<b>7.</b>	<b>Analyse av forholdstall.....</b>	<b>74</b>
7.1	Risikoanalyse.....	75
7.1.1	Likviditetsanalyse .....	75
7.1.1.1	Likviditetsgrad 1 & 2.....	75
7.1.1.2	Rentedekningsgrad .....	76
7.1.1.3	Kontantstrømanalyse .....	77
7.1.2	Soliditetsanalyse .....	78
7.1.2.1	Egenkapitalprosent .....	78
7.1.2.2	Statisk finansieringsmatrise .....	79
7.1.3	Oppsummering av risiko og syntetisk rating .....	79
<b>8.</b>	<b>Beregning av avkastningskrav .....</b>	<b>81</b>
8.1	Kapitalverdimodellen .....	82
8.1.1	Risikofri rente .....	83
8.1.2	Markedets risikopremie .....	83
8.1.3	Beta.....	84
8.1.4	Likviditetspremie .....	85
8.1.5	Momenter vedrørende betaverdier og markedspremie.....	86
8.1.6	Beregning av avkastningskrav til egenkapitalen for Farstad Shipping .....	86
8.1.7	Momenter ved bruk av kapitalverdimodellen i offshore supply bransjen .....	86
8.2	Avkastningskravet til totalkapitalen .....	87
8.2.1	Andel egenkapital og gjeld .....	87
8.2.2	Avkastningskrav til gjeld .....	88
8.2.3	Beregning av avkastningskrav til totalkapitalen for Farstad Shipping.....	88
<b>9.</b>	<b>Lønnsomhetsanalyse .....</b>	<b>89</b>
9.1	Rentabilitetsanalyse .....	89
9.1.1	Egenkapitalrentabilitet .....	90
9.1.2	Avkastning på sysselsatt kapital, ROCE.....	91
<b>10.</b>	<b>Framtidsprognoser .....</b>	<b>93</b>
10.1	Valg av eksplisitt periode .....	93
10.1.1	Prognose for driftsinntekter .....	94

10.1.2	Prognose for netto driftsresultat .....	94
10.1.3	Netto driftsrelaterte eiendeler.....	95
10.1.4	Prognostisert netto driftsresultat .....	96
10.2	Langsiktig vekst i økonomien.....	97
<b>11.</b>	<b>Verdsettelse.....</b>	<b>98</b>
11.1	Fundamental verdsettelse.....	98
11.1.1	Sensitivitetsanalyse .....	100
11.1.1.1	Endring i langsiktig vekst i økonomien og avkastningskravet .....	100
11.1.1.2	Endring i driftsmargin .....	101
11.2	Komparativ verdsettelse .....	102
11.2.1	P/E – Price/Earnings .....	102
11.2.2	P/B – Price/Book .....	103
11.2.3	EV/EBITDA .....	103
11.3	Verdsettelse basert på Black & Scholes opsjonsprising .....	105
11.3.1	Variabler i Black & Scholes modellen.....	105
11.3.1.1	Beregning av volatilitet .....	105
11.3.1.2	Verdi på underliggende aktiva .....	107
11.3.1.3	Utøvelsespris (strike) .....	107
11.3.1.4	Risikofri rente .....	107
11.3.1.5	Tid til forfall.....	107
11.3.2	Black & Scholes opsjonspris for Farstad Shipping .....	108
11.3.2.1	Sensitivitetsanalyse av Black & Scholes opsjonsprising.....	109
<b>12.</b>	<b>Oppsummering og konklusjon.....</b>	<b>110</b>
	<b>Litteraturliste .....</b>	<b>112</b>
	<b>Vedlegg.....</b>	<b>118</b>
	Vedlegg 1: Supplyselskap rangert etter størrelse .....	118
	Vedlegg 2: Lokalisering av kontor i konsernet.....	119
	Vedlegg 3: Fundamental verdsettelse .....	120
	Vedlegg 4: Variablenes påvirkning på en call- og put opsjon .....	121
	Vedlegg 5: Markedssykluser i den norske offshoreservicenæring.....	122
	Vedlegg 6: Fordeling av normal og unormal skattekostnad .....	123
	Vedlegg 7: Regnskapsinformasjon for selskap i bransjeutvalget.....	124
	Vedlegg 8: Tabell for syntetisk rating .....	130
	Vedlegg 9: Beregning av netto rentedekningsgrad .....	130
	Vedlegg 10: Beregning av beta for Farstad, DOF, Havila og Solstad .....	131
	Vedlegg 11: Rentabilitetsutvikling over tid for fem porteføljer .....	138
	Vedlegg 12: Årlig vekst i driftsinntekter .....	139
	Vedlegg 13: Driftskostnader i prosent av driftsinntekter .....	139

Vedlegg 14: Avskrivninger i prosent av driftsinntekter .....	139
Vedlegg 15: Kapitalstruktur for bransjeutvalget.....	139
Vedlegg 16: Oversikt over de største aksjonærene pr. 31.12.12 og 31.12.11 .....	140
Vedlegg 17: Gjennomsnittlig EV/EBITDA multippel for shipping bransjen .....	144

## Tabelloversikt

Tabell 1: Resultat pr. driftssegment i 2012 .....	7
Tabell 2: Resultat pr. geografiske segment i 2012 .....	8
Tabell 3: Oversikt over sum varige driftsmidler til Farstad Shipping (2005-2012) .....	48
Tabell 4: Five Forces analyse av offshore supply bransjen.....	54
Tabell 5: VRIO analyse for Farstad Shipping .....	60
Tabell 6: Beregning av fullstendig nettoresultat 2007-2012 .....	66
Tabell 7: Unormale poster 2007-2012.....	67
Tabell 8: Beregnet normalisert driftsskattesats 2007-2012 .....	68
Tabell 9: Omgruppert resultatregnskap 2007-2012.....	70
Tabell 10: Omgruppert balanse 2007-2012.....	71
Tabell 11: Likviditetsgrad 1 2007-2012 .....	75
Tabell 12: Likviditetsgrad 2 2007-2012 .....	76
Tabell 13: Rentedeckningsgrad 2007-2012.....	76
Tabell 14: Kontantstrømanalyse 2008-2012 .....	77
Tabell 15: Egenkapitalprosent 2007-2012.....	78
Tabell 16: Finansieringsmatrise - Farstad Shipping.....	79
Tabell 17: Syntetisk rating Farstad Shipping 2007-2012 .....	80
Tabell 18: Betaverdier og andre statistiske tall fra regresjonsanalysen for Farstad Shipping .....	84
Tabell 19: Betaverdier og andre statistiske tall for komparative selskap .....	85
Tabell 20: Beregning av avkastningskrav for egenkapital etter skatt.....	86
Tabell 21: Beregning av avkastningskrav for total kapital.....	88
Tabell 22: Egenkapitalrentabilitet Farstad Shipping 2007-2012 (normalisert) .....	90
Tabell 23: Egenkapitalrentabilitet Farstad Shipping og bransjeutvalget 2007-2012.....	91
Tabell 24: ROCE Farstad Shipping 2007-2012.....	92
Tabell 25: Prognose for netto driftsresultat 2007-2012.....	94
Tabell 26: Netto driftsrelaterte eiendeler i forhold til driftsinntekter 2007-2012.....	95
Tabell 27: Prognose for netto driftsresultat og netto driftsrelaterte eiendeler .....	95
Tabell 28: Prognostisert netto driftsrentabilitet .....	96
Tabell 29: Verdsettelse av Farstad Shipping ved driftsrelatert superprofittmodell .....	99
Tabell 30: Sensitivitetsanalyse: Endring i langsiktig vekst i økonomien og avkastningskrav .....	100
Tabell 31: Sensitivitetsanalyse: Endring i driftsmargin .....	101
Tabell 32: Komparativ verdsettelse ved P/E og P/B .....	102
Tabell 33: Komparativ verdsettelse ved EV/EBITDA .....	103
Tabell 34: Sammenligning mellom komparative verdier og RI estimat.....	104
Tabell 35: Varians og standardavvik for avkastning på Farstad Shipping aksjen og en 5 års norsk statsobligasjon. ....	106
Tabell 36: Opsjonsbasert verdsettelse ved anvendelse av Black & Scholes modellen .....	108

## Figuroversikt

Figur 1: Organisasjonskart Farstad Shipping ASA pr. 31.12.12 .....	6
Figur 2: Farstad Shipping – Aksjeutvikling 2008-2013 .....	8
Figur 3: PESTEL analyse av offshore supply bransjen .....	36
Figur 4: Fremvoksende økonomier driver oljeetterspørselen .....	40
Figur 5: Five Forces analyse av offshore supply bransjen .....	46
Figur 6: EK andel i % for norske børsnoterte selskaper .....	57
Figur 7: Økonomisk utvikling for Farstad Shipping 2007-2012 .....	96
Figur 8: B&S opsjonspris vs. stigende volatilitet .....	109
Figur 9: B&S opsjonspris vs. tid til forfall .....	109

## Forkortelser og bransjespesifikke benevnelser

AHTS	-	Ankerhåndteringsfartøy
PSV	-	Plattform supplyskip
BHK	-	Bremsehesterkrefter
DWT	-	Dødvekttonn
OSV	-	Offshore supply vessel
UDW	-	Ultra deepwater
OSEBX	-	Oslo Børs Benchmark Index
MSCI	-	Morgan Stanley Capital International
NOA	-	Netto driftsrelaterte eiendeler
NFO	-	Netto finansiell gjeld

# 1. Innledning

I dette kapittelet vil vi redegjøre for vår motivasjon og bakgrunn for valg av strategisk analyse og verdsettelse som tema for masteroppgaven. Vi vil presentere problemstillingen, og gjøre leser kjent med hvilket datagrunnlag som er lagt til grunn. Avslutningsvis vil vi presentere oppgavens avgrensninger og struktur.

## 1.1 Bakgrunn og motivasjon for oppgaven

Masteroppgaven strekker seg over et helt semester, og setter punktum for vår 5-årige økonomiutdannelse. For at dette semesteret skulle bli lærerikt og utfordrende var det avgjørende og finne et tema for masteroppgaven som fanget vår interesse. Fagområdene regnskap, strategi og finans utpekte seg tidlig som de mest spennende. Da verdsettelse kan sies å bygge en bro mellom disse fagområdene, ble valg av tema til masteroppgaven enkelt.

Verdsettelse er videre høyaktuelt fordi spørsmålet; "hva er *egentlig* verdien av selskapet," dukker opp hver gang en eierstruktur skal endres. Vi ble tidlig oppmerksomme på at det knytter seg stor usikkerhet til den verdien man kommer fram til. Profesjonelle aktører i form av analytikere og anerkjente professorer kommer ved anvendelse av samme modeller fram til ulike anslag på verdien av samme bedrift. Disse verdiene kan videre avvike stort fra børsverdiene som gir uttrykk for hvordan markedet priser selskapene. –Hva er årsakene til de store avvikene? Dette fanget vår oppmerksomhet, og er noe vi ønsker å undersøke nærmere. Vi har Gunnar A. Dahls kjente ord; "*verdsettelse er ingen eksakt vitenskap,*" friskt i mente.

En fundamental verdsettelse vil utgjøre hovedtyngden av masteroppgaven vår. Dette tilsier at vi vil få fordypet oss i strategiske og regnskapsrelaterte problemstillinger, noe vi finner svært spennende. Siden en fundamental verdsettelse må sies å være en svært subjektiv øvelse ønsker vi å anvende multiplikatormodeller som et supplement, da disse frigjør oss fra subjektive oppfatninger omkring underliggende forhold av betydning for verdsettelsen. Vi har hørt multiplikatormodeller omtalt som "quick and dirty," og kontantstrømmodeller omtalt som "kontantdrømmer," og ønsker å finne ut hva som ligger i dette.

Realopsjoner ble av vår veileder løftet frem som en spennende og relativt lite benyttet tilnærming for å finne verdien av et selskap. Vi finner det meget interessant at denne måten å

verdsette et selskap klarer å inkludere verdien av fleksibilitet, og ønsker å se nærmere på Black & Scholes modellen som et supplement.

Vi velger å verdsette et selskap i offshore supply bransjen fordi bransjen fremstår som spennende, og favner vår interesse for maritim næring kombinert med olje- og gassindustri. Videre eksisterer det en generell oppfatning om at selskapet er ledende, og presterer bedre enn sine nasjonale konkurrenter. Dette fanget vår interesse, og gjorde Farstad Shipping til et naturlig valg.

Det kan argumenteres for at verdsettelse er et mye anvendt tema, og dermed ikke er et "spenstig" valg av masteroppgave. Dette sier vi oss uenig i, da verdsettelse slik vi ser det er det mest spennende, og aktuelle temaet innenfor finans med et "hav" av potensielle problemstillinger. Det vil dessuten alltid være rom for forbedringer, og nye spennende tilnærminger. Videre kan verdsettelse i aller høyeste grad sies å være ferskvare, siden vi lever i en verden hvor omgivelsene skifter raskt.

Vi er svært motivert for et interessant og lærerikt semester.

## **1.2 Problemstilling**

Vi har valgt følgende problemstilling for masteroppgaven:

*Hva er verdien av egenkapitalen til Farstad Shipping ASA pr. 1.1.2013?*

Gjennom denne problemstillingen har vi som mål og ikke bare komme fram til en verdi av egenkapitalen, men å få god innsikt i fagområdet verdsettelse, og gjennom den strategiske analysen bli godt kjent med offshore supply bransjen. I så måte utgjør verdiestimatet bare en liten del av formålet med oppgaven. Offshore supply bransjen er preget av sykluser noe som gjør at alt ligger til grunn for en interessant og utfordrende oppgave.

## **1.3 Datagrunnlag**

For å finne svar på problemstillingen har vi valgt å benytte anerkjente rammeverk for verdsettelsen. Rammeverket vil bli utdypet i teorikapittelet.

Datagrunnlaget for verdsettelsen vil være basert på regnskapsrapporter og korrespondanse med økonomisjef Hans-Fredrik Furstrand i Farstad Shipping. Den strategiske analysen vil bli forankret i aktuelle bransjerapporter.

## 1.4 Avgrensning av oppgaven

Masteroppgaven skal skrives i løpet av et semester, det følger av den grunn naturlig at tidsomfanget vil være en begrensende faktor for hvordan en strategisk analyse og verdsettelse kan utføres. Vi forventer av ovennevnte grunn og måtte ta en del grep underveis ved utarbeidelse av masteroppgaven. Vi vil være transparent med hvilke grep vi foretar oss, og hvilke svakheter disse vil være beheftet med.

Farstad Shipping er et internasjonalt konsern med datterselskap etablert i de sentrale offshoremarkedene rundt om i verden. Datterselskapene er organisert som skipseiende selskap med driftsansvar i egne regioner. Vi velger å verdsette konsernet Farstad Shipping ASA. Alternativt kunne vi ha analysert og verdsatt hvert enkelt datterselskap individuelt, da dette ville ha gitt et mer informativt bilde av verdiskapningen, og således en mer korrekt verdsettelse av konsernet. Tidsaspektet, og det faktum at vi ville ha støtt på problemer på grunn av at enkelte datterselskap mangler detaljert og segmentert regnskapsinformasjon, ville ha gjort dette vanskelig.

Gjennom samarbeidet med Farstad Shipping vil vi få anledning til å stille spørsmål om selskapet og bransjen etterhvert som disse dukker opp underveis i oppgaveskrivingen. Vi får tilgang til informasjon utover det som er tilgjengelig på selskapets hjemmeside og i selskapets regnskapsrapporter. Vi forventer likevel at informasjonen vil være av begrenset karakter da økonomisjefen dessverre ikke kan utlevere børssensitiv informasjon. Dette vil være en begrensning for oppgaven, da vi gjerne skulle ha visst hvilke estimater selskapet legger til grunn for fremtidig budsjettering, og hvilke strategiske grep selskapet kommer til å ta i nær framtid.

Vi vil presisere at estimert verdi av egenkapitalen til Farstad Shipping vil komme til å være beheftet med usikkerhet, da den vil fremkomme basert på *våre* forutsetninger vedrørende framtidsutsikter forankret i vår strategiske og regnskapsmessige analyse. For å imøtekomme usikkerheten vil vi utføre sensitivitetsanalyser for å se hvor følsom estimert verdi er for endringer i ulike budsjett- og verdidrivere.



## 1.5 Oppgavens struktur

Vi har forsøkt å bygge opp oppgaven på en logisk måte slik at det blir enkelt for leseren å få en forståelse for vår tankegang, og tilegne seg essensen i verdsettelsen. Det forutsettes imidlertid at leseren har kunnskap innenfor emnene strategi, regnskap og finans.

Vi fant det naturlig og innledningsvis presentere selskapet Farstad Shipping. Deretter følger en metodedel i kapittel 3 som redegjør for hvordan vi skal komme frem til svar på problemstillingen ved å innhente, analysere og tolke data. Kapittel 4 omhandler ulike verdsettelsesmodeller, og hvordan disse kan sies å være anvendelige for selskap i offshore supply bransjen. Kapitlet konkluderer med hvilke modeller vi vil anvende. I kapittel 5 utfører vi eksternanalyser som går i dybden av offshore supply bransjen, og kartlegger Farstad Shippings ressurser i en internanalyse. I kapittel 6 omgrupperes regnskapet til Farstad Shipping ut i fra et investororientert perspektiv. I kapittel 7 analyseres og sammenlignes selskapets risiko med et bransjeutvalg. I kapittel 8 begrunnes parameterne som benyttes for beregning av relevante avkastningskrav. I kapittel 9 analyseres historisk lønnsomhet for Farstad Shipping, og sammenligner denne med bransjeutvalget. I kapittel 10 budsjetteres det på grunnlag av konklusjoner i forgående kapitler framtidsprognoser som skal danne grunnlaget for verdsettelsen. I kapittel 11 utføres den fundamentale verdsettelsen, og vi imøtekommer usikkerheten ved å foreta en sensitivitetsanalyse. Som et supplement vedsettes selskapet ved anvendelse av komparativ- og opsjonsbasert verdsettelse. I kapittel 12 oppsummerer vi våre funn, og konkluderer.

## **2. Presentasjon av Farstad Shipping ASA**

Presentasjon av Farstad Shipping ASA er basert på informasjon tilgjengelig på selskapets hjemmeside (Farstad Shipping, 2013).

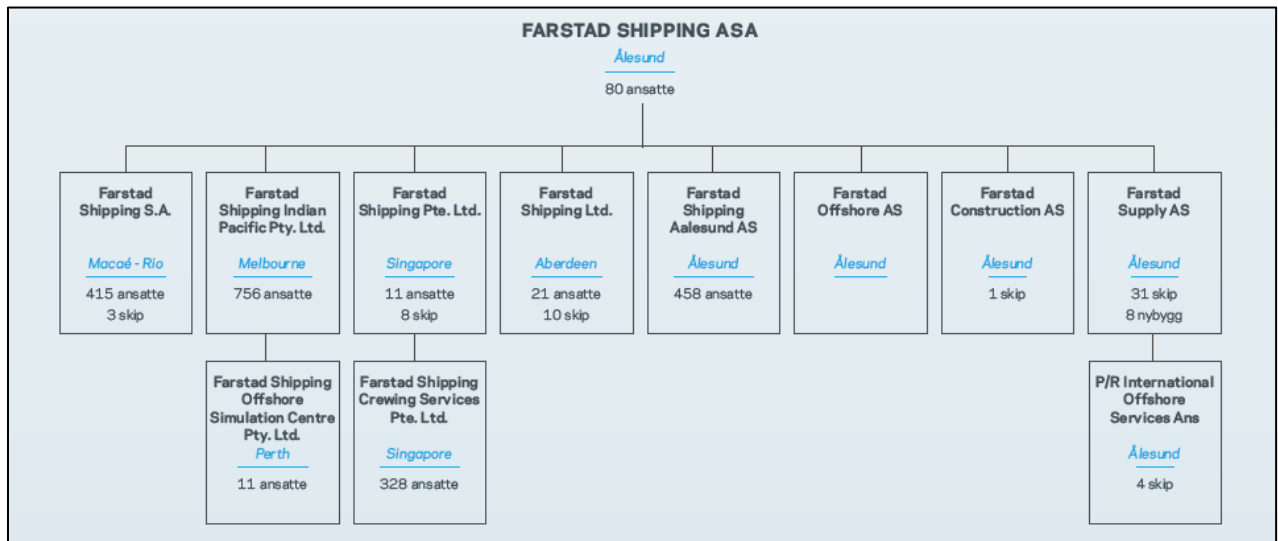
Farstad Shipping er et børsnotert rederi med hovedkontor i Ålesund. Selskapet leverer offshore servicefartøy til den internasjonale olje- og gassindustrien, hovedsakelig i markedene Nordvest Europa, Brasil og Australia/Asia. Selskapets aktiviteter deles inn i følgende segmenter; plattform supplyskiptjenester, ankerhåndteringstjenester og subseatjenester. Per dags dato har selskapet en flåte bestående av 58 skip og 7 nybygg under konstruksjon. Antall ansatte er rundt 2000 hvorav 1800 er seilende. Selskapets strategi er å være en ledende leverandør av moderne og store offshore servicefartøy til oljeindustrien internasjonalt.

### **2.1 Historie**

Farstad Shipping ble etablert i 1956 med navn Sverre Farstad & Co, et selskap som i løpet av 60-tallet bygget opp en flåte innenfor Deep Sea segmentet bestående av tankskip. I lys av den begynnende oljevirkosomheten i Nordsjøen så selskapet muligheter i det nye og voksende markedet for offshore servicefartøy. Selskapet satset friskt, og solgte seg ut av Deep Sea segmentet i løpet av noen år. I 1974 innledet Sverre Farstad & Co et samarbeid med Seaforth Maritime Ltd. hjemmehørende i Aberdeen, og det ble etablert et poolsamarbeid med lokale aktører gjennom selskapet Stad Seaforth Shipping. Farstad som til nå var ukjent med offshorebransjen fikk gjennom samarbeidet trent opp nøkkelpersonell om bord i Skotske fartøy i Nordsjøen, og kontraherte sine fire første ankerhåndteringsskip hos Ulstein Hatløy AS i 1974. Samarbeidet med Seaforth Shipping ble avsluttet i løpet av 80-tallet, og det ble etablert et eget shippingselskap drevet fra Ålesund. Selskapet ekspanderte gjennom kjøp av Wilhelmsen- og Seaforthflåten, og ble i 1988 notert på Oslo Børs under navnet Far Shipping AS. I løpet av 90-tallet startet selskapet en betydelig flåtefornyelse, og fortsatte å vokse gjennom etablering av nye selskap, ekspansjon i nye marked og kontrahering av nye fartøy. I 1993 ble navnet endret til Farstad Shipping ASA, og fremstod nå som et fullintegrert-shippingselskap.

I dag har selskapet en markedsandel på 7% av verdens flåte bestående av mellomstore og store supplyskip, definert som AHTS med motorkraft større enn 10.000 BHK og PSV med lasteevne større enn 2.000 DWT. Farstad Shipping er i dag den 6. største aktøren innenfor dette segmentet, og blir sett på som en stor aktør i internasjonal sammenheng (vedlegg 1).

## 2.2 Organisasjon



**Figur 1: Organisasjonskart Farstad Shipping ASA pr. 31.12.12**

Farstad Shipping ASA er morselskap i konsernet bestående av flere underliggende datterselskaper, etablert i de sentrale offshore markedene i Nordvest-Europa, Brasil og Australia/Asia. Konsernets hovedkontor og flere av datterselskapene er lokalisert i Ålesund. Internasjonalt er datterselskapene organisert som skipseiende selskap med driftsansvar i egne regioner. I Norge er det operasjonelle ansvaret for flåten lagt til morselskapet, og eierskap for størsteparten av flåten er lagt til datterselskapet Farstad Supply pga. skattemessige tilpasninger. Inntil 2011 var operasjonelle aktiviteter i Brasil og Afrika utført gjennom "joint venture" samarbeid med lokale selskaper, disse er i dag oppkjøpt og heleide datterselskaper av Farstad Shipping. Per i dag har selskapet kontor i Ålesund, Aberdeen, Melbourne, Perth, Singapore, Macaé og Rio de Janeiro (vedlegg 2).

## 2.3 Flåten

Farstadflåten består i dag av 58 store og mellomstore supplyskip med følgende segmentfordeling: 29 ankerhåndteringsskip (AHTS), 26 plattform supplyskip (PSV) og 3 konstruksjons- og vedlikeholdsskip (SUBSEA). I tillegg har selskapet 7 fartøyer under konstruksjon.

Flåten utfører følgende tjenester; AHTS tauer og foretar ankerhåndtering av plattformer, PSV frakter utstyr og proviant og SUBSEA utfører installasjon og vedlikehold på havbunnen.

Tabellen nedenfor viser fraktinntekter og driftsresultat for 2012 fordelt på de ulike

driftssegmentene. Ut i fra tabellen kan vi se at ankerhåndteringstjenester er per i dag det mest lønnsomme området for Farstad Shipping, og bidro med ca. 71 % av driftsresultatet i 2012.

Driftssegment 2012	PSV	AHTS	SUBSEA	ANNET
Fraktinntekter og andre inntekter	1 179 133	2 288 637	242 171	4 083
Fraktinntekter og andre inntekter %	31,7 %	61,6 %	6,5 %	0,1 %
Driftsresultat (EBIT)	180 160	526 617	53 464	-19 719
EBIT %	24,3 %	71,1 %	7,2 %	-2,7 %

**Tabell 1: Resultat pr. driftssegment i 2012**

Farstad Shipping har en relativt ung flåte sammenlignet med internasjonale konkurrenter, med en verdivektet gjennomsnittsalder på ca.7 år.

Flåten opererer både i spotmarkedet og i det langsiktige markedet. Farstad shipping har en langsiktig befraktningsprofil, men har i det siste har økt sin posisjonering i spotmarkedet for PSV fartøy grunnet høy tonnasje i enkelte markeder.

Flåten til Farstad Shipping består av store materielle verdier, og utgjør en vesentlig andel av eiendelsiden i balansen. For at markedsverdien av flåten skal gjenspeiles i årsregnskapet, i tråd med IFRS, blir det tillagt en merverdi utover bokførte verdi som tilsammen skal tilsvare markedsverdien. En slik vurderingsendring fører til at en eventuell merverdi blir lagt til på eiendelssiden, og samtidig vises som en beskattet økning i egenkapitalen, jfr. asal. 3-3a (Lovdata, 1997). I løpet av året innhenter Farstad Shipping to verdianslag av flåten.

Beregningen av markedsverdien blir utført av uavhengige skipsmeglere, og det legges til grunn at skipene er uten befraktningsavtale, samt at det foreligger muligheter for umiddelbart salg. Pr. 31.12.2012 var markedsverdien av flåten 16,2 milliarder, en økning på 0,5 % fra 2011. Pr. 31.12.2012 var bokført verdi av skip 12,2 milliarder. Differansen tilsvarte en merverdi på 4 milliarder som tillegges den verdijusterte egenkapitalen.

## 2.4 Geografiske segment

Farstad Shipping benytter følgende inndeling i geografiske segmenter ved rapportering av resultat; Nordvest-Europa, Brasil, Australia/Asia og andre segment. I andre segment inngår blant annet Vest-Afrika og Middelhavsregionen. Nåværende geografisk posisjonering av flåten er 18 fartøy i Nordsjøen, 13 i Brasil og 27 i Australia/Asia. I disse markedene opererer ca. 62% av verdensflåten innenfor offshore service segmentet. Flåteposisjonen forventes å bli endret ut i fra utviklingen i markedene, og gjennom økt satsning i nye geografiske segment. Tabellen nedenfor viser hvordan fraktinntekter og driftsresultat for 2012 fordeler seg på de ulike segmentene. Australia/Asia er det største segmentet for Farstad Shipping, og utgjorde ca. 52% av driftsinntektene i 2012.

Resultat pr. geografisk segment 2012	Australia/Asia	Brasil	Nordvest-Europa	Andre segment
Fraktinntekter	1 947 902	969 732	792 307	4 083
Fraktinntekter %	52,4 %	26,1 %	21,3 %	0,1 %
Driftsresultat skip (EBIT)	538 080	146 937	75 223	-19 719
EBIT %	72,7 %	19,8 %	10,2 %	-2,7 %

Tabell 2: Resultat pr. geografiske segment i 2012

## 2.5 Aksjeutvikling

Farstad Shipping ble børsnotert i 1988, og siden den gang har aksjeutviklingen vært av interesse for investorer. Antall utestående aksjer er 39 millioner, hvorav ca. 46% eies av Farstadfamilien.

Figuren nedenfor viser hvordan aksjeprisen har utviklet seg over en 5 års periode, og hvordan endringer i verdensøkonomien har påvirket aksjekursen. Ut i fra figuren kan vi se hvordan finanskrisen rammet aksjekursen med en sterk negativ utvikling i slutten av 2008.



Figur 2: Farstad Shipping – Aksjeutvikling 2008-2013 (Netfonds, 2013)

Aksjekursen til Farstad Shipping var på sitt høyeste med 144 kr (5,62 mrd.) før effekten av finanskrisen slo inn. Finanskrisen førte til at selskapet falt kraftig på Oslo Børs, og nådde bunnen med 66,50 kr (2,59 mrd.) i slutten av desember 2008. Etter dette steg aksjekursen gradvis, og i starten av 2010 var kursen allerede på samme nivå som før fallet. En positiv utvikling i begynnelsen av 2011 førte til at aksjekursen overgikk toppunktet før finanskrisen. Frem til 2013 bar aksjekursutviklingen preg av sykliske svingninger. Aksjekursen pr. 2.1.2013 var på 134 kr som gav en selskapsverdi pålydende 5,2 milliarder.

## **2.6 Innovasjon**

Farstad Shipping har helt siden de første supplyfartøyene ble kontrahert på 70-tallet hatt et sterkt fokus på innovasjon. Selskapet har gjennom et tett samarbeid med design- og utstyrs leverandører i den maritime klyngen i Norge vært med på å utvikle de mest høyteknologiske supplyfartøyene på verdensbasis. Dette har resultert i en rekke anerkjente priser. Farstad Shipping ble sammen med Rolls Royce Marine tildelt prisen "Innovation of the year" av Offshore Support Journal i 2010, og i 2012 mottok selskapet prisen for årets skip av Skipsrevyen for Far Solitare, det første supplyskipet spesialdesignet for å frakte inntil 1600 kubikkmeter kjemikaler.

Farstad Shipping utviklet på begynnelsen av 2000-tallet i samarbeid med lokale aktører i Ålesund en simulator for trening av personell i ankerhåndteringsoperasjoner, denne er i dag deleid av Farstad Shipping og lokalisert ved Norsk Maritimt kompetansesenter i Ålesund. I Perth, Australia eier og driver Farstad Shipping det mest avanserte offshore simulatorsenteret i verden. Innovasjon er en målrettet disiplin nødvendig for å imøtekomme strategien om og drive innenfor den mest avanserte kategorien supplyskip.

### **3. Metode**

For å finne svar på problemstillingen; hva er verdien av egenkapitalen til Farstad Shipping pr. 1.1.2013 fordrer det at vi har et bevisst forhold til metoden som skal benyttes. Metode er en systematisk fremgangsmåte som beskriver hvordan vi skal komme fram til svar på problemstillingen ved å innhente, analysere og tolke data (Johannessen, et al., 2004).

#### **3.1 Forskningsstrategi**

Det finnes to hovedtyper forskningsstrategier; kvalitativ og kvantitativ metode. Kvalitativ metode er basert på tekstdata, og søker etter mening og opplevelser som ikke kan måles eller tallfestes. Formålet er formidling av forståelse ved å gå i dybden for å få frem helhet og sammenhenger (Dalland, 2007). Utvalget som gjøres er ofte ikke representativt, men strategisk begrunnet og mindre enn ved kvantitativ metode. Forskeren har en delaktig rolle hvor faglig ståsted og personlige erfaringer er med og avgjør hva som er relevante metoder, og hvordan konklusjoner skal vektas og formidles (Malterud, 1996). Undersøkelser basert på kvalitativ metode kjennetegnes ved fravær av en analytisk hovedretning. Transparens er derfor et viktig nøkkelord ved beskrivelse av forskningsprosessen og rapportering av kvalitativ forskning (Johannessen, et al., 2004). Kvantitativ metode omhandler tall, og er preget av systematisk struktur hvor forskeren innehar en objektiv rolle. Metoden går i bredden, og hensikten er å teste og formidle forklaringer. I den kvantitative metoden gjøres informasjonen om til målbare enheter som gjør statistiske beregninger mulige (Dalland, 2007). Enkelte forskere begrunner valg av metode ut i fra et vitenskapsteoretisk standpunkt, men i den senere tid har det blitt mer vanlig med en pragmatisk tilnærming hvor problemstilling avgjør hvilken metode som skal benyttes (Ringdal, 2007). Det er nå flere forskere som benytter en kombinasjon av kvalitative og kvantitative metoder, dette betegnes som metodetriangulering. En slik kombinasjon gir forskeren muligheten til å se fenomenet fra ulike perspektiver ved innsamling og analysing av data (Johannessen, et al., 2004). Det konkluderes ifølge Grønmo (1996) med at en kombinasjon vil veie opp for svakhetene ved de respektive metodene, og således styrke tilliten til resultatene.

Ved verdsettelse av Farstad Shipping vil vi benytte oss av metodetriangulering. Vi vil benytte sekundære data i form av finansielle rapporter og bransjerapporter. For å styrke verdsettelsen vil vi i tillegg benytte primærdata i form av uformelle samtaler med økonomisjef Hans-Fredrik Furstrand i Farstad Shipping, og statsautorisert revisor Arve Willumsen i Ernst & Young. Dette mener vi vil være med på å heve troverdigheten til verdsettelsen i form av at vi

får en bedre forståelse for Farstad Shipping og bransjen selskapet opererer i. Videre vil det også sikre en bedre forståelse av regnskapsdataene i form av at vi har mulighet til å få utdypet poster hvor det er begrenset informasjon i noter, og bistand fra Willumsen i å fortolke denne informasjonen.

### **3.2 Forskningsdesign**

Forskningsdesignet er forskerens overordnede plan for organisering og gjennomføring av undersøkelser som strekker seg fra idé, formulering av problemstilling, innsamling, analyse og tolkning av data (Johannessen, et al., 2004). Det skilles mellom tre hovedtyper forskningsdesign; eksplorativt, kausalt og deskriptivt design. Eksplorativt design egner seg dersom forskeren har lite kunnskap omkring fenomenet som undersøkes. Formålet med undersøkelsen er økt forståelse og kunnskap. Kausalt design benyttes når hensikten er å undersøke mulige årsakssammenhenger, dette gjøres ved anvendelse av ulike typer eksperiment. Deskriptivt design anvendes når formålet er å beskrive situasjonen innenfor et bestemt område, og forskeren besitter mye kunnskap innenfor dette forskningsområdet (Gipsrud, et al., 2004).

Vi vil ved verdsettelse av Farstad Shipping anvende et forskningsdesign betegnet som et deskriptivt casedesign. Deskriptivt da vi kommer til å beskrive situasjonen til Farstad Shipping på verdsettelsestidspunktet, og verdien vil bli beregnet ut i fra anerkjent og anvendt verdsettelsesteori. Denne teorien ble vi kjent med gjennom faget verdsettelse og lønnsomhetsanalyse, og via en obligatorisk prosjektoppgave under spesialiseringen vår. Vi definerer forskningsdesignet vårt til å være et case, da vi vil innhente mye og detaljert data omkring Farstad Shipping og deres omgivelser, noe som ifølge Johannessen (2004) kjennetegner et casedesign. Caseundersøkelser kan i følge Yin (2007) gjennomføres ved kombinasjon av flere metoder for å frembringe mye og detaljert data, og vi vil som tidligere nevnt benytte oss av metodetriangulering.

### **3.3 Tidsaspektet**

Ved planlegging av en forskningsprosess vil tidsaspektet være sentralt, spesielt med tanke på datainnsamlingen. Ved verdsettelse av Farstad Shipping vil vi benytte historiske regnskapsdata for perioden 2007 til 2012. I tillegg vil vi anvende nyere data vedrørende markedsforhold i den strategiske analysen. Fastsettelse av verdien på selskapet vil være basert



på et "screenshot" av situasjonen på det aktuelle verdsettelsestidspunktet. Det er viktig å være klar over at den historiske regnskapsinformasjonen kan være utdatert på enkelte punkter.

### **3.4 Datainnhenting**

Ved innhenting og analyse av data er det sentralt at man innehar kunnskap over de ulike datainnsamlingsteknikkene. Hvilken teknikk som anvendes er avhengig av problemstillingen og formålet med forskningen.

Data kan i hovedsak kategoriseres i to; primærdata og sekundærdata. Primærdata er data som er innhentet eller bearbeidet av forskeren selv til forskningsprosjektets formål.

Datainnsamlingsteknikker som ofte benyttes ved innhenting av primærdata er intervju, observasjon og spørreundersøkelser (Ringdal, 2007). Teknikkene er knyttet opp i mot det som er hensikten med innsamling av primærdata ved at forskeren ønsker å få en forståelse av fenomenet som undersøkes. Ved innsamling av primærdata har forskeren en fleksibilitet som gjør at datainnsamlingen kan tilpasses på en slik måte at den besvarer problemstillingen. En slik fleksibilitet kan også føre til at problemstillingen endres på grunn av at forskeren får økt forståelse og oppdager nye fenomener. Utfordringen ved anvendelse av primærdata er at forskeren må ta stilling til hva som er relevante data til å kunne besvare den konkrete problemstillingen. Dette medfører at forskeren må være sensitiv og kritisk til data som innhentes. Forskeren må også være observant slik at eventuelle feilkilder som foreligger i innsamlingen blir oppdaget. Eksempelvis kan respondentens omgivelser være en faktor som påvirker svarene (Ringdal, 2007). Innhenting og analyse av primærdata kan være både ressurs- og tidkrevende.

I verdsettelsen vil primærdata innhentes fra Farstad Shipping og Ernst & Young. Dette vil skje i form av korrespondanse via e-post og telefon. De respektive ekspertiseområdene til bedriftene vil bidra til å styrke den strategiske og regnskapsanalytiske delen av oppgaven, og samtidig redusere sjansene for mistolkninger. Dog er det viktig å være klar over at Farstad Shipping kan ha insentiver til å presentere informasjon i et "godt lys".

Sekundærdata er data innsamlet av andre, ofte til et annet formål. Sekundærdata inkluderer både kvalitativ- og kvantitativ data, og benyttes både i deskriptiv- og eksplorativ forskning. Sekundærdata kan kategoriseres ut i fra tre undergrupper benevnt; dokumentdata, data basert på spørreundersøkelse og multiple kilder. Dokumentdata kan eksempelvis inkludere tekstmateriell og e-post korrespondanse med bedriften, og blir ofte benyttet i forskning der det

også samles inn primærdata. Data basert på spørreundersøkelser er data fra tidligere utførte undersøkelser som har vært innhentet til et annet formål. Multiple kilder er en kombinasjon av de to ovennevnte gruppene (Saunders, et al., 2012).

Ved innsamling av sekundærdata må en være bevisst på at de kan inneholde feil.

Finansielle rapporter utarbeidet av bedriften kan eksempelvis inneholde en underliggende positivisme for å redusere effekten av eventuelle negative reaksjoner hos aksjonærene. Videre er det viktig å være kritisk til hvordan innsamlet data fra databaser er bearbeidet, siden ulike byrå kan ha forskjellig tolkning av samme data (Ringdal, 2007). Et eksempel på dette er hvordan fraktrater for ulike geografiske segmenter blir beregnet.

Av sekundære data vil vi benytte regnskapsrapporter fra Farstad Shipping og konkurrerende selskap, samt bransjerapporter fra skipsmeglere og øvrige aktører i bransjen.

### **3.5 Dataanalyse**

I analyseprosessen av primærdata bør forskeren som har innhentet dataene, også være den som analyserer og fortolker. Dette er fordi teori, hypoteser og forskerens forståelse er sentrale utgangspunkter for analysen. Primærdata skiller i fra sekundærdata ved at de ikke taler for seg selv, men må fortolkes (Johannessen, et al., 2004).

Dataanalyse av sekundærdata må være strukturert på en slik måte at informasjonen er relevant for å kunne besvare oppgavens problemstilling.

### **3.6 Reliabilitet**

I forskningsdesignet kan det stilles spørsmål rundt påliteligheten til empirien. Dette betegnes som reliabilitet. Det vil si at reliabilitet knytter seg til nøyaktigheten til forskningen, hvor målet er å redusere eventuelle målefeil. Framgangsmåten for å teste reliabilitet er at flere forskere foretar samme undersøkelse av et fenomen, og kommer fram til samme resultat. Dette tyder på høy reliabilitet, og betegnes også som "interreliabilitet". I forskningsdesignet er høy reliabilitet også en sentral forutsetning for høy validitet (Johannessen, et al., 2004).

I en verdsettelse kan det være utfordrende å stadfeste reliabilitet, da det foreligger flere fenomen som stadig er i bevegelse. Disse fenomenene er sett ut i fra et makro- og mikro perspektiv hvor førstnevnte er verdensøkonomien og sistnevnte er bedriftsspesifikke forhold. Forankring i norsk lovgivning knyttet til regnskap og revisjon bidrar til økt nøyaktighet på sekundære data som benyttes i verdsettelsen. Dette kan ses i henhold til regnskapsloven § 3-2a hvor det fremgår at årsregnskapet skal vise et rettviseende bilde over den finansielle

situasjonen til bedriften (Lovdata, 1998). Dette blir igjen kvalitetssikret gjennom revisjon, og vises ut i fra revisorlovens bestemmelse § 1-2 som omhandler revisors rolle som aktsom og objektiv part, og bidrar til økt påliteligheten til årsregnskapet (Lovdata, 1999). Til tross for dette er det likevel en sannsynlighet for at reliabiliteten i revisjonen kan bli redusert ved eventuelle menneskelige feil. Vi mener det foreligger høy reliabilitet i sekundærdataene benyttet i verdsettelsen ettersom revisor har gjennomgått regnskapet, og vi får bistand fra Farstad Shipping og Ernst & Young til tolkning av data. I primærdataene vil reliabiliteten være styrket fordi elektronisk svar gir redusert sannsynlighet for misforståelse i form av at det ikke foreligger en transkriberingsprosess.

### **3.7 Validitet**

Validitet omhandler i hvor stor grad relevansen til empirien er knyttet opp i mot fenomenet som undersøkes, og sier noe om gyldigheten i datainnsamlingen.

Det finnes mange former for validitet. Vi vil ta for oss; begrepsvaliditet, intern- og ekstern validitet. Betydningen av disse vil variere ut i fra om det er kvantitativt eller kvalitativ forskning som er i fokus (Mehmetoglu, 2004).

### **3.8 Begrepsvaliditet**

Begrepsvaliditet i kvantitativ metode dreier seg om relasjonen mellom fenomenet som skal undersøkes og de konkrete dataene, det vil si at man måler det man tror man måler (Johannessen, et al., 2004). Begrepsvaliditet sikres ved at forskeren setter seg godt inn i stoffet, og at det foreligger en teoretisk sensitivitet for informasjonen som er samlet inn. Forskeren må inneha kunnskap til å kunne finne relevante variabler som har betydning for verdsettelsen av selskapet. Prosjektoppgaven i høst gav oss kunnskap vedrørende relevant teori knyttet til verdsettelse. Ut i fra dette har vi et godt grunnlag for å kunne innhente relevant informasjon, og til å foreta kritiske vurderinger av denne. Årsregnskapet blir fremstilt ut i fra et kreditorvennlig perspektiv. Det vil derfor være nødvendig å omgruppere regnskapet til et mer investorvennlig perspektiv i forbindelse med regnskapsanalysen for å styrke begrepsvaliditeten.

### **3.9 Intern validitet**

Intern validitet innebærer det å kunne trekke konklusjoner om kausale sammenhenger mellom uavhengig- og avhengig variabel. I forskningsdesignet gjenspeiler dette hvilken grad kausalitetsforholdet har. En høy grad av intern validitet i forskningsdesignet vil si at forskningen er gjennomført på en slik måte at det gir mulighet for å påstå at forholdet mellom to variabler dreier seg om en mulig årsakssammenheng (Johannessen, et al., 2004).

Intern validitet er svært sentralt når det gjelder eksperimenter, og vil være mindre vesentlig for vår oppgave som er en caseundersøkelse og ikke et kausalt design.

### **3.10 Ekstern validitet**

Ekstern validitet har forskjellig betydning og vektlegging i kvantitativ og kvalitativ forskning. I kvantitativ forskning er ekstern validitet knyttet opp i mot generaliserbarhet. Det sentrale spørsmålet vil være om det foreligger en mulighet til å kunne generalisere funn gjort i en undersøkelse (Easterby-Smith, et al., 2012).

I kvalitativ forskning er fokuset på å kunne overføre kunnskap. Forskeren er opptatt av å beskrive en sosial dimensjon, heller enn å kunne generalisere funn.

Vårt forskningsdesign er definert som et deskriptivt casedesign som går i dybden for å finne verdien av Farstad Shipping pr. 1.1.2013. Generalisering er derfor ikke aktuelt i dette tilfelle. Primær- og sekundærdata benyttet er spesifikt relatert til bedriften, og er lite overførbart til andre sammenhenger.

## 4. Valg av verdsettelsesmodell

Hva er verdien av selskapet?

Dette er et sentralt spørsmål som dukker opp hver gang en eierstruktur skal endres. Eksempler på dette kan være ved kjøp eller salg av hele eller deler av en bedrift, fisjon, fusjon eller utløsning av aksjonærer. Ved gjennomgang av litteratur skrevet innenfor temaet verdsettelse ser man fort at det er en ting som går igjen; det knytter seg stor usikkerhet til verdien man kommer fram til. Det er ikke uvanlig at profesjonelle aktører ved benyttelse av samme modeller kommer fram til høyst ulike anslag på verdien av samme bedrift. Årsaken er som regel størrelsen på parameterne som benyttes i regnestykkene (Dahl, 2010). Verdien vil også være preget av hvilken interesse man har, eksempelvis vil et kjøper- og selgerperspektiv ofte gi ulik verdi. En grundig forståelse for verdsettelse vil gi kunnskap om hvordan forskjellige verdsettelsesmodeller er bygd opp, og hvor godt egnet de er i ulike situasjoner. Videre vil en grundig forståelse gi et bedre grunnlag for å forstå verdsetterens subjektive forutsetninger, og vurdere relevansen av disse i verdsettelsen.

Vi vil i dette kapitlet presentere tre ulike tilnærminger til verdsettelse. I tillegg vil vi si noe om hvordan modellene kan tenkes å være anvendbare for selskap i offshore supply bransjen slik at leseren får en underliggende forståelse for hvordan bransjespesifikke forhold har hatt betydning for valg av verdsettelsesmodell.

Følgende struktur vil bli benyttet ved presentasjon av verdsettelsesmodellene:

1. Fundamental verdsettelse
2. Komparativ verdsettelse
3. Opsjonsbasert verdsettelse

## 4.1 Fundamental verdsettelse

Fundamental verdsettelse er den grundigste og mest tidkrevende formen for verdsettelse. Strategisk og regnskapsmessig analyse foretatt ut i fra et investorperspektiv legger grunnlaget for utarbeidelse av fremtidsprognoser. Verdien av selskapet fremkommer ved en diskontering av estimerte kontantstrømmer fra fremtidsprognosene ved benyttelse av et fastsatt avkastningskrav.

$$Verdi = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{CF_t}{(1+k)^t}$$

Vedlegg 3 viser gangen i en fundamental verdsettelse.

Fundamental verdsettelse kan deles inn i to hovedmetoder: egenkapital- og total kapitalmetoden (Damodoran, 2002).

### 4.1.1.1 Egenkapitalmetoden

Egenkapitalmetoden verdsetter egenkapitalen direkte ved diskontering av foretakets frie forventede kontantstrømmer ved benyttelse av et egenkapitalavkastningskrav. Alternativt kan nåverdi av fremtidig superprofitt tillegges balanseført egenkapital.

Vi tar for oss tre modeller; dividende-, frikontantstrøm-, og superprofittmodellen.

#### 4.1.1.1.1 Dividendemodellen

Dividendemodellen verdsetter egenkapitalen i form av å estimere fremtidige dividender for deretter å neddiskontere disse ved hjelp av et avkastningskrav for å komme fram til en nåverdi.

Dividendemodellen kan knyttes opp i mot kontantstrømmodellen ved at de er identiske når det ikke foreligger finansielle eiendeler eller rentebærende gjeld (Gjesdal & Johnsen, 2012).

$$V_{0E} = \frac{Div_1}{(1+k_E)} + \frac{Div_2}{(1+k_E)^2} + \frac{Div_3}{(1+k_E)^3} + \dots$$

Hvor:

$$Div_t = Utbytte$$

$$k_E = \text{Avkastningskravet til egenkapital}$$

Modellen baserer seg på et enkelt konsept ved at den framhever et aksjonærperspektiv ved å fokusere på utbytte, som er den mest direkte form for avkastning for aksjonær. Ettersom det kan være vanskelig å budsjettere dividender for all fremtid, benyttes gjerne Gordons vekstformel for selskaper i steady state. Det forutsettes da en evigvarende konstant prosentvis vekst i dividendeutbetalinger. Modellen er derfor godt egnet for modne selskap med en stabil vekst (Farrell, 1985).

Gordons vekstformel kan vises som:

$$V_{0E} = \frac{Div_1}{(k_E - g)} = \frac{d(1+g)}{(k_E - g)} \times E_t$$

Hvor:

$g$  = Vekstrate

$d$  = Utbytteandel

$E_t$  = Resultat / Rentabilitet  $\times$  bokført verdi

En svakhet med Gordons vekstformel er at den gir en illusjon om at det er økning i  $d$  og  $g$  som øker verdien, og at lønnsomheten i seg selv ikke er av betydning. Når lønnsomheten er gitt er  $d$  en funksjon av  $g$  eller omvendt. Dette kan vises ut i fra formelen.

$$g = (1 - d) \times ROE$$

Hvor:

$ROE$  = Egenkapitalrentabilitet

Dividendemodellen er i følge Farrell (1985) en modell som er mindre egnet for sykliske selskaper fordi reliabiliteten svekkes ved estimering av dividender. Dividendemodellen kan derfor være vanskelig å benytte i offshore supply bransjen, ettersom fremtiden vil bli påvirket av hvor selskapet befinner seg i syklusen. Estimeringen av utbytte kan tenkes å bli påvirket i form av lave utbytter i nedgangstider, og høyere utbytter i oppgangstider.

#### **4.1.1.1.2 Frikontantstrømmodellen**

Frikontantstrømmodellen tar utgangspunkt i den frie kontantstrømmen til egenkapitalen. Det vil si kontantstrømmen etter at bedriften har imøtekommet alle kostnadene, eksempelvis rentekostnader, skatteutbetalinger og reinvesteringer. Frikontantstrømmodellen er en enkel variant av dividendemodellen i form av at dividender byttes ut med frie kontantstrømmer (Damodoran, 2002).

Frikontantstrømmodellen kan uttrykkes ut i fra følgende formel:

$$V_{0^E} = \sum_{t=1}^T \frac{FCFE_t}{(1+k_E)^t} + \frac{P_T}{(1+k_E)^T} \text{ hvor } P_T = \frac{FCFE_{T+1}}{(k_E-g)}$$

Hvor:

FCFE = Netto inntekt - økning i egenkapitalen + endringer i egenkapitalen utover innskudd av kapital og betaling av utbytte

$P_T$  = Terminalpris

$k_E$  = Avkastningkravet til egenkapitalen

$g$  = Vekstrate

Ovenfor deles modellen i to komponenter, der det første leddet uttrykker den eksplisitte perioden, og det siste leddet uttrykker en evigvarende tilstand, steady state. Dette er hensiktsmessig når selskapet forventes å ha en høy vekst i den eksplisitte perioden og en stabil vekst i steady state. Til tross for denne dekomponeringen vil likevel terminalleddet utgjøre en stor del av den fremtidige verdien av foretaket, noe modellen kritiseres for (Gjesdal, 2012).

Ved presentasjon av dividendemodellen er det nevnt at sykluser i offshore supply bransjen gjør det vanskelig å estimere fremtidige kontantstrømmer. Dette vil også være gjeldende for den frie kontantstrømmodellen.

#### 4.1.1.1.3 Superprofittmodellen

Superprofittmodellen beregner selskapets verdi som bokført verdi pluss nåverdien av fremtidig residual income. Residual income er resultat minus kapitalkostnad, hvor resultat kan uttrykkes som kontantstrøm minus avskrivninger. Kapitalkostnaden fremkommer som bokført verdi multiplisert med et avkastningskrav, og kan tolkes som alternativkostnaden på bedriftens kapital (Gjesdal & Johnsen, 1999).

$$V_0 = B_0 + \sum_{t=1}^T \frac{(C_t - A_t - kB_{t-1})}{(1+k)^t} + \frac{(C_{T+1} - A_{T+1} - kB_T)}{k} \frac{1}{(1+k)^T}$$

Hvor:

$V$  = Foretakets verdi

$B$  = Bokført verdi

$C$  = Kontantstrøm

$A$  = Avskrivning



Av formelen ser vi at nåverdi av fremtidig residual income kan splittes mellom en eksplisitt periode og en terminalverdi.

Superprofittmodellen uttrykker verdien av selskapet ved hjelp av verdidrivere. Verdien av selskapet vil være avhengig av differansen mellom rentabilitet og kapitalkostnad, størrelse på kapitalbase og varigheten av ekstraordinær avkastning. Dersom selskapet ikke evner å skape ekstraordinær avkastning vil ikke selskapet være verdt mer enn bokført verdi, noe som understreker at vekst i seg selv ikke bidrar til verdiskapning.

Superprofittmodellen baserer seg på regnskapstall. Det er likevel slik at verdien som beregnes ikke vil avhenge av sammenstillingen mellom kostnader og inntekter, da det kun er residual income i hver enkelt periode, og ikke totalt som blir påvirket (Gjesdal & Johnsen, 1999).

En fordel ved benyttelse av superprofittmodellen i stedet for en kontantstrømmodell er at terminalverdien vil være betydelig lavere, da det ofte forutsettes en begrenset ekstraordinær avkastning etter terminaltidspunktet, siden det vil være vanskelig å opprettholde en slik avkastning over tid. Superprofittmodellen uttrykker verdien av selskapet ved hjelp av verdidrivere, som har den fordelen ved at sentrale forutsetninger kommer frem. Ved benyttelse av kontantstrømmodeller er det lettere å slippe unna med urealistiske forutsetninger da disse ligger skjult (Gjesdal, 2012).

Modellen baserer seg på investert kapital, og passer best for selskap hvor de materielle eiendelene utgjør mesteparten av verdiene. Dette kommer av at selskap med vesentlige immaterielle verdier, og liten grad av investert kapital vil få en urealistisk høy superprofitt. Selskap i offshore supply bransjen er svært kapitalintensive, noe som på dette punktet gjør modellen egnet. Bransjen blir i tillegg kategorisert som moden, som igjen gjør forutsetningen vedrørende begrenset ekstraordinær avkastning etter terminaltidspunktet passende.

Det må understrekes at presenterte verdsettelsesmodeller vil gi samme verdi på egenkapitalen dersom identiske forutsetninger legges til grunn, og det er ifølge Gjesdal og Johnsen (2012) derfor vanskelig å argumentere for at en modell er bedre enn en annen.

### 4.1.2 Totalkapitalmetoden

Totalkapitalmetoden verdsetter egenkapitalen indirekte ved diskontering av foretakets frie forventede kontantstrømmer ved benyttelse av et totalkapitalkrav. Frie kontantstrømmer defineres som den residuale kontantstrøm etter at driftskostnader, skatter og reinvesteringer er imøtekommet, men før utbetalinger til kreditorer og eiere.

Den frie kontantstrømmen til totalkapitalen neddiskonteres med en veid gjennomsnittlig kapitalkostnad (WACC).

$$V_{0E} = \sum_{t=1}^T \frac{FCFF_t}{(1+WACC)^t} + \frac{P_T}{(1+WACC)^T} - V_{0D}, \text{ hvor } P_T = \frac{FCFF_{T+1}}{(WACC-g)}$$

Hvor:

$FCFF = EBIT \times (1 - T_s) + \text{Avskrivninger} - \text{Kapitalutvidelser} + \Delta \text{ Sysselsatt kapital}$

$WACC = \text{Weighted average cost of capital}$

$EBIT = \text{Resultat før renter og skatt}$

$T_s = \text{Selskapets skattesats}$

Utfordringene ved å anvende totalkapitalmetoden er knyttet til at en benytter kontantstrømmer før gjeldsutbetalinger. Fokus på kontantstrømmer før gjeld kan i noen tilfeller virke misvisende dersom bedriften har høy gjeld, i form av at bedriftens overlevelsesproblematikk ikke blir gjenspeilet. De frie kontantstrømmene i totalkapitalmetoden kan dermed sies å vise et hypotetisk bilde av hvordan det ville ha vært om bedriften ikke hadde hatt gjeld.

#### 4.1.2.1 Driftsrelatert superprofittmodell

Superprofittmodellen kan også benyttes ved indirekte verdsettelse av egenkapitalen. Dette fremkommer ved at det kun beregnes superprofitt av driftsrelaterte aktiviteter.

Det forutsettes da at netto finansiell gjeld er bokført til virkelig verdi, og at superprofitten (merkostnaden) på netto finansielle omløpsmidler vil være lik null, jfr. Modigliani-Miller teoremet (Modigliani & Miller, 1958). Driftsrelatert superprofitt er gitt ved:

$$ReOI_t = NDR_t - WACC \times NOA_{t-1}$$

Hvor:

$NDR_t = \text{Netto driftsresultat}$

$NOA_{t-1} = \text{Netto driftsrelaterte eiendeler}$

Egenkapitalens verdi fremgår som differansen mellom netto driftsrelaterede eiendeler og netto finansiell gjeld tillagt nåverdien av fremtidig driftsrelatert superprofitt.

$$\text{Verdi egenkapital}_0 = NOA_0 - NFO_0 + \sum_{t=1}^T \frac{ReOI_t}{(1 + WACC)^t} + \frac{CV_T}{(1 + WACC)^T}$$

Terminalverdien av fremtidig superprofitt finnes ved følgende formel.

$$CV_T = \frac{ReOI_{T+1}}{WACC - g}$$

Fordeler ved anvendelse av superprofittmodellen som presentert under egenkapitalmetoden er også gjeldende for den driftsrelaterede superprofittmodellen

#### 4.1.3 Egenkapitalmetoden eller totalkapitalmetoden

Egenkapitalmetoden og totalkapitalmetoden verdsetter egenkapitalen, henholdsvis direkte og indirekte. Forskjellen er at de benytter forskjellig definisjon av frikontantstrøm og ulik diskonteringsfaktor. Det er derfor sentralt at man er konsistent i verdsettelsen, og ikke foretar "mismatch" mellom kontantstrøm og diskonteringsfaktor. Eksempelvis vil egenkapitalen bli verdsatt for lavt om man hadde benyttet kontantstrømmen til totalkapitalmetoden og neddiskontert denne med egenkapitalavkastningskravet. Dette er fordi egenkapitalavkastningskravet ikke tar høyde for gjeldsforholdet i selskapet, og man får dermed en høyere diskonteringsfaktor.

Til tross for at disse to metodene har ulik tilnærming vil de i teorien gi en lik verdi for egenkapitalen dersom det foreligger konsistens i forutsetningene. Et spørsmål som reiser seg er hvorfor det vil være nødvendig med en indirekte tilnærming framfor en direkte ettersom de i teorien gir en lik verdi. Svaret kan ses i henhold til hvordan totalkapitalmetoden klarer å effektivisere tidsbruken av verdsettelsen når det kommer til å takle utfordringer vedrørende signifikante endringer i gjeldsforholdet over tid. Ved benyttelse av egenkapitalmetoden vil en endring medføre at man må estimere nye gjeldsutbetalinger fram i tid, noe som kan bli svært komplisert. Totalkapitalmetoden takler denne utfordringen ved å innhente ny informasjon om gjeldsforholdet og rentekostnadene for å estimere den veide gjennomsnittlige kapitalkostnaden (Damodoran, 2002).

#### **4.1.4 Begrensninger ved fundamental verdsettelse**

Den fundamentale verdsettelsen baserer seg på estimering av fremtidige kontantstrømmer. Det vil alltid være en viss usikkerhet forbundet med estimeringene, siden de vil være preget av subjektive forventninger til fremtiden. Dersom selskapet har negative kontantstrømmer, og det forventes at disse vil vedvare, er metoden mindre egnet fordi dette vil gi en negativ verdi av selskapet. I tillegg brytes forutsetningen om fortsatt drift som legges til grunn ved fundamental verdsettelse. Estimeringen av kontantstrømmene vil også være utfordrende dersom bedriften opererer i en bransje preget av konjunktursvingninger.

#### **4.1.5 Konklusjon fundamentale verdsettelsesmodeller**

Den fundamentale verdsettelsen legger strategisk analyse og analyse av historiske regnskapsdata til grunn. Metoden går grundig til verks i form av å kartlegge eksterne- og interne forhold slik at verdsetteren får en underliggende forståelse av hva som genererer verdi. Vi vil ved verdsettelse av Farstad Shipping utføre en fundamental verdsettelse ved benyttelse av den driftsrelaterte superprofittmodellen. Modellen deler verdien inn i tre komponenter som gjør at verdien i terminalleddet blir begrenset, og det fokuseres på lønnsomhet og vekst som de faktorene som skaper verdi. Offshore supply bransjen er svært kapitalintensiv, noe som gjør superprofittmodellen egnet ved at den baserer seg på investert kapital. Bransjen blir videre betegnet som moden, og gjør forutsetningen vedrørende begrenset ekstraordinær avkastning etter terminaltidspunktet passende. I tillegg unngår vi ved indirekte verdsettelse av egenkapitalen å budsjettere finansielle strømmer, noe som kan være svært utfordrende, og medføre betydelig usikkerhet på grunn av kapitalintensiteten og syklusene som foreligger i bransjen.

## 4.2 Komparativ verdsettelse

Komparativ verdsettelse kan sies å være en markedsbasert tilnærming.

Vi vil presentere to former for komparativ verdsettelse:

Verdsettelse basert på multiplikatormodeller og verdsettelse basert på substansverdi.

### 4.2.1 Verdsettelse basert på multiplikatormodeller

Ved benyttelse av multiplikatormodeller legges markedsverdiene til sammenlignbare selskaper til grunn for verdsettelsen. Multiplikatormodeller har den fordelen at verdien på verdsettelsesobjektet blir bestemt ut i fra markedsverdiene til sammenlignbare selskaper. Dette gjør at verdsetteren frigjør seg fra subjektive oppfatninger omkring underliggende forhold av betydning for verdsettelsen. Det er viktig å være klar over ved anvendelse av multiplikatormodeller at de børsnoterte selskapene allerede er verdsatt av markedet i form av fremtidige kontantstrømmer, noe som indikerer at verdsettelse basert på multiplikatormodeller er en avledning av kontantstrømbaserte metoder (Kaldestad & Møller, 2011).

Multiplikator er et forholdstall som fremkommer ved at verdien av selskapet, eller prisen på en aksje deles på en resultat-, kontantstrøm- eller balansestørrelse.

Verdien av det selskapet som skal verdsettes fremkommer ved at en multipliserer en regnskapsstørrelse, benevnt skaleringsfaktor, hos verdsettelsesobjektet med en tilhørende multiplikator. Størrelsen på multiplikator vil være avhengig av de sammenlignbare selskapene (Dyrnes, 2004 ).

Følgende multiplikatormodeller vil bli presentert.

- *P/E – Price/Earnings*
- *P/B – Price/Book*
- *EV/EBITDA – Enterprise Value / Earnings Before Interest, Tax, Depreciation and Amortization*

#### 4.2.1.1 P/E – Price/Earnings

P/E multiplikatoren fremkommer som et forholdstall mellom aksjens kursverdi, og resultat før ekstraordinære poster minus skatt for komparative børsnoterte selskap (Boye & Dahl, 1995). Resultat før ekstraordinære poster fratrukket skatt hos verdsettelsesobjektet multipliseres så med forholdstallet.

##### Formel P/E:

$$\text{Verdi EK} = (\text{Resultat før ekstraordinære poster} - \text{skatt}) \times \frac{P}{E}$$

Hvor:

$$\frac{P}{E} = \text{Price/Earnings multiplikator}$$

$$P = \text{Pris på komparative selskap}$$

$$E = \text{Resultat før ekstraordinære poster minus skatt for komparative selskap}$$

Det kan være vanskelig å basere en konklusjon på en P/E faktor isolert sett, da metoden er beheftet med en rekke forhold man skal være klar over. P/E blir vanligvis beregnet ut i fra selskaper i samme bransje, og siden Norge er et lite land med begrenset antall selskaper innenfor samme bransje kan dette være en utfordring. I tillegg er selskapene ofte diversifiserte, noe som ifølge Boye og Dahl (2002) fører til at bedriftsspesifikke forhold kan være så utslagsgivende at relevansen til en observert P/E i praksis kan være liten. Et eksempel på dette er kapitalstrukturens betydning, som benevnes av Kaldestad og Møller (2011) som den største svakheten ved metoden. Resultat etter skatt påvirkes av rentekostnaden som vil være forskjellig ved ulik gjeldsgrad, eller lånebetingelser for to selskaper med lik virksomhetsverdi. Resultat etter skatt blir også påvirket av hvilke regnskapsregler som legges til grunn der det åpnes opp for forskjellig regnskapsmessig behandling. Videre er det slik at modellen har sine begrensninger ved en langsiktig tidshorisont, der tilfeldige posteringer i resultatregnskapet ikke kan predikeres fram i tid.

I tillegg til ovennevnte forhold kan modellen i praksis være utfordrende å anvende i offshore supply bransjen. Dette er fordi den operasjonelle aktiviteten til de ulike selskapene er delt inn i et spotmarked og et langsiktig marked. Farstad Shipping har en langsiktig befraktningsprofil, mens flere av de andre aktørene i bransjen opererer i spotmarkedet. En P/E multiplikator vil ikke ta hensyn til disse ulike bedriftsspesifikke forholdene, og dette må hensyntas ved bruk av en slik multiplikator.

#### 4.2.1.2 P/B – Price/Book

P/B metoden viser forholdet mellom markedsverdien til egenkapitalen og selskapets bokførte verdi av egenkapitalen.

P/B finnes ved å dele selskapets børsverdi på total egenkapital.

##### Formel P/B:

$$\text{Verdi EK} = (\text{Bokført verdi EK}) \times \frac{P}{B}$$

Hvor:

$$\frac{P}{B} = \text{Price/Book multiplikator}$$

$P$  = Pris på komparative selskap

$B$  = Bokført verdi av egenkapitalen for komparative selskap

En P/B større enn 1 indikerer at markedsverdien til egenkapitalen er høyere enn den bokførte verdien. Metoden har noen svakheter i form av at multiplikatoren blir påvirket av forskjellig regnskapsmessig behandling hos de ulike selskapene. Dette kan eksempelvis være ulik avskrivningsprofil eller ulik behandling ved aktivering av immaterielle eiendeler.

Offshore supply bransjen er preget av hyppige sykluser. Dette vil påvirke anskaffelseskostnaden til identiske skip i form av ulik pris som varierer ut i fra tilbud og etterspørsel, avhengig av hvor vi befinner oss i syklusen. Ulik anskaffelseskostnad vil resultere i forskjellige avskrivningsprofiler til selskapene. P/B multiplikatoren kan derfor være utfordrende å anvende, ettersom aktørene i bransjen har store materielle verdier i form av skip i balansen.

#### 4.2.1.3 EV/EBITDA - Enterprise Value / Earnings Before Interest, Tax, Depreciation and Amortization

Modellen viser forholdet mellom Enterprise Value (EV) og Earnings before Interest, Tax, Depreciation and Amortization expenses (EBITDA). EV/EBITDA multiplikatoren sammenligner selskapenes underliggende drift, og bør imidlertid benyttes sammen andre multiplikator modeller da den ignorerer investeringsbehovet (Kaldestad & Møller, 2011).

**Formel EV/EBITDA:**

$$\frac{EV}{EBITDA} = \frac{\text{Markedsverdi av EK} + \text{Netto rentebærende gjeld}}{\text{Driftsresultat før avskrivninger og nedskrivninger}}$$

Hvor:

*EV = Verdi av sysselsatt kapital*

*EBITDA = Resultat før renter, skatt, avskrivninger og nedskrivninger*

Ut i fra formelen ser man at EV/EBITDA faktoren bestemmes ut i fra et selskapsnivå, og anvender dette som et komparativt grunnlag. Dette er ulikt i forhold til de andre metodene som anvender en felles multiplikatorfaktor basert på industrinivå (Damodoran, 2002).

Fordelen med denne metoden er at den gir et godt grunnlag for sammenligning med andre selskaper. Dette er fordi den fokuserer på den underliggende driften, og ikke blander inn kapitalstruktur slik som P/E multiplikatoren.

Metoden ekskluderer komponenter som ofte varierer mellom selskapene i form av ulik regnskapsmessig behandling. Den ser blant annet vekk i fra avskrivninger som vil være forskjellig, grunnet ulik avskrivningsprofil. Videre ser metoden også vekk i fra uforutsette posterings, eksempelvis nedskrivninger. Dette er posterings som kan være av betydelig beløp, og ville eksempelvis gitt en kunstig høy P/E faktor.

Til tross for fordelene sier Koller (2005) at dette likevel er en modell som bør bli tilpasset etter forholdene, og bør benyttes med en annen multiplikator for å få et helhetlig bilde av virksomheten. Dette kan eksempelvis ses ut i fra hvordan leasing påvirker multiplikatoren. Kostnaden vedrørende operasjonell leasing blir inkludert i EV/EBITDA multiplikatoren da den blir klassifisert som annen driftskostnad, og kommer til fradrag i EBITDA. Dette vil gi en skjevhet ved sammenligning av et selskap med egen flåte fordi kostnaden knyttet til eiendelen blir klassifisert som avskrivning, som ekskluderes fra EBITDA. Dette resulterer i at selskapet



med den operasjonelle leasingen får en lavere EBITDA, og dermed en høyere EV/EBITDA multiplikator enn selskapet som besitter egen flåte.

#### **4.2.1.4 Begrensninger ved multiplikatormodeller**

Det foreligger begrensninger ved anvendelse av multiplikatormodeller i form av at de kan sies å ha et kortsiktig fokus og overfokuserer på dagens forhold, noe som er en utfordring ved konjunktursvingninger. Det kan være også utfordrende å bruke modellene i Norge hvor det er få sammenlignbare selskaper hvor vekst, størrelse og finansiering er forskjellig.

#### **4.2.2 Verdsettelse basert på substansverdi**

Verdsettelse på grunnlag av substansverdi skjer med utgangspunkt i hva eiendelene kan omsettes for i markedet. Boye og Dahl (1995) benytter følgende definisjon: "Substansverdien av egenkapitalen er definert som markedsverdien av eiendelene fratrukket gjeld inkl. latent skattegjeld når dette er relevant".

Verdsettelse av eiendelene skjer ved at man ser bort i fra nåværende bruk. I motsetning til hva som gjøres ved benyttelse av diskonterte kontantstrømmer, hvor verdien vil være definert som nåverdien av de framtidige kontantstrømmer eiendelen forventes å generere (Kaldestad & Møller, 2011).

I følge Boye og Dahl (1995) er verdsettelse basert på substansverdimetoden godt egnet i følgende situasjoner:

- Det finnes et velfungerende andrehåndsmarked for eiendelene. Eksempler på slike velfungerende andrehåndsmarkeder finner vi innenfor shipping og eiendom.
- Eiendelenes verdi er uavhengig av type virksomhet som drives i selskapet.
- Kjøp av foretaket er et alternativ til kjøp av eget anlegg.

Det er siste tilgjengelige balanse korrigert for mer- eller mindreverdier i selskapets eiendeler og gjeld som legges til grunn for verdsettelse etter substansverdimetoden (Boye & Dahl, 1995).

Når det gjelder omsetning av skip i andrehåndsmarkedet innenfor offshore supply bransjen av type AHTS og PSV som Farstad Shipping opererer, vil disse skipene ofte bli solgt til et annet formål enn det de var konstruert for. De innflytelsesrike oljeselskapene er i posisjon til å stille strenge krav til fartøy de ønsker å befrakte. Når slike spesialkonstruerte skip blir solgt i andrehåndsmarkedet for å benyttes som ordinære fraktskip, eller solgt til utenlandske

markeder hvor spesialkonstruksjon er av mindre betydning, vil betalingsvilligheten være lavere enn bruksverdien til selger, som er verdien funnet ved benyttelse av diskonterte kontantstrømmer. I tillegg vil markedsprisene som er grunnlaget for verdsettelse etter substansmetoden bli påvirket av skift i tilbud og etterspørsel, slik at verdien av eiendelene i den volatile offshore supply bransjen sterkt vil avhenge av hvor man befinner seg i syklusen på verdsettelsestidspunktet. Substansverdimetoden vil ikke inkludere immaterielle eiendeler som eksempelvis merkevare og humankapital, da disse ikke kan selges særskilt.

#### **4.2.3 Konklusjon komparative verdsettelsesmodeller**

Verdsettelse basert på multiplikatormodeller er enkelt og kostnadseffektivt, men bør benyttes med varsomhet. Dersom multiplikatormodeller skal kunne brukes på en hensiktsmessig måte er det avgjørende at man forstår modellenes oppbygning, og hvilke svakheter de er beheftet med. Verdsettelse basert på substansverdi bør kun benyttes dersom det eksisterer et velfungerende andrehåndsmarked, og selskapet er av en slik karakter at metoden synes egnet.

Ved verdsettelse av Farstad Shipping vil vi benytte multiplikator modeller som et supplement til den fundamentale verdsettelsen. Verdsettelse basert på substansverdi ser vi vil føre til en undervurdering av selskapet av årsaker benevnt ovenfor, og vil ikke bli benyttet.

### 4.3 Opsjonsbasert verdsettelse

For selskap som opererer under stor grad av usikkerhet vil verdsettelse basert på tradisjonelle metoder, hvor kontantstrømmer neddiskonteres til en nåverdi, i enkelte situasjoner undervurdere foretaket. Dette skyldes at verdien av fleksibilitet som foretaket innehar for å tilpasse seg usikre omgivelser, ikke blir tatt hensyn til på en tilfredsstillende måte. Verdien av fleksibilitet kan inkluderes ved benyttelse av realopsjoner (Tvedt, 2000).

Realopsjoner baserer seg på teorien som ligger til grunn for prising av finansielle opsjoner. En opsjon er en rett, men ingen plikt til å kjøpe eller selge verdipapirer til avtalt pris innen eller på et avtalt tidspunkt.

Vi får følgende verdi av selskap som inkluderer realopsjoner (Kaldestad & Møller, 2011).

$$V_0 = V_{\text{as is}} + \text{Nåverdi av særlig fleksibilitet}$$

$$V_{\text{as is}} = \text{Nåverdien av fremtidige kontantstrømmer i et statisk scenario}$$

Det finnes mange former for fleksibilitet og ulike typer realopsjoner, hvor vi vil ta for oss fire av disse som er presentert av Trigeorgis (1996).

- Muligheten til å utsette et prosjekt.

Dette vil være verdifullt dersom omgivelsene er usikre og prisene er volatile. Det kan tenkes at et prosjekt med negativ nåverdi i dag vil ha positiv verdi om et år som et resultat av en prisoppgang. En mulighet til å kunne utsette oppstart for et prosjekt kan sammenlignes med det å eie en amerikansk kjøpsopsjon.

- Muligheten til å utvide et prosjekt eller ekspandere.

Det vil være verdifullt å kunne utvide omfanget av en investering dersom det viser seg at den blir lønnsom. Videre kan det tenkes at selskapet har mulighet til å ekspandere i nye geografiske markeder, eller ved lansering av nye produkter, noe som vil representere en verdi for selskapet.

- Muligheten til å kunne legge ned et prosjekt.

En mulighet til å komme seg ut av et mislykket prosjekt i løpet av kort tid, vil redusere selskapets nedsiderisiko, og således representere en verdi. Dette kan sammenlignes med å inneha en amerikansk salgsoptions på et prosjekt hvor likvideringsverdien representerer utøvelseskursen.

- Muligheten til å bytte/tilpasse seg.

Dersom selskapet har mulighet til å bytte innsatsfaktorer på grunnlag av prisutvikling, eksempelvis mellom olje og gass, vil dette representere en verdi. Innenfor tradisjonell shipping vil selskaper som opererer i spotmarkedet kunne bytte mellom befraktning etter hva som er lønnsomt.

Det er vanlig for selskap i offshore supply bransjen at det ved inngåelse av kontrakter for bygging av skip, inngås opsjoner på bygging av ytterligere skip ved samme verft. En byggeopsjon av en slik karakter er ikke omsettelig for selskapet, men har verdi i form av den sikrer tilgangen til å få bygget nye skip ved ønsket verft som man erfaringsmessig har tillit til, og vet besitter ønsket kompetanse. Dersom det ikke forelå en slik opsjonsrettighet hadde selskapet risikert og måtte vente til verftet hadde ledig kapasitet, noe som kan være en betydelig tidsperiode spesielt ved oppgangsperioder i bransjen, da det vil oppstå knapphet på verftskapasitet.

Muligheten til å bytte/tilpasse seg er aktuelt i offshore supply bransjen ved at selskap som opererer i ulike verdensmarked, har mulighet til å tilpasse den strategiske plasseringen av skip ut i hvor det er geografisk lønnsomt. Dette er en strategi Farstad Shipping benytter seg av. I offshore supply bransjen kan det tenkes at fartøy er operasjonelle selv om ratene ikke er tilstrekkelige til å dekke driftskostnadene. Grunnen til dette er at det implisitte opsjonselementet om å gå i opplag blir betraktet som en opsjonsverdi. Dette resulterer i at selskapene i bransjen kan operere med lavere rater, enn dersom opsjonselementet ikke hadde blitt tatt i betraktning (Mossin, 1968).

Ankerhåndterings- og supplyfartøy som anvendes i offshore supply bransjen er svært spesialiserte fartøy. Det vil være flere anvendelsesmuligheter, og dermed høyere opsjonsverdier forbundet med selskap innenfor tradisjonell shipping som opererer skip med lavere grad av spesialisering, eksempelvis standardiserte konteinerskip, da de har mulighet til å bytte befraktning etter hva som er lønnsomt (Bendall & Stent, 2007).

For å forstå hvordan verdien av en realopsjonen fremkommer må man se hvilke variabler som står bak. Disse variablene er benevnt av Copeland & Antikarov (2001):

- Verdien av underliggende aktiva
- Utøvelsespris (Strike)
- Tid til forfall
- Standardavviket til underliggende aktiva
- Risikofri rente under levetiden til opsjonen

Hvordan disse variablene påvirker en eventuell call- og put opsjon vises i vedlegg 4 av Damodoran (2002). Vi vil gå inn på to modeller for prising av realopsjoner; Black & Scholes- og den binomiske modellen.

#### 4.3.1 Black & Scholes-Modellen

Black & Scholes formelen viser hvordan prisen til en europeisk call opsjon beregnes. Modellen er kompleks og har flere underliggende forutsetninger hvor vi trekker fram tre av disse. Ut i fra modellens oppbygging forutsatte Black & Scholes at opsjonen er europeisk, og kan kun utøves etter endt løpetid. Black & Scholes forutsatte en markedsrente som er konstant og informert om i markedet. Videre la de til grunn at det ikke forekommer endringer i dividende eller kontraktsprisen utover kontraktstiden (Black & Scholes, 1973).

Formelen er hentet ut i fra Black & Scholes (1973).

$$\omega(x, t) = xN(d_1) - ce^{r(t-t^*)}N(d_2)$$

Hvor:

$$d_1 = \frac{\ln x/c + \left(r + \frac{1}{2}v^2\right)(t^* - t)}{v\sqrt{t^* - t}}$$

$$d_2 = \frac{\ln x/c + \left(r - \frac{1}{2}v^2\right)(t^* - t)}{v\sqrt{t^* - t}}$$

Modellen tar utgangspunkt i en kontinuerlig diskontering av risikofri rente og at aksjeprisene følger en stokastisk prosess, beskrevet med en geometrisk brownsk bevegelse. Dette kan ses ut i fra formelen ved at prisbevegelsene er tilfeldige og normalfordelte (Kaldestad & Møller, 2011). Til tross for de mange variablene som ligger til grunn i formelen uttrykker den minimumsverdien til opsjonen sammen med verdien knyttet til volatiliteten. Dette kan ses i forhold til at formelen viser dagens verdi av aksjen trukket fra den diskonterte kontraktsprisen.

Black & Scholes modellen skiller seg ut i fra de tidligere nevnte verdsettelsesmodellene i form av at den baserer seg på observerte variabler som forklarer hvordan opsjonen prises. Det

som kan ses ut i fra modellen er at det ikke foreligger noe avkastningskrav. Dette tyder på at modellen er uavhengig av investor sine preferanser i motsetning til fundamentale verdsettelsesmetoder. Det som påvirker prisen er eksempelvis den risikofrie renten, som er observerbar (Merton, 1973).

Modellen begrenser seg ved at den ikke kan prise amerikanske opsjoner ettersom den forutsetter at opsjonen blir utøvd etter endt løpetid. Dersom man utvider Black & Scholes formelen med Blacks Approximation vil dette gi en tilnærmet metode i å beregne en amerikansk call opsjon på en aksje som betaler ut dividende (Black, 1975).

#### 4.3.2 Binominalmodellen

Binominalmodellen priser opsjonen ved at verdien av underliggende aktiva følger en binomisk multiplikativ prosess over diskrete perioder (Cox, Ross, & Rubinstein, 1979). Ved beregning av prisen tar man utgangspunkt i de fremtidige utfallene og finner prisen ved baklengs induksjon.

Binominalmodellen er presentert ut i fra Cox, Ross, & Rubinstein (1979).

$$C = S\Phi[a; n, p'] - Kr^{-n}\Phi[a; n, p]$$

$$P \equiv \frac{r-d}{u-d} \text{ og } P' \equiv \left(\frac{u}{r}\right) \times P$$

$$a \equiv \text{The smallest non - negative integer greater than } \frac{\log(K/Sd^n)}{\log\left(\frac{u}{d}\right)}$$

*If  $a > n$ , then  $C = 0$*

Fordelen med den binomiske modellen er at den kan prise amerikanske opsjoner i motsetning til Black & Scholes modellen som er begrenset til kun prising av en europeisk call, med mindre man anvender Blacks Approximation. Videre blir også den binomiske modellen ansett som mindre kompleks enn Black & Scholes formelen, i form av at den kartlegger utfall ut i fra et binomisk tre i stedet for en matematisk formel. Det binomiske treet kan også anvendes som et beslutningsverktøy.

### **4.3.3 Begrensninger ved å benytte modellene i praksis**

I teorien krever opsjonsbaserte modeller at det forutsettes et effisient marked uten muligheter for arbitrasje. Dette er en forutsetning som begrenser opsjonsmodellene dersom det er vanskelig å bestemme verdien til den underliggende eiendelen. Det blir spesielt utfordrende når det ikke foreligger noen tilgjengelige markedspriser på eiendelen (Lander & Pinches, 1998). Med andre ord, vil beviset for at man bør benytte den risikofrie renten falle vekk når put/call pariteten ikke gjelder, da denne forutsetter et likvid marked for underliggende eiendel (Kaldestad & Møller, 2011).

Begrensningene kan også ses ut i fra hvilken "periode prosess" som ligger til grunn for de to modellene. Utfordringer som kan oppstå i binominalmodellen er at kontantstrømmen til den underliggende eiendelen ikke nødvendigvis følger en binomisk multiplikativ prosess som en binominalmodell forutsetter. I Black & Scholes ser man utfordringen er knyttet opp i mot dens forutsetning om stokastisk prosess i kontinuerlig tid. I realmarkedene kan det foreligge treghet og "mean reversion," videre kan verdiendringer også skje i sprang. Når det oppstår sprang i prisen, og det foreligger mangel på likviditet i opsjonen eller den underliggende eiendelen, vil utøver av opsjonen ikke være i stand til å realisere en positiv egenverdi på annen måte enn å utøve opsjonen. Av dette kan vi konkludere at stor volatilitet ikke nødvendigvis er positivt, da fastsettelse av prosjektverdi kan medføre stor usikkerhet slik at egenverdien forsvinner (Kaldestad & Møller, 2011).

Disse implikasjonene gir en indikasjon på at mange av forutsetningene som ligger til grunn i modellene ikke nødvendigvis er tilstede ved realopsjoner, og dermed kan oppfylles i praksis. Verdsettelse ved anvendelse av Black & Scholes modellen kan derfor sies å være kontroversielt, og det er viktig å være klar over at metoden er beheftet med stor usikkerhet.

### **4.3.4 Konklusjon opsjonsbaserte verdsettelsesmodeller**

For selskap som opererer i bransjer kjennetegnet ved stor grad av usikkerhet kan verdsettelsen bli styrket ved anvendelse av realopsjoner. Dette i form av at verdien av fleksibilitet identifiseres og kvantifiseres, noe som ikke blir hensyntatt på en tilfredsstillende måte ved tradisjonell verdsettelse basert på kontantstrømmer.

Vi finner det hensiktsmessig ved verdsettelse av egenkapitalen til Farstad Shipping å foreta en verdsettelse ved anvendelse av Black & Scholes modellen som et supplement til den fundamentale verdsettelsen.

## **5. Strategisk analyse**

Den strategiske analysen er av stor betydning i en fundamental verdsettelse fordi den starter der regnskapet slutter. Den predikerer framtiden utover den historiske forankringen som regnskapet bidrar med. I tillegg avdekker den faktorer som genererer verdi som ikke er inkludert i regnskapet. Strategisk analyse og regnskapet utgjør sammen en synergieffekt som styrker den fundamentale verdsettelsen.

Formålet med den strategiske analysen vil først og fremst være å få en forståelse av virksomheten og dens omgivelser. Dette i form av å se hva som avgjør vekst, lønnsomhet og utvikling på nåværende tidspunkt, og hvordan dette kan forventes å være i fremtiden. For at verdsettelsen ikke skal virke urealistisk bør det foreligge begrunnelser for de forutsetningene som tas, hvor disse bør være drøftet i en strategisk analyse slik at leseren får innsikt i verdsetterens ståsted.

### **5.1 Ekstern analyse**

Formålet med å utføre eksterne analyser er å kunne kartlegge hvilke trusler og muligheter som utvikler seg i bedriftens omgivelser for å kunne tilpasse seg disse (Roos, et al., 2010). En strategisk posisjonering i markedet krever at bedriften tilpasser de mikroøkonomiske forholdene ut i fra de makroøkonomiske ved å foreta en strategisk rettleiding og allokering av bedriftens ressurser for å anlegge en grad av konkurransevne. Det er viktig å framheve at hensikten med en ekstern analyse ikke er å forklare fortiden, men å predikere framtiden. Investeringsbeslutninger gjort i dag vil være basert på fremtidige forventninger om å kunne generere profitt i industrien (Grant M, 2008).

Vi har valgt å benytte PESTEL og Porters Five Forces for å kartlegge Farstad Shippings eksterne omgivelser. Dette er to strategiske analysemodeller som analyserer de eksterne omgivelsene ut i fra ulike perspektiv. PESTEL legger i hovedsak vekt på trender og hendelser i makroøkonomien, mens Porters Five Forces fokuserer på atferden til aktørene i bransjen. Ved anvendelse av modellene har vi lagt vekt på faktorer vi anser for å ha høy relevans for verdsettelsen. Utvelgelsen er basert på et subjektivt grunnlag, men vårt samarbeid med Farstad Shipping har gitt en anerkjennelse for relevansen av de inkluderte faktorene.



### 5.1.1 PESTEL analyse

PESTEL analysen er en videreutviklet versjon av den opprinnelige PEST analysen, og benyttes som grunnlag til å reise spørsmål omkring hvordan omgivelsene påvirker bedriften. PESTEL analysen er naturlig å starte med for å se hvilke historiske faktorer som har påvirket bransjen, og i hvilken grad disse faktorene vil påvirke den fremtidige utviklingen for aktørene (Roos, et al., 2010).

Følgende tabell gir en oversikt over hvilke faktorer som vil bli presentert.

<b>P</b> olitical - Politiske forhold	<ul style="list-style-type: none"><li>• <i>Nasjonal og europeisk maritim politikk</i></li><li>• <i>Myndigheter og nasjonalisering</i></li><li>• <i>Maritim skattepolitikk</i></li><li>• <i>Nye geografiske segmenter</i></li></ul>
<b>E</b> conomic - Økonomiske forhold	<ul style="list-style-type: none"><li>• <i>Oljepris</i></li><li>• <i>Sykluser</i></li><li>• <i>Rentenivå</i></li></ul>
<b>S</b> ocial - Sosiokulturelle forhold	<ul style="list-style-type: none"><li>• <i>Maritim kompetanse</i></li><li>• <i>Utviklingen i produksjonsland</i></li><li>• <i>Maritim kultur</i></li></ul>
<b>T</b> echnological - Teknologiske forhold	<ul style="list-style-type: none"><li>• <i>Teknologisk spredning</i></li><li>• <i>Teknologisk "tidspress"</i></li><li>• <i>Offentlig støtte til forskning og utvikling</i></li></ul>
<b>E</b> nviroment - Miljømessige forhold	<ul style="list-style-type: none"><li>• <i>Miljøregulering</i></li></ul>
<b>L</b> egal - Legale forhold	<ul style="list-style-type: none"><li>• <i>Rederibeskatning</i></li><li>• <i>Sysselsettingsordning</i></li><li>• <i>Miljøavgifter</i></li></ul>

Figur 3: PESTEL analyse av offshore supply bransjen

### **5.1.1.1 Politiske- og juridiske forhold**

#### **5.1.1.1.1 Nasjonal og europeisk maritim politikk**

Norge har en lang historie med skipsfart som blir betraktet som en av våre nasjonale interesser. I Soria Moria erklæringen ble den maritime næringen som en av fem næringer valgt ut av regjeringen til å være et strategisk satsningsområde. Gjennom den konkrete strategien "Stø kurs" ble det lansert målsettinger med formål om å styrke den maritime næringens konkurranseevne, og i tillegg styrke Norge som skipsnasjon (Jakobsen, et al., 2012). I følge rederiene var en slik støtte nødvendig for å møte internasjonal konkurranse, og for at flere norske selskap ikke skulle flagge ut. Til tross for en slik satsning i den maritime politikken foreligger det likevel misnøye til eierskapspolitikken knyttet til formueskatten. Rederiene mener formueskatten slik den nå foreligger stimulerer til utenlandsk- og offentlig eierskap av bedrifter, som igjen svekker verdiskapning og innovasjon i den norske bransjen (Norges Rederiforbund, 2013). Betydningen av formueskatten gjenspeiles i et av de strategiske målene til Norges Rederiforbund der ønsket er at eierskap og drift fra Norge skal være attraktivt og konkurransedyktig for aktørene (Norges Rederiforbund, 2011). En fjerning av formueskatten vil være et steg nærmere nøytrale skatte- og avgiftsregler i forhold til internasjonal konkurranse.

En satsning på maritim politikk er ikke bare nasjonalt anliggende, men får også støtte internasjonalt. EU har fremmet strategiske mål, hvor ønsket er å opprettholde og styrke Europas verdensledende maritime satsning. En slik felles støtte i nasjonal- og internasjonal sammenheng er med på å utforme en konkurransedyktig plattform, hvor bransjen beveger seg mot felles reguleringer (European Commission, 2009).

#### **5.1.1.1.2 Myndigheter og nasjonalisering**

I senere tid har det blitt oppdaget oljeressurser utenfor Afrikas vestkyst, noe som har gitt et nytt geografisk segment for bransjen. Det foreligger visse utfordringer relatert til dette markedet i form av eksterne risikoer som ikke er direkte knyttet opp i mot operasjonelle aktiviteter. Dette er risiko i form av ustabile myndigheter, terror, pirattrussel og korrupsjon, hvor graden av denne er vesentlig høyere enn andre geografiske segmenter. For bransjen medfører dette økte kostnader grunnet behov for økt beskyttelse, og et større behov for mer pålitelig informasjonsflyt. Videre kan en slik risiko også gjenspeiles i lønnskostnadene til de ansatte i form av et påslag av risikopremie for å drifte i et slikt geografisk segment.

Land som Bolivia og Venezuela har en sterk nasjonalistisk ideologi. Dette påvirker bransjen i form av at disse to landene verner sine nasjonale ressurser mot internasjonale aktører. Dette svekker konkurransekraften og medfører en skjevfordeling av rettigheter i bransjen. Det finnes flere land som bærer preg av en slik nasjonal regulering. I Brasil utøves det en mildere form for nasjonal regulering ved at man må tilfredsstille krav om at fartøy skal være bemannet med en gitt prosentandel brasilianske årsverk. Slike nasjonale reguleringer kan bli sett på som en inngangsbarriere i det aktuelle geografiske segmentet.

#### **5.1.1.1.3 Maritim skattepolitikk**

Maritim næring er som tidligere nevnt et strategisk satsningsområde for regjeringen. Sysselsettingsordning for sjøfolk og særskilt rederibeskatning er ordninger som skal bidra til relativt like konkurransevilkår med andre europeiske land, og hindre utflagging (Jakobsen, et al., 2012).

Sysselsettingsordningen skal bidra til at norske rederier kan bemanne skip med norsk mannskap, og fortsatt ha et nivå på lønnskostnadene som er konkurransedyktig internasjonalt. I dag foreligger det ingen beskyttelse av norske sjøfolk på norsk sokkel, slik at det er opp til det enkelte rederi hvordan bemanningen skal se ut. For skip i petroleumsvirksomhet gjelder en nettolønnsordning hvor innbetalt forskuddstrekk og arbeidsgiveravgift refunderes mot at skipene føres under norsk flagg, og har en viss prosentandel norsk mannskap. Ordningen kritiseres av den maritime næringen, da den er begrenset gjennom et tak per ansatt hvert år som ikke er blitt inflasjonsjustert siden innføringen i 2008. Videre er den norske ordningen mindre legitim og forutsigbar enn tilsvarende ordninger i andre land da den ikke er lovfestet, men kun hjemlet i årlige budsjettvedtak, og dermed gjenstand for årlige diskusjoner (Maritimt Forum, 2012). For rederier som opererer i en bransje preget av store konjunktursvingninger vektlegges forutsigbarhet ved valg mellom norsk og utenlandsk arbeidskraft. Vilårene i nettolønnsordning gjør at en rekke offshore supply rederier, som et ledd i kostnadsreducerende tiltak, velger å flagge ut skip siden ordningen slik den nå fremstår, ikke utjevner konkurranseforskjellen i forhold til betingelsene i andre europeiske land (Jakobsen, et al., 2012).

I 2007 ble det innført en ny rederiskatteordning med skattefritak for skipsfartsinntekter. Den nye ordningen fritar rederiene for beskatning av inntekter knyttet til skipsfart. Ved innføring av den nye ordningen ble det vedtatt overgangsregler, som innebar at inntekter opptjent under den tidligere ordningen, skulle tas til beskatning. Formålet med den nye ordningen var å

forbedre konkurransevnen til de norske selskapene. Selskapene subsidieres av staten i form av at det ikke foreligger selskapsskatt, og belastes kun med en moderat tonnasjeskatt. Tonnasjeskatten er en objektskatt basert på netto registrert tonnasje, og er uavhengig om fartøyet er i drift eller ei. Den nye rederiskatteordningen påvirket også aksjonærene i form av at mottatt dividende gikk fra dobbel til enkel beskatning. Dette gav utslag for bransjen i form av at aksjonærene satt på mer tilgjengelig kapital, og dermed kunne reinvestere mer (KPMG, 2013).

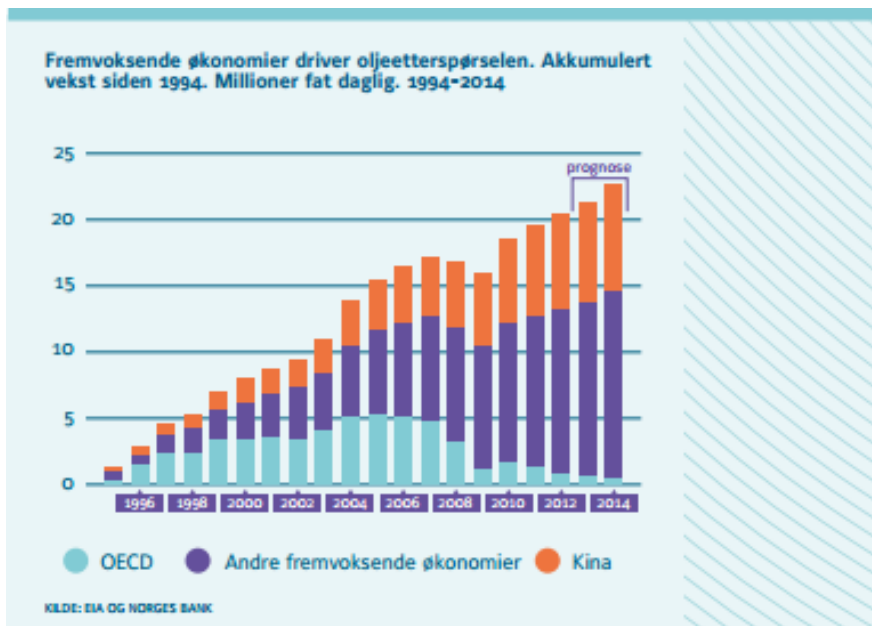
#### **5.1.1.1.4 Nye geografiske segmenter**

I skrivende stund foregår det en politisk maktkamp vedrørende oljeutvinning utenfor Lofoten og Vesterålen. Dersom det åpnes opp for oljeutvinning i dette området vil det oppstå nye geografiske segmenter for offshore supply bransjen. Videre er det blitt anslått at det befinner seg store mengder olje og gass i området rundt delelinjen. Dette kan skape utfordringer knyttet til det politiske samarbeidet med Russland.

#### **5.1.1.2 Økonomiske forhold**

##### **5.1.1.2.1 Oljepris**

Oljeprisen har stor betydning for verdensøkonomien, og vesentlig innflytelse på etterspørselen i offshore supply bransjen. Dette i form av at petroleumsvirksomhetene endrer sin aktivitet basert på oljeprisen. I de senere år har det vært en moderat økning i etterspørselen etter olje. Dette har resultert i en positiv innvirkning for offshore supply bransjen. Den moderate økningen kommer i hovedsak fra Kina, som står for ca. 85 % av den globale veksten. Kina vil i de kommende årene ha stor betydning for etterspørselen av olje (Norges Rederiforbund, 2013).



**Figur 4: Fremvoksende økonomier driver oljeetterspørselen**

På tilbudssiden er Saudi-Arabia en betydningsfull aktør for oljeprisutviklingen. Dette i form av at landet besitter store oljeresurser, og kan regulere produksjonen opp og ned i betydelig grad (Norges Rederiforbund, 2013). I senere tid har Saudi-Arabia fått et dilemma ved at de trenger en høy oljepris for å finansiere et eksplosivt voksende statsbudsjett (NA24, 2012). Usikkerhetsmomentet som truer Saudi-Arabia sin posisjon er USA sin mulighet til å redusere importen ved å utvinne skiferolje. Dette vil medføre et økt tilbudet i markedet slik at oljeprisen reduseres.

Andre momenter som er med å påvirke oljeprisen er konflikter rundt om i verden. Under den egyptiske revolusjonen i 2011 påvirket uroen skipsfarten ved at Suezkanalen ble stengt, og skipstrafikken måtte ta omveien rundt Afrika. Dette resulterte i en lenger leveringstid, høyere fraktkostnader og dyrere olje (Aftenposten, 2011).

#### 5.1.1.2.2 Sykluser

Historisk sett har det vært flere opp- og nedgangsperioder med en varighet på 4-5 år. Den korte varigheten, og høye usikkerheten knyttet til disse periodene gjør at syklusene blir betegnet som "svinesykluser" (vedlegg 5) (Borch, 2012).

Årsaken til hvordan slike sykluser oppstår kan være forskjellig ettersom det foreligger flere faktorer som gir ulik grad av innvirkning på bransjen. Eksempler på slike faktorer er oljepris og kontrahering av nye fartøy i markedet. En opp- eller nedgangsperiode vil være bestemt ut i fra hvordan disse faktorene endres. Konsekvensen av disse periodene er at de påvirker tilbud og etterspørsel i markedet.

I en nedgangsperiode vil tilbudet være større enn etterspørselen, og dette vil føre til fall i ratenivået, som igjen har innvirkning på lønnsomheten til fartøyene.

I oppgangsperioder vil etterspørselen være større enn tilbudet, noe som vil bidra til at ratenivået øker. Dette vil føre til bedre lønnsomhet for selskapene, som kan investere i ny teknologi og øke kontraheringen av fartøy. Økt kontrahering vil resultere i at anskaffelseskostnaden på fartøy øker på grunn av at etterspørselens ringvirkninger også påvirker produksjonsleddet. Videre kan en økt kontrahering på lengre sikt medføre en nedgangsperiode i form av at det vil foreligge for mye tilgjengelig tonnasje i det aktuelle geografiske segmentet. Enkelte selskap vil derfor prøve og utforske andre segment for å sikre lønnsomheten. En konsekvens av en slik strategi vil kunne gi en reduksjon av den tilgjengelige tonnasje i det overfylte segmentet.

Bransjen kan på grunn av ovennevnte forhold sies å være preget av hyppige sykluser, hvor markedet er i en nærmest konstant ubalanse mellom tilbud og etterspørsel.

#### **5.1.1.2.3 Rentenivå**

Under finanskrisen ble det tydelig hvordan rentenivået påvirket bransjen i form av at det oppstod finansieringsutfordringer. Flere år med lav rente før finanskrisen utløste et høyt låneopptak, og resulterte i at bankene fryktet økt fare for mislighold. En konsekvens av dette var at bankene ble mer restriktive med sine utlån, og selskapene fikk problemer med finansieringen.

Offshore supply bransjen kjennetegnes av store materielle verdier, og blir betraktet som en kapitalintensiv bransje. I en slik bransje vil rentenivået og bankenes utlånsvillighet ha en sentral innvirkning på hvordan selskapene innretter seg. Dette kan ses i forhold til hvordan rentenivået påvirker kapitalstrukturen, og hvordan investeringene øker når selskapene har god tilgang på kreditt. Videre har rentenivået betydning for hvordan selskapene håndterer renterisikoen. Dette i form av benyttelse av rentederivater, og beslutninger vedrørende hvor stor andel av den langsiktige gjelden som skal være fast eller flytende.

### **5.1.1.3 Sosiokulturelle forhold**

#### **5.1.1.3.1 Maritim kompetanse**

I senere tid har bransjen i økende grad tilpasset seg strategisk ved å gå ut av segmenter preget av høy priskonkurransen, og inn i segmenter med en høyere grad av spesialisering og bedre lønnsomhet. I segmenter hvor det foreligger høy grad av spesialisering kreves det spesialisert og kvalifisert personell. Selskap med en slik spesialiseringsstrategi er avhengig av et høyt nivå på utdanningsinstitusjonene, siden spesialisert arbeidskraft er helt nødvendig for at selskapene skal kunne håndtere krevende utfordringer. Regjeringen gjennomfører nå flere tiltak for å styrke den maritime utdanningen (Jakobsen, et al., 2012). Dette er i følge Rederiforbundet nødvendig for at Norge skal være konkurransedyktig, siden kvalifisert personell i dag er en stor mangelvare (Dagens Næringsliv, 2013).

#### **5.1.1.3.2 Utviklingen i produksjonsland**

Nasjonalt sett har det vært en økning i globale desentraliserte organisasjoner. I hovedsak er dette relatert til verftselskap som i de senere år har flyttet deler av aktiviteten til Øst-Europa (Jakobsen, et al., 2012). Eksempelvis foretar flere verftselskap konstruksjon av skrog i Polen for å øke lønnsomheten ved å utnytte den billige arbeidskraften. Kostnadene tilknyttet produksjonen vil være avhengig av lønnsutviklingen i landet. Dette vil ha innvirkninger på offshore supply bransjen i form av at produksjonsleddet vil tilpasse seg utviklingen, og videreføre kostnadseffekten til bransjen.

#### **5.1.1.3.3 Maritim kultur**

Den maritime kulturen i Norge kjennetegnes ved at aktørene har en tett struktur, hvor samarbeid er sentralt for å opprettholde et konkurransedyktig nivå sammenlignet med markedet internasjonalt. Norges Rederiforbund og Norwegian Centre of Expertise Maritime er noen av interesseorganisasjonene som støtter opp om den maritime kulturen.

Kapitalintensiteten og fluktusjon i syklusene fremmer samarbeid i den maritime næringen i form av felles satsningsområder på teknologi og kompetansebygging (Jakobsen, et al., 2012). En slik samarbeidskultur er med på å styrke de nasjonale aktørene ved å skape felles ressurser, som bidrar til å løse felles utfordringer i markedet.

## **5.1.1.4 Teknologiske forhold**

### **5.1.1.4.1 Teknologisk spredning**

Bransjen har et økt fokus på teknologi og innovasjon. Fokuset varierer ut i fra ulike geografiske segment, og vil være knyttet opp i mot kundenes krav til teknologi. I Nordsjøen og arktiske områder vil det være fokus på å kunne drifte i lave temperaturer og krevende omgivelser, mens utenfor Mexicogulften er teknologien for det meste standardisert. Bransjen har derfor en spredd teknologisk satsing som varierer ut i fra de ulike geografiske segmentene. En slik spredning kan virke som en teknologisk barriere i form av det medfører en "innlåsnings-effekt" i et geografisk segment. Det vil si at et selskap med en høy grad av teknologisk satsing vil kunne oppleve en ulønnsomhet knyttet til den teknologiske investeringen ved overføring av fartøy til et område hvor det kun kreves standardisert teknologi.

### **5.1.1.4.2 Teknologisk "tidspress"**

I enkelte geografiske segmenter eksempelvis Nordsjøen ser vi at kunden, de internasjonale oljeselskapene, krever den nyeste tilgjengelige teknologien. Dette er med på å skape et teknologisk tidspress i form av at kunden vil foretrekke det selskapet som besitter den nyeste teknologien, og derfor har best forutsetning til å håndtere oppdraget. Økonomisk levetid for et supplyfartøy er beregnet til å være rundt 25 år, men det raske tempoet på teknologiutviklingen gjør at selskapene som opererer i enkelte segmenter bør ha båter under kontrahering hele tiden, også i nedgangsperioder (Borch, 2012). Videre ønsker oljeselskapene og utforske nordområdene. Dette har ført til et kappløp om å utvikle teknologi som håndterer dette ekstreme området.



#### **5.1.1.4.3 Offentlig støtte til forskning og utvikling**

For at internasjonal konkurransevne skal kunne opprettholdes er det nødvendig med gode rammevilkår for maritime bedrifter i Norge som gjør det attraktivt å drive med FoU. Videre er det avgjørende at det bevilges midler fra det offentlige til FoU. I dag gis det støtte gjennom Forskningsrådets MAROFF-program (maritim virksomhet og offshore operasjoner) og Innovasjon Norge. Siden 2005 har disponibelt budsjett for MAROFF og Innovasjon Norges satsning på maritim næring økt markant (Jakobsen, et al., 2012). Dog blir det satset mindre på FoU av det offentlige Norge enn hva som gjøres i andre OECD-land og en rekke utviklingsland (OECD, 2011).

#### **5.1.1.5 Miljømessige forhold**

##### **5.1.1.5.1 Miljøregulering**

Den norske maritime næringen er regnet som verdens mest miljøvennlige, og norske miljø med selskap som Veritas, Rolls Royce og Marintek i spissen anses som ledende innen miljøteknologi (Jakobsen, et al., 2012).

Det stilles stadig nye krav til reduksjon av utslipp av klimagasser, noe som fører til økte kostnader for bransjen i form av avgifter og investering i ny teknologi. I 2007 ble det innført avgift på utslipp av nitrogenoksider (NO<sub>x</sub>) i Norge og på kontinentalsokkelen. Avgiftene går til utslippsreducerende tiltak som fører til at tiltak settes i kraft raskere enn ellers. Økt fokus på miljøspørsmål og vedtak i International Maritime Organization (IMO) vedrørende regulering av fremtidig utslipp fra internasjonal skipsfart gjør at det er ventet at det også internasjonalt vil bli innført avgifter og utslippskvoter. Dette vil øke konkurransekraften og verdien til deler av den norske flåten, som er kjent for å være energieffektiv, og ha mindre utslipp enn store deler av den internasjonale flåten (Jakobsen, et al., 2012).

Selskap i offshore supply bransjen som satser på miljøvennlig teknologi, vil kunne oppnå konkurransefortrinn og økt lønnsomhet. Dette i form av reduserte kostnader grunnet avgiftsbesparelser, og økte inntekter i form av økt oppdragsmengde. De internasjonale oljeselskapene stiller høye krav til fartøy som skal befraktes, og miljøvennlighet er en av flere faktorer som tas i betraktning. Riggulykken som inntraff i Mexicogulfen i 2010 resulterte i økt fokus på HMS blant aktører i bransjen. Videre kan en også tenke seg at fokus på miljø fører med seg et positivt omdømme hos myndigheter, finansinstitusjoner og investorer som kommer selskapet til gode.

### **5.1.1.6 Oppsummering PESTEL**

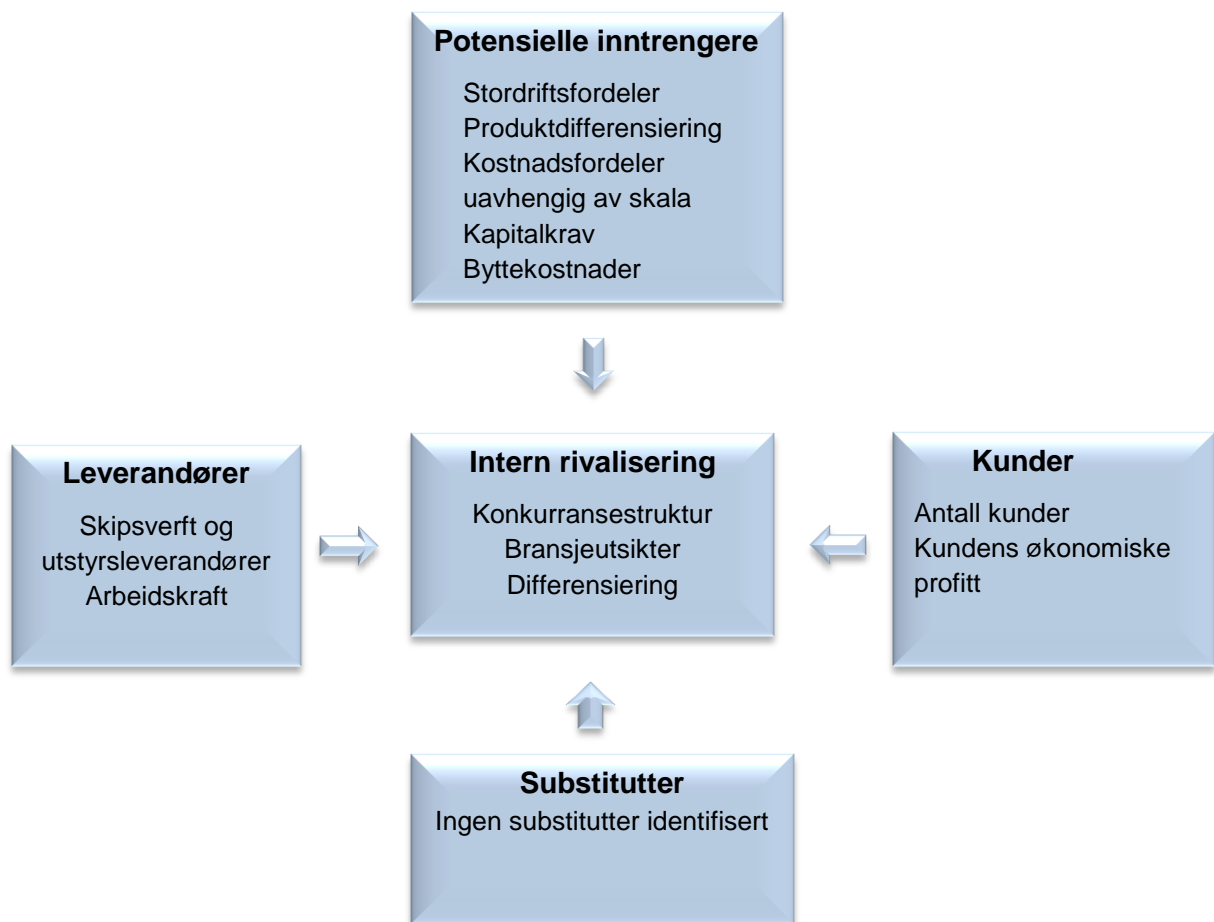
PESTEL analysen viser at offshore supply bransjen står ovenfor flere utfordringer, og pålagte krav fra ulike aktører i form av politiske reguleringer og spesialisert teknologi. De sykliske periodene preger bransjen med usikkerhet, hvor utfallet kan enten være høy lønnsomhet, eller store tap. Dette er en bransje hvor riktig timing skiller mellom suksess og "failure".

Gjennom PESTEL-analysen har vi blitt kjent med rammevilkårene for bransjen, og viktige trender og hendelser i makroøkonomien. Dette vil være av stor nytteverdi ved verdsettelse av Farstad Shipping, da rammevilkår og makroøkonomiske forhold har innvirkning på mulighetene til å generere profitt i bransjen.

### 5.1.2 Five Forces

Vi vil benytte Five Forces utarbeidet av Michael Porter for å analysere konkurranseintensiteten i bransjen. Rammeverket beskriver fem faktorer ved en industristruktur som kan true et selskaps evne til å skape eller vedlikeholde konkurransefortrinn (Barney, 2011).

Følgende figur gir en oversikt over hvilke fem faktorer som vil bli presentert. For hver faktor har vi valgt å gå inn på underpunkter vi anser for å være de mest sentrale for offshore supply bransjen. Vi vil kommentere hvordan vi vurderer trusselnivået til de fem faktorene.



Figur 5: Five Forces analyse av offshore supply bransjen

### **5.1.2.1 Potensielle inntrengere**

Rammeverket forklarer hvorfor potensielle inntrengere velger og tre inn i industrien, og hvilke konsekvenser dette medfører. Dersom eksisterende selskap viser gode prestasjoner vil dette motivere potensielle inntrengere til å etablere seg. Dette vil føre til en høyere grad av konkurranseintensitet, og påvirke de etablerte selskapene i form av reduksjon i lønnsomhet. De etablerte selskapene kan redusere trusselen for nyetableringer ved å besitte flere konkurransefordeler. For potensielle inntrengere vil dette være kostnader i form av inngangsbarrierer som må utlignes for å oppnå konkurranselikevekt mot etablerte selskaper. Eksempler på slike inngangsbarrierer er; stordriftsfordeler, produktdifferensiering, kostnadsfordeler uavhengig av skala, kapitalkrav og byttekostnader (Barney, 2011).

#### **5.1.2.1.1 Stordriftsfordeler**

Stordriftsfordeler oppnås ved at de langsiktige gjennomsnittskostnadene faller med økende produksjon. Konkurransfordelen er med på å gi selskapene en økning i den marginale lønnsomheten i form av et redusert kostnadsnivå. I offshore supply bransjen vil optimale stordriftsfordeler tilfalle selskaper som allokere ressursene utover en stor flåte. Dette fører til at inntrengende selskap må utligne stordriftsfordelene ved å anskaffe en viss størrelse på flåten, noe som er svært kapitalkrevende.

Flåten til Farstad Shipping er av en slik størrelse at det blir mulig for dem å tilegne seg dette konkurransefortrinnet. Videre opererer selskapet innen flere driftssegmenter (AHTS, PSV, SUBSEA) noe som gjør at de kan allokere ressursene på tvers av tjenestene som utføres, noe som blir betegnet som en breddefordel. Stordrifts- og breddefordeler i offshore supply bransjen er en effektiv inngangsbarriere som reduserer trusselen fra potensielle inntrengere på grunn av omfanget og kostnaden knyttet til det å tilegne seg en slik fordel.

#### **5.1.2.1.2 Produktdifferensiering**

Produktdifferensiering er en konkurransestrategi, hvor formålet er å oppnå konkurransefortrinn i form av å kunne øke kundenes betalingsvillighet (Barney, 2011).

I industrien har selskapene ulik grad av satsning i forskjellig segment, både driftsmessig og geografisk, slik at det foreligger flere muligheter for differensiering.

Farstad Shipping er et av flere selskaper som benytter en produktdifferensieringsstrategi i form av at de utfører flere ulike tjenester. For nyetablerte selskaper vil en bredde av slike tjenester være begrenset, og de står ovenfor en utfordring ved at kunden ofte vektlegger at selskaper har flere tilgjengelige tjenester.

I de ulike geografiske segmentene forekommer det ulik grad av teknologisk satsning. Dette

skyldes i hovedsak hvordan teknologien tilpasses ut i fra klimaforhold som beskrevet i PESTEL analysen. I de spesialiserte segmentene eksempelvis Nordsjøen og Barentshavet vil den teknologiske satsningen være en stor kostnad for de nyetablerte selskapene å utligne, noe som vil kreve store investeringer og være svært utfordrende.

Det har i de senere år vært en økt miljøbevissthet hos selskap i bransjen. Dette skyldes flere årsaker hvor en av dem er å redusere NO<sub>x</sub>-avgiften. Med en miljøsatsning ser bedriftene muligheten til å kunne differensiere seg, og fremstå for kunden som et "grønt" rederi. En slik identifisering er med på å bygge opp et merkenavn, og gjøre selskapet mer attraktivt.

Differensiering vil være en inngangsbarriere for nyetablerte selskap i form av at de må bruke ressurser på å vri kundens fokus over til dem. Videre vil en økt miljøsatsning medføre en utfordring for de potensielle inntrengere i en eventuell startfase i form av at de vil stå ovenfor et tosidig fokus på drift og miljøsatsning. Dette vil være kostnadskrevende for et selskap som befinner seg i en startfase.

#### **5.1.2.1.3 Kostnadsfordeler uavhengig av skala**

Etablerte selskap i industrien har ofte flere konkurransefortrinn mot potensielle inntrengere som vil være knyttet opp i mot kostnadsfordeler uavhengig av skala. Dette er kostnadsreducerende fordeler som ofte er basert på historiske fundament i form av erfaring opparbeidet gjennom mange år, og gunstig geografisk lokalisering. En slik inngangsbarriere kan være vanskelig å utligne. I industrien er flere selskap plassert i forskjellige klynger rundt om i de ulike regionene, eksempelvis tilhører Farstad Shipping Mørreklyngen. I PESTEL analysen er denne beskrevet som en sterk samarbeidskultur med felles ressursbruk knyttet til forskning og utvikling.

#### **5.1.2.1.4 Kapitalkrav**

I offshore supply bransjen foreligger det betydelige verdier i de varige driftsmidlene. Størrelsen på driftsmidlene gjør at industrien karakteriseres som kapitalintensiv. Figuren nedenfor viser størrelsen på driftsmidlene til Farstad Shipping, og hvordan disse har økt betraktelig i de senere år.

Farstad Shipping ASA	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Sum varige driftsmidler	5 670 738	6 578 458	7 293 972	8 366 998	10 237 712	11 531 701	12 118 744	12 922 044
Sum eiendeler	7 282 178	8 074 740	9 347 515	10 912 330	13 017 722	14 570 548	14 592 158	15 637 731
Sum varige driftsmidler %	78 %	81 %	78 %	77 %	79 %	79 %	83 %	83 %

**Tabell 3: Oversikt over sum varige driftsmidler til Farstad Shipping (2005-2012)**

For potensielle inntrengerne må det skaffes til veie tilstrekkelig kapital for å kunne etablere seg i markedet. I et velfungerende kapitalmarked er størrelsen på kapitalen ikke utfordrende å innhente. I offshore supply bransjen kan det likevel være vanskelig og skaffe til veie tilstrekkelig kapital på grunn av volatiliteten som foreligger. Dette er på grunn av at "svinesyklusene" kan påvirke bankenes utlånsvillighet og risikopremie. Det som gjør dette momentet til en inngangsbarriere er ikke kun størrelsen på de nødvendige investeringene, men det faktumet at etablerte selskap også kan ha en lavere kapitalkostnad. Dette skyldes de "naturlige" barrierene, som eksempelvis stordriftsfordeler, reflekteres gjennom å gi en lavere kapitalkostnad (Barney, 2011).

#### **5.1.2.1.5 Byttekostnader**

I en industri med skreddersydde løsninger for kunden er det sentralt at disse oppfyller kundens krav. Et vellykket samarbeid er med på å øke sannsynligheten for at et langsiktig kundeforhold. Dette vil være med på å bygge tillit blant aktørene, noe som kan redusere transaksjonskostnadene i form av en sikrere informasjonsflyt. Et godt etablert kundeforhold vil være utfordrende for potensielle inntrengere i form av at det vil oppstå kostnader for kunden ved å skifte leverandør (Norges Rederiforbund, 2012). Et nyetablert selskap vil ha en usikker identitet, noe som gjør informasjonsflyten usikker. Dette medfører større transaksjonskostnader for kunden dersom de skal inngå et langsiktig samarbeidsforhold med et nyetablert selskap.

Konklusjon: På bakgrunn av ovennevnte forhold vurderes potensielle inntrengere i bransjen til å være en høy trussel.

#### **5.1.2.2 Intern rivalisering**

Grad av rivalisering blant eksisterende bedrifter sier noe om konkurranseintensiteten i bransjen, og avgjør nivået på oppnåelig lønnsomhet. Konkurranseintensiteten i offshore supply bransjen vil avhenge av følgende faktorer; antall konkurrenter, størrelsen og innflytelsen til disse, bransjeutsikter og muligheter for differensiering (Barney, 2011).

##### **5.1.2.2.1 Konkurransestructur**

På verdensbasis består supplyflåten av omlag 1800 AHTS og 1100 PSV fartøy. Farstad Shipping opererer i segmentet for store og mellomstore supplyskip, hvor antallet supplyskip er omlag 1160, det vil si at ca. 40% av supplyflåten befinner seg i dette segmentet. Flåten eies av et stort antall konkurrerende firma. I segmentet for store og mellomstore supplyskip er flåten fordelt på 166 aktører (Farstad Shipping ASA, 2012). Mange av disse er av samme

størrelse og har noenlunde like finansielle muskler og innflytelse. De største selskapene i bransjen (Edison Chouest, Tidewater og Mærsk) kan heller ikke sies å dominere markedet. Dette er faktorer som er med på å føre til intens rivalisering mellom selskapene. Noe som kan redusere konkurranseintensiteten er at selskapene kan operere i ulike geografiske segmenter, og ha ulik strategi. Farstad Shipping ønsker eksempelvis å inneha en langsiktig befraktningsprofil, mens andre igjen ønsker å "trade short" i spotmarkedet. Videre foregår det en stor økning i kapasitet blant eksisterende aktører i form av nybygging som er med på å øke konkurranseintensiteten ytterligere. I 2012 økte PSV og AHTS flåten med henholdsvis 6 og 9 prosent (RS Platou ASA, 2013).

#### **5.1.2.2 Bransjeutsikter**

Lav vekst i bransjen vil øke rivalisering blant eksisterende selskap ved at de vil forsøke å kapre markedsandeler fra hverandre. Høy vekst vil føre til redusert rivalisering (Barney, 2011).

Framtidsutsiktene for offshore supply bransjen varierer med region og type fartøy, og avhenger av faktorer drøftet i PESTEL analysen.

Vi vil kommentere utsiktene på kort sikt for geografiske segmenter Farstad Shipping opererer i. Utsiktene på lengre sikt er vanskeligere å si noe om pga. de hyppige syklusene som kjennetegner bransjen (vedlegg 5).

I Nordsjøen er det forventet en økt etterspørsel etter OSV tjenester. Funnet av gigantfeltet Johan Sverdrup i 2011 førte med seg stor optimisme, da det ble gjort et stort funn i et område alle trodde var i ferd med å tømmes. Markedet er imidlertid preget av for mye tilgjengelig tonnasje noe som har ført til lave rater og lav utnyttelse av flåten. Antall nye leveringer av fartøy til dette markedet gjør at en bedring av markedssituasjonen er avhengig av at flere fartøy forlater området, slik at vi får en netto avgang av tonnasje.

Markedet i Brasil preges i dag av at Petrobras, verdens tredje største oljeselskap, har revurdert sitt logistiske offshore behov etter endringer i ledelsen, og har i lengre tid vært fraværende i kontraktmarkedet. Dette har ført til fall i rater, og har videre hatt en negativ innvirkning på markedsbalansen i Nordsjøen i form av at fartøy ikke har kunne blitt overført til det brasilianske markedet. I skrivende stund har Petrobras kommet på banen igjen, og befrakter nå inn 24 offshore serviceskip på lengre kontrakter, hvorav flere er skip fra norske selskap (Dagens Næringsliv, 2013). Det har også i senere tid blitt gjort store funn i denne regionen, så markedet kan fort vise seg å bli svært attraktivt.

Vest-Afrika og Mexico-gulven viser positiv utvikling som følge av økt UDW aktivitet. I

Markedene i Australia/Asia er det forventet en sterk vekst, men markedene er for øyeblikket preget av for mye tilgjengelig tonnasje (Farstad Shipping ASA, 2013) (Fearnley Offshore Supply AS, 2012) (Norges Rederiforbund, 2013) (RS Platou ASA, 2013).

Globalt sett er etterspørselen etter supply tjenester forventet å vokse mellom 8 og 10 prosent i 2013 (RS Platou ASA, 2013). Utfordringen for bransjen er således ikke knyttet til aktivitetsnivået som kan karakteriseres å være høyt, og forventes å være stigende i årene som kommer. Utfordringene er knyttet til usikkerhet med tanke på balanse i markedet grunnet overskudd av PSV og AHTS, og svært høy nybyggingsaktivitet i tiden fremover.

#### **5.1.2.2.3 Differensiering**

Rivalisering blant eksisterende selskap tenderer til å være høy dersom selskapene ikke har mulighet til å differensiere produktene eller tjenestene sine (Barney, 2011).

Offshore supply selskap leverer samme typer servicetjenester til olje- og gassindustrien. Det kan likevel sies å eksistere differensieringsstrategier i form av ulikt teknologifokus grunnet satsning i ulike geografiske områder, jfr. forhold redegjort for i PESTEL analysen. Et eksempel på selskap med høy grad av differensieringsstrategi er Troms Offshore, som satser tungt på spesialdesignede fartøy beregnet for å drifte i arktiske strøk.

Det er en generell trend i markedet at befrakterne foretrekker nye og mer avanserte skip med høyere rater, og at aktiviteten øker på krevende områder, og dypere farvann som igjen fordrer mer moderne fartøy (Borch, 2012) (Norges Rederiforbund, 2013) (RS Platou ASA, 2013).

Konklusjon: På bakgrunn av ovennevnte forhold vurderes rivalisering blant eksisterende bedrifter i bransjen til å være en høy trussel.

#### **5.1.2.3 Leverandørenes forhandlingsmakt**

Leverandører med høy forhandlingsmakt kan redusere lønnsomheten hos kunden ved å øke prisene, eller redusere kvaliteten på produktene og tjenestene som leveres. Faktorer som indikerer høy forhandlingsmakt er få leverandører i industrien, unike og diversifiserte produkter eller tjenester, og mangel på nære substitutter (Barney, 2011). Vi har identifisert skipsverft og utstyrsleverandører, samt tilgang på arbeidskraft til å være de mest sentrale momentene for bransjen.



#### **5.1.2.3.1 Skipsverft og utstyrsleverandører**

Det finnes en rekke skipsverft og utstyrsleverandører som bygger fartøy, og utruker disse for offshorebransjen både i Norge og utlandet. Norske verft med Mørreklyngen i spissen blir stadig viktigere for norske rederier. Av den nåværende norske ordremassen skal to av tre offshoreservice fartøy bygges i Norge (Norges Rederiforbund, 2013). Det blir videre satset stort på bygging av offshoreservicefartøy i Asia og USA. Bransjens store valgmuligheter av skipsverft nasjonalt og internasjonalt begrenser verftenes forhandlingsmakt når det gjelder pris.

Når det gjelder kvalitet finnes det en rekke lovgitte standarder som må overholdes. Kvalitet utover standardene vil være i verftenes egeninteresse ved at det fokuseres på å levere skip av høy kvalitet som tilfredsstiller kundens behov. Dette er helt avgjørende med tanke på muligheter for å få levert flere skip til samme kunde og omdømme.

#### **5.1.2.3.2 Arbeidskraft**

Farstad Shipping er avhengig av å ha kvalifisert arbeidskraft både i administrasjonen og til havs for å bemanne fartøyene. Norge er en sjøfartsnasjon med mange tilbydere av maritim utdanning, men likevel utdannes det for få sjømenn, og det er mangel på opplæringsplasser og traineeordninger (Norges Rederiforbund, 2013).

Det er i dag knapphet på norske offiserer og andre med høy grad av spesialkunnskap, noe som gjør at denne gruppen oppnår en sterk forhandlingsmakt med tanke på lønn og andre godtgjørelser. Tilgang på utenlandske offiserer er noe bedre. Når det gjelder mindre spesialisert arbeidskraft er tilgangen god, og det er svært vanlig blant norske rederier å benytte utenlandsk arbeidskraft til en lavere lønnskostnad.

Konklusjon: Trusselen fra leverandører samlet sett vurderes til å være til lav.

#### **5.1.2.4 Kundernes forhandlingsmakt**

Kunder med høy forhandlingsmakt kan påvirke lønnsomheten negativt. Faktorer som indikerer høy forhandlingsmakt er få kunder i industrien, standardiserte produkter eller tjenester, muligheter for vertikal integrasjon og kundens økonomiske profitt (Barney, 2011). Vi har identifisert antall kunder og kundenes økonomiske profitt til å være de mest sentrale momentene som avgjør kundenes forhandlingsmakt.

#### **5.1.2.4.1 Antall kunder**

Antall kunder i industrien er av stor betydning fordi det sier noe om hvordan tilbud- og etterspørselsforholdet er. Få kunder medfører en høy forhandlingsmakt fordi det begrenser etterspørselssiden i form av at leverandørene konkurrerer om de samme kundene (Barney, 2011).

Kundene i industrien er oljeselskap med varierende størrelse. Selskap som eksempelvis Statoil, Petrobras, Shell og Exxon Mobile er store internasjonale oljeselskap som kan sies ha et større maktforhold ovenfor leverandørene enn mindre oljeselskap (ExxonMobil, 2011). Ratene ved anbudsrundene vil i utgangspunktet være bestemt ut i fra markedet, men på grunn av den store innflytelsen oljeselskapene innehar vil disse kunne påvirkes.

Konjunktorene vil være avgjørende for aktivitetsnivået, og hvilken type kontraktsforhold oljeselskapene ønsker å inngå. Ved lavkonjunktur vil aktivitetsnivået til selskapene være lavere, og føre til at ratene reduseres. I perioder med lave rater vil kundene ha en økt preferanse for å inngå langsiktige kontraktsforhold. Under disse periodene har kunden svært høy makt fordi leverandørene har begrensede valgmuligheter i form av at etterspørselen er begrenset, og de er avhengig av nødvendig inntjening for å dekke de faste kostnadene. Ved høykonjunktur vil oljeselskapene ønske en høy eksponering i spotmarkedet fordi ratene er høye, og inngåelse av langsiktige befrakningsavtaler vil kunne være ulønnsomt.

#### **5.1.2.4.2 Kundens økonomiske profitt**

Kunden har en høy forhandlingsmakt når den økonomiske profitten er lav fordi dette fører til at kundens kostnadsreducerende fokus intensiveres (Barney, 2011). Finanskrisen og det påfølgende fallet i oljepris førte til at oljeselskap på norsk sokkel fikk et økt kostnadsreducerende fokus. Denne omvendingen fra selskapenes side skyldes et fall i oljepris som kom etter en lang periode med store investeringer og høy oljepris. Dette førte til at oljeselskapenes lønnsomhet var høyst uproporsjonal med de høye driftskostnadene.

Oljeselskapene utøvde en høy forhandlingsmakt ovenfor leverandørene ved at de forlangte kostnadsreduksjon på kontrakter som allerede var inngått (Jakobsen & Hansen, 2010).

Ulønnsomheten som oppsto fra oljeselskapenes side ble derfor videreført som et kostnadsreducerende press overfor offshore supply industrien.

Konklusjon: Trusselen fra kunder samlet sett vurderes til å være til høy.

### 5.1.2.5 Substitutter

Substitutter er produkter eller tjenester fra konkurrenter som kan dekke tilsvarende behov for kundene i bransjen. Vi kan ikke se at det eksisterer substitutter i bransjen Farstad Shipping opererer i.

### 5.1.2.6 Oppsummering Five Forces

På bakgrunn av ovennevnte analyse setter vi opp følgende tabell som viser en oversikt over vår vurdering av trusselnivået til de ulike faktorene i offshore supply bransjen.

Trussel: Grad:	Intern rivalisering	Nykommere	Kunder	Leverandører	Substitutter
Høy	X	X	X		
Moderat					
Lav				X	Eksisterer ikke

**Tabell 4: Five Forces analyse av offshore supply bransjen**

Vi konkluderer vi med at konkurranseintensiteten i offshore supply bransjen er økende, og klassifiseres som høy. Det vil således være svært utfordrende for selskap i bransjen å skape og vedlikeholde konkurransefortrinn. Denne konklusjonen får direkte betydning for verdsettelsen ved at vi nå har fått en formening om at det vil være fornuftig å forutsette en begrenset ekstraordinær superprofitt, dersom dette underbygges av den interne analysen og regnskapsanalysen.

## 5.2 Intern analyse

Farstad Shippings strategi er å være en ledende leverandør av moderne og store offshore servicefartøy til den internasjonale olje- og gassindustrien (Farstad Shipping, 2013).

Selskapet er den 6. største aktøren i sitt segment, og må derfor kunne sies å innfri denne strategien. I 2011 falt alle offshorerederiene på Oslo Børs med 18-28 %, hvor Farstad Shipping hadde minst verdifall (Borch, 2012). Forklaringen finner vi kanskje ved å se på selskapets ressurser, og hvordan disse er koblet sammen. Vi vil foreta en analyse av Farstad Shippings ressurser ved å utføre en VRIO analyse.

### 5.2.1 VRIO analyse

Formålet med VRIO analysen er å kartlegge hvilke ressurser selskapet har, og hvorvidt disse gir et midlertidig- eller varig konkurransefortrinn, eller kun representerer en konkurransemessig paritet.

Anvendelsen av ressursene kan være med på å forklare selskapets nåværende økonomiske situasjon, og hvordan de kan utnyttes for å optimalisere selskapets verdiskapning.

I sammenheng med verdsettelsesprosessen har denne analysen betydning for hvorvidt selskapet har mulighet til å oppnå unormal avkastning i industrien.

VRIO analysen kartlegger selskapets ressurser ut i fra følgende spørsmål som presentert av Barney (2011). Vi vil etter hver presenterte ressurs konkludere med i hvilken grad ressursen kan sies å representere et konkurransefortrinn.

1. Spørsmålet om verdi (Value): Har selskapet ressurser eller evner til å respondere på muligheter og trusler i omgivelsene.
2. Spørsmålet om sjeldenhet (Rarity): Er selskapet alene om å besitte denne ressursen.
3. Spørsmålet om imiterbarhet (Imitability): Har selskap uten denne ressursen en kostnadsulempe ved å anskaffe eller utvikle den.
4. Spørsmålet om organisasjonen (Organization): Er selskapet organisert på en slik måte at de verdifulle, sjeldne og ikke-imiterbare ressursene blir utnyttet av organisasjonen.

## **5.2.1.1 Fysiske ressurser**

### **5.2.1.1.1 Flåten**

Av fysiske ressurser er flåten den viktigste for Farstad Shipping. Faktorer av betydning er størrelse, driftssegment, teknologi og alder.

Flåten består av 58 store og mellomstore supplyskip fordelt på følgende segmenter; 29 AHTS, 26 PSV og 3 SUBSEA. I tillegg har selskapet 7 skip under bygging. Størrelsen på flåten gjør Farstad Shipping til det største supplyskip selskapet i Norge, og nummer seks internasjonalt i sitt segment. En flåte av en slik størrelse og omfang gir både stordrifts- og breddefordeler som tidligere nevnt. I tillegg blir selskapet ved å drifte i flere geografiske og driftsmessige segment bedre rustet til å stå i mot sykliske endringer.

I internasjonal sammenheng er Farstadflåten ung med en verdivektet gjennomsnittsalder på ca. 7 år. Denne vil reduseres ytterligere etter hvert som nybygg leveres, og eldre skip fases ut. Til sammenligning kan det nevnes at flåten til Tidewater, en av de største OSV aktørene på verdensbasis, har en gjennomsnittsalder på 23 år (Borch, 2012). En ung flåte gir mindre driftsavbrudd og lavere kostnader i forbindelse med vedlikehold.

Teknologisk er flåten til Farstad Shipping på høyde med de beste, hvor det fokuseres på robotiserte operasjoner, redusert bunkersforbruk og utslipp. Internasjonalt har operasjoner i de ulike geografiske områdene blitt mer like, slik at kravene som stilles til teknologiske løsninger også er blitt mer lik, dette i følge Karl-Johan Bakken, adm.dir. i Farstad Shipping (Norges Rederiforbund, 2012).

Flåten til Farstad Shipping skiller seg positivt ut i forhold til mange av konkurrentene når det gjelder forhold beskrevet ovenfor. Dog er en stor segmentert flåte, med lav gjennomsnittsalder og avansert teknologi, noe alle selskap kan tilegne seg på sikt ved nybygging eller oppkjøp.

### **5.2.1.1.2 Lokalisering**

Farstad Shipping er lokalisert med driftskontor i tilknytning til de mest sentrale offshore markedene. Dette gjør at selskapet kan konkurrere på lokale "terms" internasjonalt, og inneha en tett dialog med potensielle kunder. I tillegg er hovedkontoret plassert i Ålesund, som er hovedsete for Mørreklyngen.

Selskapet er ikke alene om en strategisk lokalisering internasjonalt, tvert imot er dette svært vanlig og nødvendig for å bli betraktet som aktuell OSV leverandør. Når det gjelder

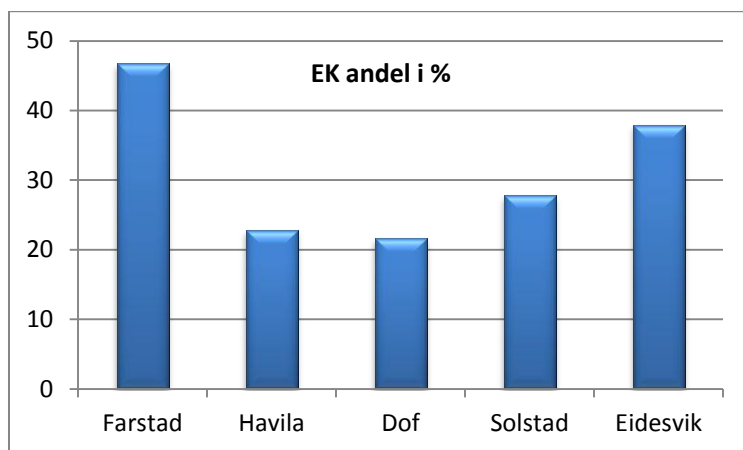
tilhørighet til Mørreklyngen er flere av Farstad Shippings konkurrenter også med i klyngen, eksempelvis Havila, Olympic og Bourbon (Jakobsen, et al., 2012).

### **Fysiske ressurser: Midlertidig konkurransefortrinn**

#### **5.2.1.2 Finansielle ressurser**

Finansiell kapital er ressurser selskapet kan benytte for å utvikle og implementere strategier. Dette inkluderer kapital fra banker, obligasjonseiere, aksjonærer og opptjent egenkapital (Barney, 2011).

Figuren nedenfor viser egenkapitalandelen til Farstad Shipping og konkurrerende norske børsnoterte selskap. Trenden er at selskapene generelt har god soliditet. Farstad Shipping utmerker seg med en egenkapitalandel på 47 % noe som må sies å være meget solid.



**Figur 6: EK andel i % for norske børsnoterte supplyselskap**

Finansielle ressurser er avgjørende med tanke på vekstmuligheter i den kapitalintensive bransjen. Likeledes er det nødvendig med tilstrekkelig kapital for å holde ut sykliske perioder med rater under "break even". Farstad Shipping er godt rustet for videre vekst som følge av sin sterke finansielle stilling. Dog er tilgang på kapital konjunkturavhengig, og i enkelte perioder vil det kunne være vanskelig å reise tilstrekkelig kapital noe som er likt for samtlige aktører i bransjen.

### **Finansielle ressurser: Konkurransemessig paritet**

### **5.2.1.3 Menneskelige ressurser**

For enhver bedrift er de menneskelige ressursene bedriftens kjerne, og er med på å generere verdiskapning for selskapet. Det som avgjør styrken på de menneskelige ressursene er eksempelvis personell med egenskaper som erfaring, kunnskap og kreativitet.

Erfaringen gir selskapet økonomiske fordeler i form av at læringskurven reduserer de interne kostnadene, og i tillegg bidrar til et økt sikkerhetsnivå. Kreativitet er med på å fremme selskapets innovative løsninger, og har bidratt til at Farstad Shipping har fått flere skrittvis gjennombrudd i den operasjonelle driften (Farstad Shipping, 2013). Sett i forhold til en konkurransesammenheng kan det være utfordrende å avgjøre om dette er et konkurransefortrinn overfor de andre konkurrentenes menneskelige ressurser. Dette er fordi det er vanskelig å sammenligne immaterielle ressurser sin spesifikke verdiskapning. Ansatte kan videre foretrekke den arbeidsgiveren som tilbyr best vilkår, og dermed være svært mobile.

#### **Menneskelige ressurser: Konkurransemessig paritet**

### **5.2.1.4 Organisatoriske ressurser**

Den organisatoriske kapitalen er samlede egenskaper fra mange individer i organisasjonen. Organisatorisk kapital inkluderer selskapets administrative rammeverk, bransjenettverk, renommé og kultur (Barney, 2011).

Farstad Shipping har operert i OSV markedet i flere år. Dette har medført at selskapet har opparbeidet erfaring slik at de kan optimalisere ressursene overfor markedet. Med fokus på åpen, direkte og effektiv kommunikasjon har selskapet valgt å ha en relativt flat organisasjonsstruktur. Denne strukturen gir for det første selskapet muligheten til å reagere effektivt på endringer i markedsforholdene, hvor timing er avgjørende. For det andre reduserer det mellomleddene slik at dialogen mellom selskapet og andre aktører blir mer effektiv. For det tredje promoterer strukturen de ansattes involvering i selskapets beslutningsprosess, slik at den erfaringsbaserte kompetansen er i fokus ved utbedring av operasjonelle løsninger. I industrien er det flere selskap med tilsvarende struktur (Norges Rederiforbund, 2012). Gjennom historien har Farstads familieeide eierstyring og utnyttelse av organiseringen ført til sterke tilknytninger til kunder, leverandører og andre aktører (Farstad Shipping ASA, 2012). Dette har igjen resultert i langsiktige samarbeidsforhold, og gjort at Farstad Shipping har opparbeidet seg et godt renommé og tillit blant aktørene. Tillit og godt renommé er to verdifulle immaterielle ressurser det tar tid å utvikle, som få selskaper besitter,

og som kan være utfordrende å imitere. Ressursene har også bidratt til at Farstad Shipping er en sentral aktør i Mørreklyngen.

De fleste av selskapene i bransjen vil ha et koordinert og utviklet administrativt rammeverk, bransjenettverk og etablerte forhold til aktører. Det som styrker konkurransefortrinnet til Farstad Shipping overfor de andre konkurrentene er tilliten og det gode renomméet som assosieres med navnet Farstad Shipping. Dette er ressurser som er verdifulle, sjeldne, vanskelig å imitere og godt utnyttet av organisasjonen, dog er det vanskelig å argumentere for at et slikt konkurransefortrinn er evigvarende.

### **Organisatoriske ressurser: Midlertidig konkurransefortrinn**

#### **5.2.1.5 Dynamiske kapabiliteter**

Dynamiske kapabiliteter knyttet til kompetanseressurser som er med å skape nye ressurser for selskapet i form av ny kunnskap for de ansatte som kan bidra til en økt idégenerering (Borch, et al., 2005). Helt siden 1970-tallet har Farstad Shipping hatt fokus på å finne nye løsninger for å takle utfordringer mer effektivt. I tillegg har kundens krav vært en av de sentrale kildene for selskapets innovasjonsprosess. I Farstad Shipping har ledelsen arbeidet målrettet for å videreutvikle kunnskap og ferdigheter. Dette i form av å utvikle fasiliteter eksempelvis Offshore Simulator Centre i Ålesund, til opplæring av ansatte i utfordrende marine operasjoner. Simulatoren er et samarbeid med flere aktører, hvor blant annet høyskolen i Ålesund er deltagende. Samarbeidet med høyskolen bidrar til kompetanseheving i form av at man får en kreativ møteplass mellom forskere og ansatte.

For selskapet vil denne dynamiske kapabiliteten være verdifull, men det antas at konkurrerende selskap også har et slikt fokus på kompetanseoppbygging.

### **Dynamiske ressurser: konkurransemessig paritet**



### 5.2.1.6 Oppsummering VRIO

Basert på analysen setter vi opp følgende tabell som viser en oversikt over vår vurdering av Farstad Shippings ressurser, og hvilken grad av konkurransefortrinn disse representerer.

Ressurser	Verdifull	Sjelden	Imiterbar	Organisering	Konkurransefortrinn
Fysiske	x	x			Midlertidig konkurransefortrinn
Finansielle	x				Konkurransemessig paritet
Menneskelige	x				Konkurransemessig paritet
Organisatoriske	x	x	x	x	Midlertidig konkurransefortrinn
Dynamiske kapabiliteter	x				Konkurransemessig paritet

**Tabell 5: VRIO analyse for Farstad Shipping**

Farstad Shippings flåte og organisatoriske ressurser vurderes til å være midlertidige konkurransefortrinn. De øvrige ressursene anses som konkurransemessig paritet.

Ut i fra vår vurdering vil det derfor være utfordrende for Farstad Shipping å oppnå vedvarende superprofitt.

## **6. Regnskapsanalyse**

Regnskapsanalyse handler om å gjennomføre en systematisk bearbeidelse av historisk regnskapsinformasjon. Formålet er å se nærmere på underliggende økonomiske forhold i bedriften for å kunne predikere fremtiden. Ved å ta utgangspunkt i offentlig regnskapsinformasjon for Farstad Shipping, vil vi få en historisk forankring som sammen med den strategiske analysen vil gi oss et godt grunnlag for utarbeidelse av framtidsprognoser. Empiriske undersøkelser støtter opp omkring dette da selskap med høy lønnsomhet tenderer til å ha høy lønnsomhet fremover, og vice versa for selskap med svak lønnsomhet, da de vil trenge tid for å finne en løsning på problemene. (Gjesdal & Johnsen, 1999).

For at regnskapet skal egne seg som grunnlag for utarbeidelse av prognoser vil vi foreta en omgruppering ut i fra et investororientert perspektiv, da den nåværende strukturen i regnskapet anses for å være kreditorientert. Sentrale elementer i omgrupperingen vil være å skille mellom drift og finansiering, og mellom normale og unormale poster. Deretter vil vi foreta en justering for eventuelle målefeil slik at regnskapet viser et rettviseende bilde av den økonomiske situasjonen. Videre vil vi analysere risiko og lønnsomhet ved benyttelse av nøkkeltallsanalyser. Disse analysene vil kunne anvendes som et komparativt grunnlag for å se hvordan Farstad Shipping presterer i forhold til andre selskap i bransjen.

### **6.1 Analysenivå**

Vi valgt et samlet analysenivå for verdsettelsen. Det vil si at vi vil verdsette konsernet Farstad Shipping ASA, da dette gir et mer helhetlig bilde av virksomheten enn regnskapet til morselskapet. Alternativt kunne vi ha analysert de divisjonaliserte forretningsområdene, men da ville vi ha støtt på problemer på grunn av at enkelte datterselskap mangler detaljert og segmentert regnskapsinformasjon. Det er likevel sentralt å påpeke at det foreligger utfordringer ved å benytte et samlet analysenivå, da flere av datterselskapene er internasjonale, og det kan oppstå komplikasjoner knyttet til behandling av valuta i konsernregnskapet. Kontantstrømmen fra disse selskapene skulle ideelt sett vært diskontert med relevant avkastningskrav for hver enkelt valuta (Kaldestad & Møller, 2011).

### **6.2 Analyseperiode**

Valg av lengde på analyseperiode vil være avhengig av stabiliteten til selskapet og bransjen. Offshore supply bransjen er i en moden fase, og Farstad Shipping kan vise til stabil drift over mange år. Dette gjør at eldre regnskapstall vil være representativt for dagens virksomhet. På

grunn av de hyppige syklusene som preger bransjen er det viktig at analyseperioden inkluderer både høy- og lavkonjunktur. Vi har valgt en mellomlang analyseperiode på 6 år fra 2007-2012, da denne perioden inkluderer både høy- og lavkonjunktur (vedlegg 5).

### **6.3 Presentasjon av offentlig regnskapsdata**

I dette avsnittet vil vi presentere en oversikt over resultatregnskap, balanse og endring i egenkapital til konsernet for perioden 2007-2012. Tallene som presenteres er offentlig tilgjengelig, og er hentet fra Farstad Shippings årsrapporter, hvor IFRS er regnskapsstandard. Vi finner det hensiktsmessig å presentere regnskapstallene slik leseren skal få innsikt i hva som er grunnlaget for videre bearbeiding og analyse. Tall er oppgitt i NOK 1.000.

### 6.3.1 Resultatregnskap

År	2007	2008	2009	2010	2011	2012
<b>DRIFTSINTEKTER</b>						
Fraktinntekter	2 292 736	2 943 241	3 237 111	3 323 899	3 578 870	3 709 941
Andre inntekter	25 500	15 383	20 468	3 802	6 019	4 083
Sum driftsinntekter	2 318 236	2 958 624	3 257 579	3 327 701	3 584 889	3 714 024
Gevinst ved salg av anleggsmidler	196 068	61 050	-	1 114	16 909	-10 252
Sum driftsinntekter og gevinst ved salg	2 514 304	3 019 674	3 257 579	3 328 815	3 601 798	3 703 772
<b>DRIFTSKOSTNADER</b>						
Mannskapskostnader skip	-702 938	-789 673	-926 878	-1 161 855	-1 389 567	-1 514 873
Andre driftskostnader skip	-305 675	-350 428	-421 208	-582 968	-559 231	-593 965
Administrasjon	-128 857	-150 443	-173 333	-197 830	-234 565	-288 736
Sum driftskostnader	-1 137 470	-1 290 544	-1 521 419	-1 942 653	-2 183 363	-2 397 574
Resultat før avskrivninger (EBITDA)	1 376 834	1 729 130	1 736 160	1 386 162	1 418 435	1 306 198
Avskrivninger	-336 763	-365 438	-454 909	-516 237	-544 808	-575 928
Driftsresultat før andre inntekter og kostnader	1 040 071	1 363 692	1 281 251	869 925	873 627	730 270
Gevinst ved trinnvis oppkjøp	-	-	-	-	70 431	-
Driftsresultat (EBIT)	1 040 071	1 363 692	1 281 251	869 925	944 058	730 270
<b>FINANSPOSTER</b>						
Finansinntekter	70 493	86 200	78 243	74 582	64 632	48 305
Finanskostnader	-250 138	-307 942	-304 153	-395 155	-410 900	-435 844
Realisert kursgevinst/(tap) valuta	26 197	83 122	18 843	108 521	25 436	15 827
Urealisert kursgevinst/(tap) valuta	38 584	-315 804	349 506	-165 324	-92 915	-33 861
Resultat av finansposter	-114 864	-454 424	142 439	-377 376	-413 747	-405 573
<b>SKATT OG RESULTATER</b>						
Resultat før skatt	925 207	909 268	1 423 690	492 549	530 311	324 697
Skatt	-1 014 534	316 287	507 813	-60 783	38 137	-12 866
Årets resultat	-89 327	1 225 555	1 931 503	431 766	568 448	311 831

## 6.3.2 Balanse

ÅR	31.12.2007	31.12.2008	31.12.2009	31.12.2010	31.12.2011	31.12.2012
<b>EIENDELER</b>						
Anleggsmidler						
Goodwill	30 247	30 247	30 247	30 247	112 090	100 032
Skip m.v	6 743 177	7 871 618	10 237 712	11 467 552	11 759 850	12 394 071
Kontrakter nybygg	550 795	495 380	191 242	64 149	358 894	527 973
Utsatt skattefordel	-	54 831	-	47 242	67 894	68 764
Andre langsiktige fordringer	9 927	14 517	24 977	27 824	35 967	37 509
Valuta- og rentesikringsavtaler	-	-	-	43 364	25 076	26 456
Aksjer	4 444	5 123	5 170	5 204	5 209	5 078
Sum anleggsmidler	7 338 590	8 471 716	10 489 348	11 685 582	12 364 980	13 159 883
Omløpsmidler						
Kundefordringer fraktinntekter	341 200	533 327	473 130	471 567	555 669	624 114
Beholdninger	10 525	19 665	29 743	40 480	41 319	57 020
Andre kortsiktige fordringer	156 963	144 245	296 126	210 853	181 273	229 635
Valuta- og rentesikringsavtaler	38 812	-	15 671	-	-	-
Andre kapitalplasseringer	418 330	198 998	188 291	133 338	106 661	71 932
Kontanter og kontantekvivalenter	1 043 095	1 544 379	1 525 413	2 136 364	1 342 256	1 495 147
Sum omløpsmidler	2 008 925	2 440 614	2 528 374	2 992 602	2 227 178	2 477 848
Sum eiendeler	9 347 515	10 912 330	13 017 722	14 678 184	14 592 158	15 637 731
<b>EGENKAPITAL OG GJELD</b>						
Innskutt egenkapital						
Aksjekapital	39 000	39 000	39 000	39 000	39 000	39 000
Overkursfond	198 396	198 396	198 396	198 396	198 396	198 396
Sum innskutt egenkapital	237 396	237 396	237 396	237 396	237 396	237 396
Opptjent egenkapital						
Annen egenkapital	3 191 897	4 201 936	6 014 499	6 344 972	6 582 839	6 612 092
Sum opptjent egenkapital	3 191 897	4 201 936	6 014 499	6 344 972	6 582 839	6 612 092
Egenkapital majoritet	3 429 293	4 439 332	6 251 895	6 582 368	6 820 235	6 849 488
Minoritetsinteresser	814	656	-	-	-	-
Egenkapital konsern	3 430 107	4 439 988	6 251 895	6 582 368	6 820 235	6 849 488
Langsiktig gjeld						
Pensjonsforpliktelser	56 721	56 181	60 118	61 901	64 469	71 186
Utsatt skatt	7 989	-	14 902	30 279	48 125	43 607
Valuta- og rentesikringsavtaler	-	-	-	24 900	45 791	54 970
Langsiktig skattegjeld	880 614	508 476	-	9 516	4 758	-
Rentebærende gjeld	3 805 923	4 719 722	5 466 499	6 287 220	5 855 651	6 595 642
Sum langsiktig gjeld	4 751 247	5 284 379	5 541 519	6 413 816	6 018 794	6 765 405
Kortsiktig gjeld						
Leverandørgjeld	165 574	204 593	177 019	231 161	234 242	224 170
Betalbar skatt	122 073	99 514	22 325	46 487	38 046	27 158
Valuta- og rentesikringsavtaler	-	153 134	-	-	-	-
Annen kortsiktig gjeld	183 192	220 041	253 193	412 534	468 783	475 595
Kortsiktig del av langsiktig gjeld	695 322	510 681	771 771	991 818	1 012 058	1 295 915
Sum kortsiktig gjeld	1 166 161	1 187 963	1 224 308	1 682 000	1 753 129	2 022 838
Sum gjeld	5 917 408	6 472 342	6 765 827	8 095 816	7 771 923	8 788 243
Sum gjeld og egenkapital	9 347 515	10 912 330	13 017 722	14 678 184	14 592 158	15 637 731

### 6.3.3 Endring i egenkapital

År	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Endring i egenkapital						
Egenkapital 01.01.	3 531 483	3 429 293	4 439 332	6 251 895	6 582 368	6 820 235
Årets resultat	-89 174	1 225 713	1 931 546	431 766	568 448	311 831
Utbetalt utbytte	-117 000	-156 000	-195 000	-117 000	-156 000	-195 000
Endring i minoritetsinteresser	-387	-	-	-	-	-
Andre inntekter og kostnader i oppstillingen av totalresultatet:						
Endring valutatermin- og swapkontrakter	-15 776	-101 813	82 135	-7 282	-53 866	23 303
Endring utsatt skatt	-582	14 347	-3 538	2 351	2 014	-9 439
Valutaeffekter omregning utenlandske datterselskaper	120 305	27 786	-1 949	20 842	-66 670	-101 442
Belastet miljøfondet	-	-	-335	-233	-	-
Reversert omregningsdifferanse ved trinnvis oppkjøp	-	-	-	-	-56 059	-
Andre egenkapitaleffekter	424	6	-296	29	-	-
Sum "dirty surplus"	104 371	-59 674	76 017	15 707	-174 581	-87 578
Egenkapital 31.12	3 429 293	4 439 332	6 251 895	6 582 368	6 820 235	6 849 488

### 6.4 Omgruppering av regnskapet

Regnskapsanalysen starter med en omgruppering av regnskapstallene. Resultatregnskapet eller balansen har ingen form for hensiktsmessig spesifisering dersom det er verdsettelse eller kontroll som er formålet med analysen. Resultatregnskapet skiller ikke mellom verdiskaping og verdiutdeling, og balansen har en oppstilling som ikke er investororientert. Eiendeler er gruppert i anleggsmidler og omløpsmidler, og gjeld er splittet i kort- og langsiktig. Fra et investorståsted er dette av mindre interesse, da det sentrale er å skille mellom driftsrelaterte og driftsfremmede eiendeler, rentebærende og rentefri gjeld, og normale versus unormale poster (Gjesdal & Johnsen, 1999). Videre må en også håndtere brudd på kongruensprinsippet, såkalt "dirty surplus". I oppgaven vil disse sentrale elementene bli videre behandlet, og spesifisert ut i fra de foreliggende regnskapsopplysningene fra Farstad Shipping.

Omgruppering av resultatregnskapet gjennomføres i tre steg

Steg 1: Identifisering av fullstendig nettoresultat

Steg 2: Normalisering av regnskapet

Steg 3: Beregning av normalisert driftsskattesats

### 6.4.1 Steg 1: Identifisering av fullstendig nettoresultat

For å beregne fullstendig nettoresultat må vi identifisere "dirty surplus". "Dirty surplus" er resultatelementer ført direkte mot egenkapitalen. I henhold til regnskapsloven § 4-3 skal alle inntekter og kostnader resultatføres, med unntak av endring av regnskapsprinsipp eller korrigerende av feil i tidligere årsregnskap (Lovdata, 1998). "Dirty surplus" er brudd på kongruensprinsippet, og vil være et problem for den investororienterte regnskapsanalysen i form av at rentabiliteten blir feil (Gjesdal, 2007).

Tabellen nedenfor viser fullstendig nettoresultat som årets resultat tillagt "dirty surplus".

År	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Årets resultat	-89 327	1 225 555	1 931 503	431 766	568 448	311 831
+ Dirty surplus	104 371	-59 674	76 017	15 707	-174 581	-87 578
= Fullstendig nettoresultat	15 044	1 165 881	2 007 520	447 473	393 867	224 253

**Tabell 6: Beregning av fullstendig nettoresultat 2007-2012**

Vi ser at "Dirty surplus" har varierende innvirkning på fullstendig nettoresultatet de enkelte år. "Dirty surplus" består i hovedsak av verdiendringer knyttet til finansielle instrumenter og omregningsdifferanser fra valutaposter. Sistnevnte utgjør en vesentlig del av "dirty surplus," og kommer av at ca. 85% av inntektene til Farstad Shipping er i utenlandsk valuta (Farstad Shipping ASA, 2013). Vi har på dette grunnlaget senere i omgrupperingen vagt å klassifisere alt "dirty surplus" som finansielt.

### 6.4.2 Steg 2: Normalisering av regnskapet

Ved gjennomføring av en verdsettelse er det vanlig å skille mellom normale og unormale resultatposter, fordi det vil være mest hensiktsmessig å ta utgangspunkt i et normalt driftsresultat for og predikere fremtidig utvikling. Normale poster er resultatelementer som kommer fra ordinær drift, og vil kunne forventes å inntreffe i fremtiden. Unormale poster er klassifisert som ekstraordinære, diskontinuerlige eller andre unormale poster, og inntreffer i en eller i et fåtalls perioder (Knivsflå, 2012). Unormale poster vil være lite relevant for verdsettelsen fordi en inkludering vil komplisere estimeringen av framtidige kontantstrømmer.

Følgende tabell viser hvilke poster i resultatregnskapet vi har vurdert til å være unormale, og nedenfor følger en begrunnelse på hvorfor vi anser disse for å være unormale. Skattemessig behandling av unormale poster er vist i tabellen, og vil bli omtalt senere.

År		2007	2008	2009	2010	2011	2012	
	Driftsposter							
	Gevinst ved salg av anleggsmidler	UDI	196 068	61 050		1 114	16 909	-10 252
-	Gevinst ved trinnvis oppkjøp	UDK	-	-	-	-	-70 431	-
=	Unormalt driftsresultat	UDR	196 068	61 050	-	1 114	87 340	-10 252
-	Dss% skatt på unormalt driftsresultat	dss x UDR	21 161	3 893	-	185	11 420	-979
+	Driftsrelatert dirty surplus	DDSP	-	-	-	-	-	-
-	Unormal driftsskatt på normalt driftsresultat	(dss-ndss) x DR	-3 521	-62 833	-4 032	46 731	16 070	-12 224
-	Unormal skatt på normalt og unormalt	USK	943 516	-308 580	-635 595	14 273	-55 178	54 166
=	Unormalt netto driftsresultat	UNDR	-765 087	428 570	639 627	-60 075	115 027	-51 215
	Finansposter							
	Realisert kursgevinst/tap valuta		26 197	83 122	18 843	108 521	25 436	15 827
-	Urealisert kursgevinst/tap valuta		38 584	-315 804	349 506	-165 324	-92 915	-33 861
=	Unormalt finansresultat	UFR	64 781	-232 682	368 349	-56 803	-67 479	-18 034
-	fss% skatt på unormalt finansresultat	Fss*UFR	9 069	-32 575	51 569	-7 952	-9 447	-2 525
+	Finansielt "Dirty surplus"	FDSP	-	-	-	-	-	-
=	Unormalt netto finansresultat	UNFR	55 712	-200 107	316 780	-48 851	-58 032	-15 509

**Tabell 7: Unormale poster 2007-2012**

- Gevinst/tap ved salg av anleggsmidler er selskapets nettoresultat ved avgang av skip. I henhold til IAS 16 har Farstad Shipping benyttet historisk kost som bokføringsgrunnlag. Gevinst/tap fremkommer som differanse mellom salgssum og bokført verdi. Vi klassifiserer postene som unormale fordi transaksjonene ikke har noen direkte sammenheng med selskapets ordinære virksomhet. Gevinst/tap ved salg av anleggsmidler er skattepliktig jfr. skatteloven § 5-30, og skattesatsen er 28 % (Lovdata, 1999).
- Gevinst ved trinnvis oppkjøp gjelder selskapets resterende oppkjøp av aksjer fra "joint venture" samarbeidet med Petrobras i Brasil. Gevinst ved trinnvis oppkjøp er en unormal post, da den betegnes som uvanlig i forhold til selskapets virksomhet. Posten resultatføres i henhold til oppkjøpsmetoden jfr. IFRS 3, virksomhetssammenslutninger. Resultatføringen av posten vil medføre en utsatt skatteforpliktelse for selskapet, da gevinsten er skattepliktig.
- Realisert og urealisert agio/disagio er vurdert til å være unormale poster på grunn av at dette er poster preget av store fluktuasjoner, og de utgjør en vesentlig andel av netto finansresultat. Det vil være utfordrende å forutsette normalisering av slike poster, da disse bestemmes av de respektive valutakursene. Realisert og urealisert agio/disagio belastes med 28 % skatt. Skattegrunnlaget for realisert og urealisert agio/disagio er dog ulikt, da det for urealisert agio/disagio bestemmes ut i fra et nettet forhold mellom agio/disagio i form av en omvurderingskonto. jfr. skatteloven § 14-5 5.ledd, og FSFIN § 14-5-20 (Lovdata, 1999).
- Posten andre inntekter kan i utgangspunktet sies å være unormal post. I vårt tilfelle har vi ikke klassifisert denne som en unormal, da andre inntekter forekommer hvert år, og verdiene anses som uvesentlig.



### 6.4.3 Steg 3: Beregning av normalisert driftsskattesats

Driftsskattesatsen kan avvike fra den ordinære satsen når regnskapsmessige og skattemessige verdier er forskjellig. Dette er på grunn av at skatteregnskapet og det ordinære regnskapet har ulik behandling av periodiseringer, og ulike vurderingsregler for inntekt- og kostnadsføring, som fører til at det kan oppstå midlertidige og permanente forskjeller.

Ved å beregne driftsskattesatsen får man en skattesats som er justert ut i fra det omgrupperte resultat i henhold til verdiskapning generert fra driften. Følgende formel benyttes for beregning av driftsskattesats.

$$dss = \frac{NSK - f_{SS_{FI}} \times FI - f_{SS_{UFR}} \times UFR + f_{SS_{FK}} \times FK}{DR + UDR}$$

Hvor:

$NSK$  = Normal skattekostnad

$f_{SS_{FI}}$  = Skatt på finansinntekter

$f_{SS_{UFR}}$  = Skatt på unormalt finansresultat

$f_{SS_{FK}}$  = Skatt på finanskostnader

$DR$  = Normalt driftsresultat

$UDR$  = Unormalt driftsresultat

Skattleggingen baserer seg på realisasjonsprinsippet, hvor realiserte finansielle inntekter og kostnader skattlegges med 28 %. Urealiserte inntekter og kostnader har en ulik skattemessig behandling som tidligere nevnt. Dette medfører at vi benytter en skattesats på 14 % på det unormale finansresultatet, da posten inneholder både realisert og urealisert kursgevinst som skattlegges med henholdsvis 28 % og 0 % skatt. Finansinntektene velger vi å skattlegge med 28 % på grunn av at den største andelen ifølge notene er renteinntekter. Finanskostnadene skattlegges med 28 %.

Driftsskattesats		2007	2008	2009	2010	2011	2012
Rapportert skattekostnad	SK	-1 014 534	316 287	507 813	-60 783	38 137	-12 866
Unormal skattekostnad	USK	-943 516	308 580	635 595	-14 273	55 178	-54 166
Normal skattekostnad	NSK	-71 018	7 707	-127 782	-46 510	-17 041	41 300
Skatt på finansinntekter	f <sub>ssFI</sub>	19 738	24 136	21 908	20 883	18 097	13 525
Skatt på finanskostnader	f <sub>ssFK</sub>	70 039	86 224	85 163	110 643	115 052	122 036
Skatt på unormalt finansresultat	f <sub>ssUFR</sub>	9 069	-32 575	51 569	-7 952	-9 447	-2 525
Driftsresultat før skatt	DR+UDR	1 040 071	1 363 692	1 281 251	869 925	944 058	730 270
Driftsskattesats	dss	10,8 %	6,4 %	10,9 %	16,6 %	13,1 %	9,5 %
Normalisert driftsskattesats	ndss	11,2 %	11,2 %	11,2 %	11,2 %	11,2 %	11,2 %
Unormal driftsskattesats	dss-ndss	-0,4 %	-4,8 %	-0,3 %	5,4 %	1,9 %	-1,7 %

**Tabell 8: Beregnet normalisert driftsskattesats 2007-2012**

Vedlegg 6 viser vår vurdering av hvordan den rapporterte skattekostnaden fordeler seg på normal og unormal skattekostnad.

Av tabellen ser man at er det relativt liten variasjon i de årlige beregnede driftskattesatsene. Ved beregning av den normaliserte driftskattesatsen har vi valgt å benytte gjennomsnittet. Dette på grunn av at det ikke foreligger noen store avviker i de forskjellige årene. Normalisert driftsskattesats er beregnet til 11,2 %.

Tabellen viser en lav driftsskattesats i de forskjellige årene når man ser det i forhold til selskapsskatten som er på 28 %. Årsaken til den lave driftsskattesatsen skyldes effekten av den nye rederibeskatningsordningen, hvor man kan se innvirkningen av denne ut i fra to forhold. For det første gir ordningen et vesentlig skattefritak, slik at selskapet i utgangspunktet får en lav driftsrelatert skattekostnad. For det andre medførte overgangen til den nye rederibeskatningsordning en skattejustering som påvirket finansregnskapet i perioden 2007-2009 som vi har klassifisert til å være unormal.

## 6.5 Omgruppert resultatregnskap

Det er ved en investororientert regnskapsanalyse sentralt er å skille mellom verdiskapning og verdiutdeling, skillet går ved resultat før rentekostnader (Gjesdal & Johnsen, 1999).

Omgruppert resultatregnskap viser normalisert verdiskapning som nettoresultat til sysselsatt kapital.

År	Symbol	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Fraktinntekter		2 292 736	2 943 241	3 237 111	3 323 899	3 578 870	3 709 941
Andre inntekter		25 500	15 383	20 468	3 802	6 019	4 083
Sum driftsinntekter	DI	2 318 236	2 958 624	3 257 579	3 327 701	3 584 889	3 714 024
Mannskapskostnader skip		-702 938	-789 673	-926 878	-1 161 855	-1 389 567	-1 514 873
Andre driftskostnader skip		-305 675	-350 428	-421 208	-582 968	-559 231	-593 965
Administrasjon		-128 857	-150 443	-173 333	-197 830	-234 565	-288 736
Avskrivninger		-336 763	-365 438	-454 909	-516 237	-544 808	-575 928
Sum driftskostnader	DK	-1 474 233	-1 655 982	-1 976 328	-2 458 890	-2 728 171	-2 973 502
= Driftsresultat	DR	844 003	1 302 642	1 281 251	868 811	856 718	740 522
- Driftsrelatert skattekostnad	DSK = ndss x DR	94 610	145 896	143 500	97 307	95 952	82 938
= Netto driftsresultat	NDRE	749 393	1 156 746	1 137 751	771 504	760 766	657 584
+ Netto finansinntekt	NFI = 0,72 x FI	50 755	62 064	56 335	53 699	46 535	34 780
= Nettoresultat til sysselsatt kapital	NRS	800 148	1 218 810	1 194 086	825 203	807 301	692 363
- Netto finanskostnad	NFK = 0,72 x FK	180 099	221 718	218 990	284 512	295 848	313 808
- Netto minoritetsresultat	NMR	-153	-158	-43	-	-	-
= Nettoresultat til egenkapital	NRE	620 201	997 250	975 139	540 692	511 453	378 555
+ Unormalt netto driftsresultat	UNDR	-765 087	428 570	639 627	-60 075	115 027	-51 215
+ Unormalt netto finansresultat	UNFR	160 083	-259 781	392 797	-33 144	-232 613	-103 087
= Fullstendig nettoresultat til EK	FNR	15 197	1 166 039	2 007 563	447 473	393 867	224 253
- Netto betalt utbytte	NBU	117 000	156 000	195 000	117 000	156 000	195 000
- Endring i minoritetsinteresser		387	-	-	-	-	-
= Endring i EK	Delta EK	-102 190	1 010 039	1 812 563	330 473	237 867	29 253

**Tabell 9: Omgruppert resultatregnskap 2007-2012**

Ved at de unormale resultatpostene skilles ut får vi spesifisert nettoresultat til egenkapital generert av de normale resultatpostene, og fullstendig nettoresultat til egenkapital.

Førstnevnte er sentralt ved beregning av forholdstall.

## 6.6 Omgruppering av balanseoppstilling

Ved omgruppering av balansen er det sentralt å få frem hva som er driftsrelatert, og hva som er driftsfremmed, da de driftsrelaterte aktivitetene utnytter den investerte kapitalen til å skape verdi. Driftsrelaterte eiendeler verdsettes med utgangspunkt i inntjeningen. Dette gjøres ved å estimere den fremtidige kontantstrøm for å så neddiskontere denne til en nåverdi. De driftsfremmede eiendelene, som regel finansielle eiendeler, verdsettes basert på markedsværdien. Avkastningen vil derfor være lik endring i markedsværdi. Markedsværdier vil ofte være lett tilgjengelig enten i fra noter eller andre kilder (Gjesdal & Johnsen, 1999).

I oppstillingen av balansen foreligger det tre ulike typer kapitalfokus. Dette er totalkapital, sysselsatt kapital og netto driftskapital (Knivsflå, 2012).

Totalkapital har fokus på å kategorisere selskapets totale aktiva og passiva etter drift og finans. Fokus på sysselsatt kapital innbefatter at den driftsrelaterte gjelden ekskluderes fra totalkapitalen. Netto driftskapital viser kapital som er investert i driften, hvor den finansielle gjelden er trukket fra sysselsatt kapital. Vi velger å fokusere på sysselsatt kapital fordi den fokuserer på eiendelenes samlede verdiskapning

År	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Goodwill	30 247	30 247	30 247	30 247	112 090	100 032
Skip m.v	6 743 177	7 871 618	10 237 712	11 467 552	11 759 850	12 394 071
Kontrakter nybygg	550 795	495 380	191 242	64 149	358 894	527 973
Utsatt skattefordel	-	54 831	-	47 242	67 894	68 764
Andre langsiktige fordringer	9 927	14 517	24 977	27 824	35 967	37 509
Aksjer	4 444	5 123	5 170	5 204	5 209	5 078
Sum driftsrelaterte anleggsmidler	7 338 590	8 471 716	10 489 348	11 642 218	12 339 904	13 133 427
Pensjonsforpliktelser	56 721	56 181	60 118	61 901	64 469	71 186
Utsatt skatt	7 989	-	14 902	30 279	48 125	43 607
Langsiktig skattegjeld	880 614	508 476	-	9 516	4 758	-
Sum driftsrelatert langsiktig gjeld	945 324	564 657	75 020	101 696	117 352	114 793
Netto driftsrelatert anleggsmidler	6 393 266	7 907 059	10 414 328	11 540 522	12 222 552	13 018 634
Kundefordringer fraktinntekter	341 200	533 327	473 130	471 567	555 669	624 114
Beholdninger	10 525	19 665	29 743	40 480	41 319	57 020
Andre kortsiktige fordringer	156 963	144 245	296 126	210 853	181 273	229 635
Sum driftsrelaterte omløpsmidler	508 688	697 237	798 999	722 900	778 261	910 769
Leverandørgjeld	165 574	204 593	177 019	231 161	234 242	224 170
Betalbar skatt	122 073	99 514	22 325	46 487	38 046	27 158
Annen kortsiktig gjeld	183 192	220 041	253 193	412 534	468 783	475 595
Sum driftsrelatert kortsiktig gjeld	470 839	524 148	452 537	690 182	741 071	726 923
Netto driftsrelatert omløpsmidler	37 849	173 089	346 462	32 718	37 190	183 846
Netto driftsrelaterte eiendeler (NDK)	6 431 115	8 080 148	10 760 790	11 573 240	12 259 742	13 202 480
Valuta- og rentesikringsavtaler	-	-	-	43 364	25 076	26 456
Valuta- og rentesikringsavtaler	38 812	-	15 671	-	-	-
Andre kapitalplaseringer	418 330	198 998	188 291	133 338	106 661	71 932
Kontanter og kontantekvivalenter	1 043 095	1 544 379	1 525 413	2 136 364	1 342 256	1 495 147
Sum drifts fremmede eiendeler	1 500 237	1 743 377	1 729 375	2 313 066	1 473 993	1 593 535
Sysselsatte eiendeler	7 931 352	9 823 525	12 490 165	13 886 306	13 733 735	14 796 015
Egenkapital majoritet	3 429 293	4 439 332	6 251 895	6 582 368	6 820 235	6 849 488
Minoritetsinteresser	814	656	-	-	-	-
Egenkapital konsernet	3 430 107	4 439 988	6 251 895	6 582 368	6 820 235	6 849 488
Valuta- og rentesikringsavtaler	-	153 134	-	24900	45791	54970
Rentebærende gjeld	3 805 923	4 719 722	5 466 499	6 287 220	5 855 651	6 595 642
Kortsiktig del av langsiktig gjeld	695 322	510 681	771 771	991 818	1 012 058	1 295 915
Sum rentebærende gjeld	4 501 245	5 383 537	6 238 270	7 303 938	6 913 500	7 946 527
Sysselsatt kapital (EK+RG)	7 931 352	9 823 525	12 490 165	13 886 306	13 733 735	14 796 015

**Tabell 10: Omgruppert balanse 2007-2012**

## 6.7 Begrunnelse av valg knyttet til omgruppering

Klassifisering av driftsrelaterte og driftsfremmede eiendeler og gjeldsposter er i hovedsak intuitivt. Dog er enkelte poster tvetydige og klassifikasjon vil være avhengig av opplysninger gitt i noter og egen tolkning. Postene vil bli nærmere spesifisert i egne punkter under.

Følgende poster er klassifisert som driftsrelaterte eiendeler:

Goodwill er generert som følge av merverdier knyttet til oppkjøp av utenlandske selskap med videre drift som formål. Utsatt skattefordel oppstår grunnet negative midlertidige forskjeller fra driftsrelaterte eiendeler. Aksjeposten vedrører langsiktige investeringer i noen av datterselskapene, og er direkte relatert til drift.

Andre kortsiktige fordringer mangler detaljert spesifisering i noteopplysningene. Vi velger å klassifisere posten som driftsrelatert eiendel, da det er mest nærliggende å anta at disse vedrører driften.

- Derivater

Valuta- og rentesikringsavtaler er opplyst i notene til å være finansielle derivater. Vi har av den grunn valgt å klassifisere disse postene til å være driftsfremmede eiendeler og gjeld.

- Behandling av pensjonsposter

Balansen til selskapet viser at pensjon er klassifisert som henholdsvis pensjonsmidler og pensjonsforpliktelser. Pensjonsmidler kan være en tvetydig post, og kan klassifiseres både som driftsrelatert og driftsfremmed eiendel. Dersom posten klassifiseres som driftsfremmed eiendel vil dette føre til en mangel på konsistens mellom balanse og resultatregnskap, da avkastningen på pensjonsmidlene fradragsføres mot pensjonskostnaden som er en del av lønnskostnaden. Vi velger av den grunn å klassifisere pensjonsmidler som en driftsrelatert eiendel. Det følger da grunnet konsistens at pensjonsforpliktelsene må klassifiseres som rentefri gjeld. Videre vil det i pensjonsforpliktelsen være en implisitt rentekostnad som fremkommer ut i fra nåverdiberegningen av forpliktelsene. Forpliktelsen anses derfor som rentefri da rentekostnadene føres under pensjonskostnader (Gjesdal, 2007).

- Offentlig gjeld

Betalbar og utsatt skatt er offentlig gjeldsposter som kan nåverdiberegnes. Ut i fra dette kan man si at det foreligger et renteelement. Renteelementet kan imidlertid være utfordrende å tolke, og dette er i følge Gjesdal (2007) av den grunn en lite benyttet løsning. Vi har ut i fra dette valgt å klassifisere postene som driftsrelatert gjeld.

## 6.8 Justering av målefeil

Ved verdsettelse av et selskap må analytiker være klar over at det kan foreligge sentrale måleproblemer i et regnskap, og at disse vil kunne påvirke forholdstallene. Det kan være at de rapporterte verdiene ikke er i samsvar med de virkelige verdiene, hvor differansen mellom rapportert og virkelig verdi blir betegnet som målefeil. Det finnes det tre kilder til målefeil (Knivsflå, 2012).

Finansregnskapet bygger på en historisk kost-modell, hvor målgrunnet er historisk kostpris. Dette kan innebære at det foreligger skjulte reserver i regnskapet på grunn av at eiendeler og gjeld ikke er verdsatt til virkelig verdi (Kristoffersen, 2008). Målefeil 1 er betegnet som avvik mellom korrekt historisk kost og virkelig verdi.

Avvik mellom "korrekt historisk kost" og "god regnskapsskikk" blir betegnet som målefeil av type 2. I henhold til regnskapsloven § 4-6 er begrepet "god regnskapsskikk" fremstilt som et overordnet prinsipp i regnskapsloven (Lovdata, 1998). Målefeilen forekommer ved at regelverket avviker fra historisk kost (Knivsflå, 2012). Eksempelvis kan en slik målefeil vises ut i fra hvordan man regnskapsmessig behandler vedlikeholdsutgifter, hvor skillet er mellom periodisk balanseføring og direkte kostnadsføring. I Farstad Shipping vil det ikke foreligge en slik målefeil knyttet til vedlikehold, da selskapet periodisk balansefører vedlikehold (Knivsflå, 2012) (Farstad Shipping ASA, 2013).

Kreativ regnskapsføring kan forekomme ved at selskapet presenterer en falsk illusjon overfor omverden av bedriftens økonomiske situasjon. Dette gjøres ved at selskapet manipulerer tall i resultatet og balansen. En slik opportunistisk oppførsel kan ha varierende intensjoner, men som regel er det for å få investorer til å bidra med mer kapital. Dette er den tredje målefeilen, og omhandler avviket som oppstår mellom rapporterte tall og god regnskapsskikk. Tatt i betraktning selskapets historikk, børsnotering, og at årsregnskapene er godkjent av statsautorisert revisor vil det være en minimal sannsynlighet for denne type målefeil kan oppstå.

I verdsettelsen vil vi ikke justere for målefeil begrunnet med at eventuelt eksisterende målefeil har en tendens til å nøytralisere hverandre i form av at de går i forskjellig retning. Det er således kun sentralt å justere ved mistanke om vesentlige feil (Knivsflå, 2012).

## 7. Analyse av forholdstall

Vi vil foreta en analyse av risiko og lønnsomhet for Farstad Shipping ved benyttelse av forholdstall. Formålet med analysen er å tilegne oss verdifull innsikt om bedriftens økonomiske stilling og utvikling for benyttelse i verdsettelsen. Forholdstallene viser relative forhold mellom to regnskapsstørrelser, og gir en umiddelbar innsikt i underliggende økonomiske forhold. Ved benyttelse av absolutte tall er man avhengig av å se tallene i forhold til noe, eksempelvis størrelsen på kapitalen som har generert resultatet, for at de skal kunne gi mening. For å få en indikasjon på hvor godt Farstad Shipping presterer i bransjen har vi valgt å sammenligne forholdstall for Farstad Shipping med et bransjeutvalg.

Farstad Shipping opererer i segmentet for store og mellomstore supplyskip. Ved valg av komparative selskap som sammen med Farstad Shipping skal danne grunnlaget for bransjeutvalget la vi vekt på at disse skulle operere innenfor samme segment, og at finansiell informasjon skulle være lett tilgjengelig. Valget vårt falt på de internasjonale virksomhetene Dof, Solstad Offshore og Havila som alle er blant de 14 største selskapene på verdensbasis i dette segmentet rangert etter antall skip (vedlegg 1). Eidesvik Offshore fremheves ofte i media til å være en konkurrent for Farstad Shipping. I utvalget er ikke Eidesvik inkludert på grunn av at driftsformen avviker fra Farstad Shipping, ved at de i tillegg til supplytjenester satser sterkt på subsea og seismikk. Det kan argumenteres for at bransjeutvalget skulle ha inkludert flere selskaper fordi dette ville ha medført et mer korrekt bilde av bransjen, men på grunn av tidsbegrensningen har vi valgt å benytte ovennevnte løsning.

Ved beregning av forholdstall og utregning av bransjegjennomsnitt vil vi opptre som en ekstern analytiker, og legge offentlige regnskapstall til grunn. Regnskapsdata for selskap i bransjeutvalget er presentert i vedlegg 7. Tidsaspektet for masteroppgaven tatt i betraktning vil det være begrenset mulighet til å omgruppere samtlige av finansregnskapene i bransjeutvalget. Dette er på grunn av at omgrupperingen krever vurdering og korrigeringer av utvalgets årsrapporter, og kartlegging av spesifikasjoner i noter. Det vil være utfordrende å tolke alle "tvetydige poster" under omgrupperingen, og korrekt justere for målefeil med tanke på tidsaspektet. Vi er klar over at denne metoden er beheftet med visse begrensninger, da det kan være utfordrende å oppnå tilstrekkelig standardisering av grunnlagsmaterialet slik at vi får konsistente nøkkeltall. Vi mener likevel at vårt utvalg skal gi oss tilstrekkelig datagrunnlag til å oppnå formålet med forholdstallanalysen, som er å tilegne oss verdifull innsikt vedrørende bedriftens økonomiske stilling og utvikling for videre benyttelse i verdsettelsen. Utvalget vil

bestå av selskap innenfor samme driftssegment, hvor samtlige er notert på Oslo Børs som gjør at offentlig regnskapstall for samtlige bedrifter er i tråd med IFRS.

I praksis benyttes offentlige regnskapstall både av eksterne analytikere og selskapene selv som "benchmark". Dette er fordi selskapene og analytikerne ønsker et "benchmark" som ikke vil være tidkrevende sett ut i fra en kost- nyttevurdering.

## 7.1 Risikoanalyse

Offshore supply bransjen er svært volatil, og i perioder faller ratene under "break even". Det er derfor avgjørende at selskapene er i stand til å tåle lengre perioder med tap, og at de er i stand til å innfri forpliktelsene sine. Vi vil foreta en analyse av Farstad Shippings risiko på kort og lang sikt ved utførelse av likviditets- og soliditetsanalyse. Samlet risiko vil bli oppsummert i en syntetisk rating.

### 7.1.1 Likviditetsanalyse

Formålet med å utføre en likviditetsanalyse er å undersøke om selskapet er i stand til å innfri sine krav etter hvert som de forfaller, og om det foreligger fare for konkurs pga. manglende likviditet. Vi vil utføre en likviditetsanalyse ved beregning av likviditetsgrad 1 & 2, rentedekningsgrad og analyse av kontantstrømmen.

#### 7.1.1.1 Likviditetsgrad 1 & 2

Forholdstallene viser selskapets andel av omløpsmidler i forhold til sum kortsiktig gjeld. Likviditetsgrad 1 måler totale omløpsmidler. Likviditetsgrad 2 måler finansielle omløpsmidler som er de mest likvide. Forholdstallene viser hvor mye av den kortsiktige gjelden som kan innfris med tilgjengelige midler.

$$\text{Likviditetsgrad 1 (lg1)} = \frac{OM_t}{KG_t} = \frac{DOM_t + FOM_t}{KDG_t + KFG_t}$$

År	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Farstad Shipping ASA	1,72	2,05	2,07	1,78	1,27	1,22
Bransjeutvalg	1,98	1,73	1,71	1,26	1,10	0,97

Tabell 11: Likviditetsgrad 1 2007-2012



$$\text{Likviditetsgrad 2 (lg2)} = \frac{FOM_t}{KDG_t + KFG_t}$$

År	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Farstad Shipping ASA	1,29	1,47	1,41	1,35	0,83	0,77
Bransjeutvalg	1,09	1,21	1,07	0,80	0,57	0,55

**Tabell 12: Likviditetsgrad 2 2007-2012**

Vi ser av tabellen at Likviditetsgrad 1 er for Farstad Shipping i perioden 2007-2010 generelt god. I 2011 og 2012 reduseres likviditeten, og kan klassifiseres som tilfredsstillende.

Bransjeutvalget viser en negativ utvikling i analyseperioden. Farstad Shipping har en høyere likviditetsgrad 2 enn bransjeutvalget. Trenden er dog nedadgående for både Farstad Shipping og bransjen. Likviditetsgrad 2 har for bransjen blitt halvert i analyseperioden, og kan fra 2011 betegnes som svak. Dette kan gi en indikasjon på at kostnader knyttet til drift av skip øker likviditetsbehovet for bransjen.

#### 7.1.1.2 Rentedeckningsgrad

Forholdstallet viser i hvilken grad bedriften er i stand til å betale sine rentekostnader. Videre impliserer forholdstallet hvor mye gjeld foretaket kan pådra seg de nærmeste årene.

Rentedekningsgraden bør være minimum 1, da det er tilstrekkelig med å nedbetale de aktuelle rentekostnadene en gang. Dersom rentedeckningsgraden er under 1 vil selskapet måtte finansiere rentekostnadene med egenkapital eller opptak av mer gjeld (Eklund & Knutsen, 2011).

$$rdg_t = \frac{\text{Ordinært resultat før skatt} + FK}{FK}$$

År	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Farstad Shipping ASA	4,70	3,95	5,68	2,25	2,29	1,74
Bransjeutvalg	4,06	1,74	4,41	1,36	0,94	1,42

**Tabell 13: Rentedeckningsgrad 2007-2012**

Rentedekningsgraden viser en fallende trend for Farstad Shipping og bransjen i analyseperioden, dog avviker dette i 2009 hvor vi ser det foreligger en unormal økning.

Denne økningen skyldtes at etterspørselen etter supplyskip var meget god (Farstad Shipping

ASA, 2010). Farstad Shipping har for hele perioden en høyere rentedekningsgrad enn bransjen, og vurderes til å være tilfredsstillende ved utgangen av analyseperioden.

### 7.1.1.3 Kontantstrømanalyse

Kontantstrømmen vil være fri for skjønsmessige periodisering og avsetninger. I en risikoanalyse er det spesielt to sentrale momenter ved en kontantstrømoppstilling som er relevant. Det første er å ha fokus på forklaring av endring i likviditet som vises ut i fra endring finansielle eiendeler, det andre er forklaring av behovet for låneopptak som gjenspeiles gjennom finansiell gjeld (Knivsflå, 2012).

År		2008	2009	2010	2011	2012
Netto driftsresultat	NDRE	1 156 746	1 137 751	771 504	760 766	657 584
Unormalt netto driftsresultat	UNDR	428 570	639 627	-60 075	115 027	-51 215
Endring i netto driftseiendeler	Δ NDE	1 649 033	2 680 642	812 450	686 502	942 738
Fri kontantstrøm fra drift	FKD	-63 717	-903 264	-101 021	189 291	-336 370
Netto finanskostnad	NFK	221 718	218 990	284 512	295 848	313 808
Endring i finansiell gjeld	ΔFG	882 292	854 733	1 065 668	-390 438	1 033 027
Netto minoritetsresultat	NMR	-158	-43	-	-	-
Endring minoritetsinteresser	ΔMI	-158	-656	-	-	-
Fri kontantstrøm til EK fra drift	FKED	596 857	-268 134	680 136	-496 995	382 850
Netto betalt utbytte	NBU	156 000	195 000	117 000	156 000	195 000
Fri kontantstrøm til fin.inv. fra drift	FKFI	440 857	-463 134	563 136	-652 995	187 850
Netto finansinntekt	NFI	62 064	56 335	53 699	46 535	34 780
Unormalt netto finansresultat	UNFR	-259 781	392 797	-33 144	-232 613	-103 087
Endring i finansielle eiendeler	ΔFE	243 140	-14 002	583 691	-839 073	119 542
Inngående finansielle eiendeler	FE t-1	1 500 237	1 743 377	1 729 375	2 313 066	1 473 993
Utgående finansielle eiendeler	FE	1 743 377	1 729 375	2 313 066	1 473 993	1 593 535

**Tabell 14: Kontantstrømanalyse 2008-2012**

Av tabellen ser vi at selskapets netto driftsresultat reduseres gjennom hele analyseperioden. Dette gjenspeiles i hvordan bransjeutviklingen har vært i perioden, og er tidligere omtalt i den strategiske analysen. Fri kontantstrøm fra drift er negativ perioden 2008-2012 i alle år sett bort i fra 2011. Dette skyldes en økning i netto driftseiendeler relatert til anskaffelse av nye skip. I 2008 og 2009 ser vi at økningen er egenkapitalfinansiert med henholdsvis halvparten og to tredjedeler. I 2010 og 2012 er økningen i netto driftsrelaterte eiendeler i sin helhet gjeldsfinansiert, da endring i finansiell gjeld overstiger endring i netto driftseiendeler.

Ut i fra tabellen er endringen i likviditeten svingende. I 2009 var endring i finansielle eiendeler negativ som følge av økning i netto driftseiendeler, og et relativt høyt netto utbetalt utbytte. I 2011 oppstod det en markant negativ endring i finansielle eiendeler, da netto driftsresultatet var lavt og tilbakebetaling av gjeld resulterte til en negativ endring i finansiell gjeld, videre var unormale finansposter vesentlig negative.

## 7.1.2 Soliditetsanalyse

Formålet med en soliditetsanalyse er å undersøke om bedriften har økonomiske ressurser til å tåle en lengre periode med tap, noe som innledningsvis ble fremhevet som svært viktig, da ratene i offshore supply bransjen i perioder faller under "break even".

Soliditeten vil analyseres ved å se på utviklingen i egenkapitalprosent for analyseperioden, og ved hjelp av en statisk finansieringsmatrise pr. 31.12.12.

### 7.1.2.1 Egenkapitalprosent

Egenkapitalprosenten viser hvor stor andel av eiendelene som er finansiert med egenkapital. Videre viser nøkkeltallet hvor mye av kapitalen til bedriften kan gå tapt før det blir påført tap på fremmedkapitalen (Eklund & Knutsen, 2011).

$$ekp_t = \frac{EK_t}{TK_t}$$

År	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Farstad Shipping ASA	0,37	0,41	0,48	0,45	0,47	0,44
Bransjeutvalg	0,31	0,33	0,37	0,32	0,30	0,30

**Tabell 15: Egenkapitalprosent 2007-2012**

Farstad Shipping har fra perioden 2008-2012 en egenkapitalprosent som ligger over 0,4, noe som indikerer en meget god soliditet. For hele perioden har Farstad Shipping en høyere egenkapitalprosent enn bransjeutvalget. Dette indikerer at Farstad Shipping er mer solid enn bransjeutvalget i form av at selskapet kan tåle mer tap.

### 7.1.2.2 Statisk finansieringsmatrise

En statisk finansieringsmatrise viser hvordan kapitalstrukturen i selskapet er på et bestemt tidspunkt. Hensikten er å kunne si noe om hvor risikabel selskapets finansiering er. Matrisen leses av vannrett fra venstre til høyre, hvor finansiering med egenkapital og kortsiktig finansiell gjeld utgjør ytterpunktene, og er henholdsvis minst og mest risikabel. Desto raskere bunnen av matrisen nås, desto mindre risikabel er kapitalstrukturen.

Tabellene nedenfor viser kapitalstrukturen for Farstad Shipping pr. 31.12.12.

Farstad	EK	MI	LDG	LFG	KDG	KFG	TE
DAM	52,2 %	0,0 %	0,9 %	47,0 %			84,0 %
FAM				100,0 %			0,2 %
DOM				50,0 %	50,0 %		5,8 %
FOM					17,3 %	82,7 %	10,0 %
TK	43,8 %	0,0 %	0,7 %	42,5 %	4,6 %	8,3 %	100,0 %

**Tabell 16: Finansieringsmatrise - Farstad Shipping**

Vi ser av tabellen at driftsrelaterte anleggsmidler utgjør 84 % av Farstad Shippings totale eiendeler, og er finansiert med omlag halvparten egenkapital og langsiktig finansiell gjeld. Dette vurderer vi til å være en "sunn" finansieringsstruktur, da egenkapital og langsiktig finansiell gjeld assosieres med henholdsvis lav og middels risiko.

### 7.1.3 Oppsummering av risiko og syntetisk rating

Likviditetsanalysen viser en negativ utvikling for både Farstad Shipping og bransjeutvalget i analyseperioden. Vi vurderer på bakgrunn av beregnede nøkkeltall Farstad Shippings evne til å gjøre opp for seg ved forfall som tilfredsstillende ved utgangen av 2012. Ved å se på inntjeningen representert ved netto driftsresultat fra kontantstrømoppstillingen ser vi at denne ikke bedrer selskapets betalingsevne, da inntjeningen gjennom hele analyseperioden er fallende. Markedsutsiktene på kort sikt vil heller ikke kunne antas å bedre likviditeten på grunn av ubalanse i markedet grunnet overskudd av supplyfartøy og høy nybyggingsaktivitet, jfr. drøfting i den strategiske analysen.

Når det gjelder evne til å tåle lengre perioder med tap vurderer vi denne på bakgrunn av soliditetsanalysen til å være meget god. Selskapet hadde i perioden 2008-2012 en egenkapitalprosent på over 40%. Finansieringsstrukturen ble ut i fra den strategiske finansieringsmatrisen vurdert til å være sunn.

Likviditet og inntjening for Farstad Shipping vurderes til å være tilfredsstillende, men meget god soliditet gjør at vi vurderer kredittrisikoen til å være moderat.

Vi har for å underbygge vår konklusjon foretatt en oppsummering av selskapets likviditetsrisiko og soliditetsrisiko ved hjelp av en syntetisk rating.

Den syntetiske ratingen gir en karakter på de beregnede nøkkeltall, og på basis av dette klassifiserer selskapet i riktig risikoklasse (Knivsflå, 2012). Grunnlaget for vurdering av risikoklasser er Standard & Poor`s ratingsystem (vedlegg 8). Vi har i tillegg til likviditetsgrad 1 og egenkapitalprosent valgt å inkludere netto rentedekningsgrad i den syntetiske ratingen. Beregning er foretatt med utgangspunkt i det omgrupperte resultatregnskapet (vedlegg 9).

År	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Likviditetsgrad 1	1,72 BBB	2,05 BBB	2,07 BBB	1,78 BBB	1,27 BB	1,22 BB
Egenkapitalprosent	0,37 BB	0,41 BBB	0,48 BBB	0,45 BBB	0,47 BBB	0,44 BBB
Rentedekningsgrad (nto)	4,44 A	5,50 AA	5,45 AA	2,90 A	2,73 BBB	2,21 BBB
Gjennomsnittrating	BBB	A (-)	BBB	BBB	BBB (-)	BBB (-)

**Tabell 17: Syntetisk rating Farstad Shipping 2007-2012**

Vi ser at den syntetiske ratingen bygger opp under vår konklusjon. Gjennomsnittrating for 2011 og 2012 gir karakteren BBB(-) som indikerer at konkurssannsynligheten er liten, men ikke ubetydelig (Knivsflå, 2012).

## 8. Beregning av avkastningskrav

Avkastningskravet er definert som den forventede avkastning kapitalmarkedet tilbyr på alternative plasseringer med tilsvarende risiko som selskapet. Et avkastningskrav skal med andre ord gjenspeile hvilken avkastning eierne og kreditorer kan oppnå ved alternativ plassering av kapital med samme risiko. I en bedrift benyttes avkastningskravet som et instrument til både beslutnings- og kontrollformål. Eksempelvis fungerer avkastningskravet som et "benchmark" ved at investeringene kun er lønnsomme dersom kapitalen som bindes har en avkastning utover avkastningskravet. Fastsettelse av avkastningskrav er i følge Gjesdal og Johnsen (1999) ingen eksakt vitenskap, men er snarere en blanding av god teori og fornuftig skjønn. Kravet skal kompensere for risiko, inflasjon og tidsverdi (Kaldestad & Møller, 2011).

I verdsettelsessammenheng er avkastningskrav en svært sentral komponent. Kravet vil bli benyttet som diskonteringsfaktor for å beregne netto nåverdi av fremtidig superprofitt. Vi vil i dette kapitlet belyse faktorene som inngår i avkastningskravene, og vi vil vise hvordan vi har beregnet relevante krav for henholdsvis egenkapital og total kapital ved anvendelse av kapitalverdimodellen og weighted average cost of capital modellen.

Fire momenter er sentrale i definisjonen av avkastningskravet presentert innledningsvis. Forventet avkastning tilsier sannsynlighetsveide anslag. Alternative plasseringer gir uttrykk for hva en ellers kunne ha oppnådd på plassering med tilsvarende risiko. Kapitalmarkedet forutsettes å være effektivt, åpent og integrert. Samme risiko fordrer at en forutsetter risikoaversjon og diversifisering, slik at investor kun krever kompensasjon for markedsrisiko (Gjesdal & Johnsen, 1999).

## 8.1 Kapitalverdimodellen

Kapitalverdimodellen er en enkel teoretisk modell som forklarer hva som driver forventet avkastning i finansielle markeder (Norli, 2011). Kapitalverdimodellen er en av de mest benyttede modellene for å beregne avkastningskrav, og bygger på følgende tre forutsetninger. For det første forutsettes det at investor er veldiversifisert. For det andre forutsettes det at nye prosjekter kun utgjør en liten andel av markedsporteføljen, og for det tredje forutsettes det at markedsporteføljen inneholder alle risikable prosjekter i økonomien. Den sistnevnte forutsetningen kan synes å være noe urealistisk, men det argumenteres for at børsporteføljens risikoprofil også kan være representativ for andre risikable aktiva (Gjesdal & Johnsen, 1999). Avkastningskrav kan alternativt beregnes ved anvendelse av arbitrasjeprisingsteori (APT) og Fama og French trefaktormodell, dog har kapitalverdimodellen størst forklaringskraft og dominerer i praksis (Kaldestad & Møller, 2011).

Kapitalverdimodellen før skatt:

$$k_E = R_f + \beta \cdot [R_m - R_f]$$

Hvor:

$k_E$  = Avkastningskrav til egenkapitalen

$\beta$  = Aksjens systematiske risiko

$R_m$  = Markedsporteføljen

$R_f$  = Risikofri rente

$[R_M - R_f]$  = Markedspremie

Avkastningskravet for egenkapitalen til Farstad Shipping vil bli beregnet etter skatt på grunn av at det inngår som en parameter i WACC.

Kapitalverdimodellen etter skatt:

$$k_E = R_f \cdot (1 - s) + \beta \cdot MP^S$$

$$k_E = R_{fs} + \beta \cdot MP^S$$

### **8.1.1 Risikofri rente**

Risikofri rente er forventet avkastning på et verdipapir eller en portefølje av verdipapirer som ikke innebærer konkurs eller misligholdsrisiko. Den nærmeste tilnærmingen vil være statsobligasjoner, dersom man ser vekk i fra landsrisiko. Det er imidlertid uenighet i faglitteraturen om hvilken varighet som bør benyttes på statsobligasjonene. I følge Gjesdal & Johnsen (1999) har den lange renten mindre variasjon, og vil være mer stabil enn den korte. Dette tilsier at en lang rente som risikofri basisrente vil gi en egenverdi i form av en stabilisering av avkastningskravet. Det påpekes imidlertid at en bør være forsiktig med å anvende en lang statsrente som risikofri basisrente når "yieldkurven" er bratt. Dette er på grunn av at fremtidig renteendring tenderer til å bli overvurdert grunnet en variabel likviditetspremie i den lange renten. Tilhengere for anvendelse av kortsiktige statsobligasjoner påpeker ut i fra det ovennevnte at det kan være inkludert en likviditetspremie og premie for inflasjonsrisiko i de lange statsobligasjonsrentene, og renten kan således ikke sies å være risikofri (Kaldestad & Møller, 2011).

I kurset EK342E verdsettelse og lønnsomhetsanalyse ble det påpekt at det i nasjonal sammenheng vil det være naturlig å se på norske statsobligasjoner med 3 eller 5 års varighet (Kjærland, 2012). Vi har i våre beregninger benyttet mellomlange statsobligasjoner med varighet på 5 år som mål på risikofri rente. På verdsettelsestidspunktet var denne 1,58 %. Sett i forhold til det lave rentenivået på dette tidspunktet har vi valgt å runde oppover til 2 %.

### **8.1.2 Markedets risikopremie**

Investor er risikoavers og vil kreve kompensasjon for å pådra seg risiko knyttet til markedsporteføljens avkastning. Dette i form av en risikopremie benevnt markedspremie. Markedspremien er differansen mellom forventet avkastning i markedsporteføljen og risikofri rente. Markedspremien representerer med andre ord meravkastning man oppnår på børsen utover en risikofri plassering i eksempelvis i statsobligasjoner. Markedspremien har variert mye opp gjennom tidene, og vil variere med børsens risikonivå og investorenes risikoholdning. På grunn av ekstreme variasjoner eksempelvis i årene 2008 og 2009, hvor det var henholdsvis positiv og negativ markedspremie, har det vært vanskelig å anslå en korrekt risikopremie for Oslo Børs. Faktorer som blant annet mindre variasjon i børsens likviditet, redusert inflasjonsrisiko og bedre kapitaliserte selskaper taler for en lavere markedspremie enn historisk premie på ca. 6 % (Gjesdal & Johnsen, 1999). Ut i fra anbefalinger fra Gjesdal & Johnsen (1999) har vi valgt å benytte en markedspremie før skatt på 5 %. Denne markedspremien dominerer også i praksis (Kjærland, 2012).



### 8.1.3 Beta

Risiko kan dekomponeres i systematisk- og usystematisk risiko. Systematisk risiko tilsvarer risikoen sett ut i fra markedsporteføljen, og blir betegnet som markedsrisiko. Dette er risiko som for investor fordrer kompensasjon, da den ikke er diversifiserbar. Usystematisk risiko er bedriftsspesifikk risiko, og vil være diversifiserbar. Denne risikoen gis det ikke kompensasjon for, da markedet ikke belønner investorer for å påta seg risiko utover markedsrisikoen (Horim & Levy, 1980). Beregning av betaverdier vil kunne måle den ikke diversifiserbare konjunkturrisikoen i form av at den viser hvert selskaps systematisk risiko i forhold til markedet, ved å se på korrelasjonen mellom aksjen og markedsporteføljen. Beta fanger dermed opp hvordan den systematiske risikoen påvirker den aktuelle diskonteringsraten.

$$\beta = \frac{\text{Korr}(r, r_M) * \text{Std}(r)}{\text{Std}(r_M)}$$

For å estimere betaverdien har vi brukt Excel og anvendt regresjonsformelen vist ovenfor. I beregningen har vi lagt til grunn 73 observasjoner av månedlig avkastning fra 2.1.2007 til 2.1.2013. Bearbeiding i Excel kan være beheftet med iboende risiko relatert til identifisering av månedsskillet. Vi har utført en Excel måned-identifisering sammen med en logisk test for å klare å identifisere dette skillet klarere, og redusere den iboende risikoen.

Markedsindeks benyttet for å beregne beta verdien er OSEBX. Dette er på grunn av at indeksen er høyt vektet mot oljeindustrien. Det ble nøye belyst i den strategiske analysen hvordan oljeindustrien påvirker offshore supply bransjen.

Selskap	N	R <sup>2</sup>	Beta	Stdv
Farstad	73	31,29 %	0,54	27,54 %

**Tabell 18: Betaverdier og andre statistiske tall fra regresjonsanalysen for Farstad Shipping**

Vedlegg 10 viser beregning av beta for Farstad Shipping og er oppsummert i tabellen ovenfor. Beta for Farstad Shipping ble beregnet til 0,54. Dette tilsier at 1 % endring på OSEBX vil medføre en 0,54 % endring for selskapets avkastning. R<sup>2</sup> viser at 32 % av variasjonen i avkastningen til Farstad Shipping kan forklares med variasjonen i avkastningen til OSEBX, mer presist er dette andelen systematisk risiko (Koekebakker & Boye, u.d.). Variansen vil alltid ligge mellom 0 og 1, hvor en høy andel forklart varians tilsier at det foreligger vesentlig samsvar mellom den estimerte regresjonslinjen og observert data.

For å få en underliggende forståelse, og kunne gi en vurdering av størrelsen på betaen til Farstad Shipping har vi valgt å beregne betaverdier for tre komparative selskap (vedlegg 10).

Selskap	N	R <sup>2</sup>	Beta	Stdv
Farstad	73	31,29 %	0,54	27,54 %
DOF	73	23,07 %	0,66	39,39 %
Solstad	73	35,33 %	0,72	34,92 %
Havila	73	20,80 %	0,58	36,37 %

**Tabell 19: Betaverdier og andre statistiske tall for komparative selskap**

Ut i fra tabellen har samtlige selskap en lav beta, hvor Farstad Shipping og Solstad har henholdsvis lavest og høyest. De lave betaverdiene skyldes ikke nødvendigvis at aksjene har lav volatilitet, men at aksjens systematiske risiko er lav. Dette kan indikere at offshore supply bransjen er mer følsom for utvikling i selve bransjen enn finansmarkedet som helhet. Dette kan også muligens forklare hvorfor det foreligger en lav andel forklart varians for samtlige selskap. Tabellen viser også at standardavviket til DOF, Solstad og Havila er relativt høyere enn Farstad Shipping. Dette gir en indikasjon på at det foreligger høy grad av variasjon i den månedlige avkastningen.

Betaen vi velger å benytte videre i besvarelsen vil være den ujusterte betaverdien på 0,54. Vi vil ikke korrigere den estimerte betaverdien ut i fra "Merrill Lynch regel" Dette er på grunn av at det foreligger en lav andel forklart varians. En vektning ut i fra "Merrill Lynch regel" øker ujustert beta, og kan bidra til en overvurdering av systematisk risiko.

#### **8.1.4 Likviditetspremie**

Likviditetspremien fungerer som et risikotillegg som skal kompensere investorene for innlåsningsrisikoen for en illikvid aksje. Det forutsettes da at et likvid eierskap er av betydning for investor. For mindre likvide børsnoterte selskap argumenterer Gjelsdal & Johnsen (1999) for anvendelse av en likviditetspremie på 2-3 %.

Eierstrukturen til Farstad Shipping viser at 46 % av aksjene er eid av Farstadfamilien. I tillegg eies 10 % av Folketrygdfondet. Det må antas at begge har en langsiktig investeringshorisont, og det er derfor vanskelig å rettferdiggjøre en likviditetspremie i diskonteringsrenten. Videre underbygges ekskluderingen av en likviditetspremie ut fra selskapets finansielle situasjon jfr. vår utførte risikoanalyse, og det faktum at selskapet er notert på Oslo Børs.

Likviditetspremien settes lik 0.

### 8.1.5 Momenter vedrørende betaverdier og markedspremie

Farstad Shipping driver virksomhet nasjonalt og internasjonalt. Dette kunne ha talt for at vi ved estimering av betaverdier kunne ha benyttet MSCI verdensindeks. Vi ville da sannsynligvis ha kommet ut med en høyere betaverdi, da forretningsbetaverdier beregnet mot en norsk portefølje ofte er vesentlig lavere enn beregnet mot en internasjonal aksjeportefølje. Dersom vi hadde valgt denne løsningen ville vi også måtte benytte en lavere markedspremie enn valgte 5 % før skatt. Dette er fordi forventet meravkastning for en investor som holder kun internasjonale aksjer vil være lavere pga. lavere risiko. På grunn av at kreftene trekker i motsatt retning ville kravberegningen sannsynligvis ha blitt lik, men svingningene ville ha blitt større (Gjølberg & Johnsen, 2007).

### 8.1.6 Beregning av avkastningskrav til egenkapitalen for Farstad Shipping

På bakgrunn av presenterte og begrunnede parametere har vi kommet fram til et avkastningskrav på egenkapitalen pålydende 4,4 % etter skatt for Farstad Shipping.

$$\begin{aligned}k_E &= R_{fS} + \beta_E \cdot MP^S \\R_{fS} &= R_f \cdot (1 - s) = 2\% \cdot 0,72 = 1,44\% \\MP^S &= R_M - R_{fS} = R_M - R_f + s \cdot R_f = MP + s \cdot R_f = 5\% + 0,28 \cdot 2\% = 5,56\% \\k_E &= 1,44\% + 0,54 \cdot 5,56\% \approx 4,4\%\end{aligned}$$

Tabell 20: Beregning av avkastningskrav for egenkapital etter skatt

### 8.1.7 Momenter ved bruk av kapitalverdimodellen i offshore supply bransjen

#### - Risiko

I verdsettelsen blir det fremstilt at offshore supply bransjen er volatil og innebærer mye risiko i form av at volatiliteten medfører mye usikkerhet relatert til fremtidig utvikling i bransjen. Gjesdal & Johnsen (1999) anbefaler at risiko i verdivurderinger tas hensyn til ved benyttelse av realistiske kontantstrømmer i teller ved anvendelse av forventningsverdier, og at man ikke "forsudler" diskonteringsrenten i nevner.

#### - Beta

Vi har som tidligere bemerket at betaverdiene for Farstad Shipping og bransjeutvalget er noe lave, noe som ikke harmoniserer med generell risikooppfatning av bransjen. Dette tyder på spesielle forhold ved shippingmarkedene, og blir også bemerket av Gjesdal og Johnsen (1999). Vi har en antagelse om at de lave betaverdiene skyldes at selskapene har store og stabile aksjonærer som gjør at aksjene har lav omsetning. Dette støttes opp av Kaldestad &

Møller (2011) som påpeker at det kan oppstå et tidsetterslep som fører til at aksjene tilsynelatende ikke korrelerer med markedet forøvrig. Eierstruktur og omsetning for Farstad Shipping og komparative selskap vil bli omtalt under P/B multiplikatoren.

## 8.2 Avkastningskravet til totalkapitalen

Avkastningskravet til totalkapitalen blir beregnet ved hjelp av WACC-modellen. Totalavkastningskravet er en veid sum av avkastningskravet til egenkapitalen og avkastningskravet til gjelden. Vektingen skjer mellom markedsverdi på egenkapitalen og markedsverdi på gjeld. Avkastningskravet til gjelden blir beregnet etter skatt (Penman, 2010).

Formel for WACC:

$$WACC = \frac{E}{V} \times k_E + \frac{D}{V} \times k_D \times (1 - s)$$

Hvor:

$$\frac{E}{V} = \text{Andel finansiert av egenkapital}$$

$$\frac{D}{V} = \text{Andel finansiert av gjeld}$$

$$k_E = \text{Avkastningskravet til egenkapital}$$

$$k_D = \text{Avkastningskravet til gjeld}$$

$$E = \text{Markedsverdi på egenkapital}$$

$$D = \text{Markedsverdi på gjeld}$$

### 8.2.1 Andel egenkapital og gjeld

Flåten til Farstad Shipping utgjør hovedvekten av eiendelene i balansen. Farstad Shipping har ved årsskiftet innhentet estimerte markedsverdier på flåten, og oppgitt verdijustert egenkapitalandel pr 31.12.12 i årsrapporten. Denne er oppgitt til å være 55,4 % (Farstad Shipping ASA, 2013). Vi vil ved beregning av WACC anvende denne, og det følger da at andel gjeld vil være 44,6 %.

### 8.2.2 Avkastningskrav til gjeld

For å finne avkastningskravet til gjeld vil lånerenten være utgangspunktet, da denne gjenspeiler sannsynlighetene for tap. Dette er på grunn av at lånerenten vil inneholde et forventet tapstillegg, en eventuell risikopremie og administrative kostnader (Gjesdal & Johnsen, 1999). Farstad Shipping har pr 31.12.12 gjeld i NOK og en rekke andre valutaer. Det er i årsrapporten oppgitt at gjennomsnittlig rente på langsiktig gjeld sikret med pant er 5,40 %. Da dette i hovedsak utgjør den største andelen av rentebærende gjelden vil vi anvende 5,4 % som avkastningskrav til gjelden.

### 8.2.3 Beregning av avkastningskrav til totalkapitalen for Farstad Shipping

På bakgrunn av presenterte og begrunnede parametere har vi kommet fram til et avkastningskrav på totalkapitalen pålydende 4,2 % etter skatt for Farstad Shipping.

$$k_T = \frac{E}{V} \times k_E + \frac{D}{V} \times k_D \times (1 - s)$$
$$k_T = 55,4\% \times 4,4\% + 44,6\% \times 5,4\% \times (1 - 28\%) \approx 4,2$$

**Tabell 21: Beregning av avkastningskrav for totalkapital**

## 9. Lønnsomhetsanalyse

For å kunne si noe om fremtiden er det avgjørende med kunnskap omkring historiske forhold. Vi vil foreta en analyse av Farstad Shippings historiske lønnsomhet, og se den opp i mot bransjeutvalget. Videre vil vi se funnene opp i mot den utførte strategiske analysen.

I den eksterne analysen konkluderte vi med at konkurranseintensiteten er økende og høy, og at det derfor vil være svært utfordrende for i bransjen å skape og vedlikeholde konkurransefortrinn. I den interne VIRO analysen foretok vi en vurdering av ressursene til Farstad Shipping, siden anvendelsen av disse kan være med på å forklare selskapets nåværende og fremtidige økonomiske situasjon. Vi konkluderte med at det var kun organisatoriske og fysiske ressurser som representerte et midlertidig konkurransefortrinn. Samlet vurdering av ekstern- og intern analyse tilsa at det vil være vanskelig for Farstad Shipping å oppnå vedvarende superprofitt. Vi vil sammenligne beregnede rentabiliteter med beregnet avkastningskrav for å se om lønnsomhet utover kravet faktisk eksisterer for Farstad Shipping.

### 9.1 Rentabilitetsanalyse

Rentabilitet måler avkastning på investert kapital. Mer presist måler den selskapets evne til å skape inntjening ved å anvende ressursene selskapet besitter. Rentabilitet kan beregnes på bakgrunn av fullstendig eller normalisert nettoresultat. For Farstad Shipping vil vi anvende normalisert nettoresultat da dette er mest egnet for budsjettering og framskrivning, og således det som er aktuelt for verdsettelsen vår. For å oppnå konsistens ved sammenligning med avkastningskravet har vi valgt å benytte etterskuddsrentabilitet ved beregning av egenkapitalrentabiliteten, da denne er basert på etterskuddsrente. Dette gjøres ved at kapitalen som har generert resultatet settes lik gjennomsnittlig kapital justert for opptjent kapital i perioden (Knivsflå, 2012). Vi vil i tillegg til egenkapitalrentabilitet beregne avkastning på sysselsatt kapital hvor fokuset er på selskapskapitalen. Nøkkeltallet gir konsistens mellom teller og nevner ved at avkastningen i brøken teller viser avkastning på den kapitalen som har generert resultatet, dette ville ikke ha vært tilfelle ved anvendelse av totalrentabilitet (Gjesdal & Johnsen, 1999). Ved beregning av rentabiliteter har vi ikke skilt ut minoritetsinteresser, begrunnet med at størrelsen er av uvesentlig betydning.

### 9.1.1 Egenkapitalrentabilitet

Egenkapitalrentabilitet viser avkastningen eierne får på investert kapital. Ved beregning av egenkapitalrentabilitet har vi forutsatt at netto utbetalt utbytte blir utbetalt midt i perioden. Rentabiliteten er beregnet ut i fra følgende formel.

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

Hvor:

*NRE = Nettoresultat til egenkapital*

År	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Farstad Shipping ASA	0,20	0,29	0,20	0,09	0,08	0,06
Endring ekr		0,48	-0,31	-0,56	-0,10	-0,28

**Tabell 22: Egenkapitalrentabilitet Farstad Shipping 2007-2012 (normalisert)**

Beregningene viser at Farstad Shipping for årene 2007-2009 oppnådde en meget god avkastning på eiernes kapital. Dette stemmer godt overens med den strategiske analysen hvor perioden ble beskrevet som en opptur, kjennetegnet av høye oljepriser og høy aktivitet i petroleumssektoren (vedlegg 5). Fra 2009-2010 falt egenkapitalrentabiliteten med hele 56%. Den falt ytterligere i 2011 og 2012 med henholdsvis 10 % og 28%, noe som kan forklares med overkontrahering kombinert med redusert etterspørsel og fallende oljepriser. Kortsiktig utsikt for bransjen viser at selskapene står overfor en utfordrende tid framover med tanke på markedsbalansen og høy nybyggingsaktivitet, jfr. drøfting i den strategiske analysen.

Fallet i egenkapitalrentabilitet indikerer at superprofitten har blitt redusert betraktelig gjennom perioden. I 2012 har rentabiliteten nærmest konverget mot egenkapitalkravet på 4,4%, og beregnet superprofitt blir da 1,6 %. Sett ut i fra drøftingen i den strategiske analysen har vi en antagelse om at den fallende trenden ikke bare skyldes sykliske endringer, men indikerer et signal om at fremtidig konkurranse i markedet vil tilspisses. Vi forventer at fremtidig superprofitt kan eksistere i framtiden, men i mindre grad enn tidligere. I fremtidsbudsjetteringen vil denne vurderingen bli hensyntatt, ved at det forventes at superprofitten for Farstad Shipping i den eksplisitte perioden vil være fallende. Denne antagelsen kan vi finne støtte for hos Penman (2010) som tar for seg rentabilitetsutviklingen over tid for fem porteføljer (vedlegg 11). Penman konkluderer med at gjennomsnittet for hver gruppe selskap uansett utgangspunkt vil bevege seg mot en verdi lik avkastningskravet,

benevnt "mean reversion". Dette skyldes økt konkurranse i markedet i form av at nykommere velger å etablere seg grunnet høy avkastning, kombinert med det faktum at genererte verdier investert i ny virksomhet ikke bidrar med samme høye avkastning.

Dette er også i samsvar med vår vurdering i den strategiske analysen, hvor trusselen fra nykommere ble vurdert til å være høy.

For å få en indikasjon på hvordan Farstad Shipping presterer i forhold til bransjeutvalget har vi beregnet egenkapitalrentabilitet etter skatt med utgangspunkt i offentlig årsregnskap for Farstad Shipping og bransjeutvalget. Vi vet at denne metoden er beheftet med stor usikkerhet grunnet inkludering av unormale poster, og forholdstallene vil kun bli benyttet som indikator.

År	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Farstad Shipping ASA	-0,03	0,31	0,36	0,07	0,08	0,05
Bransjeutvalg	0,12	0,16	0,28	0,01	-0,04	0,04

**Tabell 23: Egenkapitalrentabilitet Farstad Shipping og bransjeutvalget 2007-2012**

Av tabellens ser vi at Farstad Shipping for hele perioden sett bort i fra 2007 har en høyere egenkapitalrentabilitet enn bransjeutvalget. 2007 er avvikende på grunn av unormale skatteposter. Dette er i følge økonomisjef Hans-Fredrik Furstrand i Farstad Shipping et resultat av strategi Farstad Shipping har om å ha en sunn balanse, og dermed ikke har investert like tungt som de komparative selskapene.

### **9.1.2 Avkastning på sysselsatt kapital, ROCE**

Avkastning på sysselsatt kapital måler avkastning på den kapitalen som forventes å gi avkastning. I teller finner vi selskapets verdiskaping, og i nevner finner vi kapitalen som gir opphav til denne verdiskapingen. Nøkkeltallet er uavhengig av hvordan finansieringen fordeler seg på gjeld og egenkapital. Vi velger å beregne ROCE etter skatt fordi det er avkastning etter skatt som er av interesse for eierne. Vi er klar over at det eksisterer noen momenter som kan komplisere beregningen av ROCE relatert til utsatt skatt i nevneren. Da posten utsatt skatt i balansen er relativ liten har vi valgt å se bort i fra disse momentene i beregningen.



$$ROCE = \frac{NDR + NFI}{EK + RG}$$

Hvor:

*NDR* = Netto driftsresultat

*NFI* = Netto finansinntekter

*RG* = Rentebærende gjeld

År	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Farstad Shipping ASA	0,10	0,14	0,11	0,06	0,06	0,05

**Tabell 24: ROCE Farstad Shipping 2007-2012**

Av figuren ser vi at rentabiliteten har vært fallende i de siste årene. Dette skyldes i hovedsak at forholdsmessig endring i netto driftsresultat og netto finansresultat har vært vesentlig mindre enn den markante økning i sysselsatt kapital. Den markante økningen i sysselsatt kapital skyldes en dobling av kapital bundet i låten gjennom analyseperioden. Dette har ført til at selskapets avkastning på sysselsatt kapital har blitt redusert som vist i perioden 2009-2012. Farstad Shipping har med andre ord redusert sin kapitalutnyttelse. Dette er med på å understreke at vekst i seg selv ikke skaper verdi (Gjesdal, 2012).

## 10. Framtidsprognoser

For å verdsette et selskap vil det være sentralt å budsjettere kontantstrømmer for en gitt tidsperiode. Prognosene vil budsjetteres med utgangspunkt i strategi- og regnskapsanalysen. Dette innebærer at prognosene forankres i fakta, og at endringer bør stadfestes i pålitelig informasjon (Gjesdal & Johnsen, 2012). Ved budsjettering av kontantstrømmer legges det normaliserte regnskapet til grunn.

Fremtidsprognosene vil vise hvilke fremtidige forventninger verdsetteren har til selskapet i form av budsjetterte kontantstrømmer og estimert vekst. Det er sentralt å påpeke at verdsettelse er ingen eksakt vitenskap, og at prognosene kan bære preg av bias, hvor empiriske undersøkelser viser at overoptimisme er den mest vanligste (Kaldestad & Møller, 2011). Ved utarbeidelse av prognoser vil vi først se på hvor lang den eksplisitte perioden skal være.

### 10.1 Valg av eksplisitt periode

Valg av varighet på den eksplisitte perioden, dvs. når selskapet når steady state er et sentralt moment ved utarbeidelse av fremtidsprognoser. Steady state er tidspunktet utover den eksplisitte perioden, og grunnlaget for fastsettelse av steady state kan i hovedsak ses ut i fra to forutsetninger. Den første er forventningen om at selskapet en gang i framtiden vil oppnå stabil vekst. Det andre vil være at det medfører utfordringer å predikere framtidige variasjoner på lengre sikt (Gjesdal & Johnsen, 2012).

Ut i fra den strategiske analysen ble Farstad Shipping identifisert til å være et selskap i en moden fase, hvor dette i utgangspunktet impliserer forutsigbare kontantstrømmer og vekst i en verdsettelsessammenheng. De hyppige syklusene som har preget offshore supply bransjen vil imidlertid redusere denne forutsigbarheten. Med forankring i den strategiske analysen ser vi en mer tilspisset konkurransesituasjon i bransjen. Dette gjenspeiles videre i lønnsomhetsanalysen med det faktum at rentabiliteten for Farstad Shipping og bransjeutvalget tenderer mot "mean reverting". Ut i fra dette har vi en antagelse om at fremtidig superprofitt vil eksistere i mindre grad enn tidligere, og at bransjen således nærmer seg en normalisering. Dog vil bransjen fortsatt være preget av sykluser, men graden av disse vil være redusert. Faktoren som er avgjørende for varigheten på den eksplisitte perioden ved anvendelse av superprofittmodellen for Farstad Shipping, vil være hvor lenge selskapet kan opprettholde en differanse mellom rentabilitet og avkastningskrav. På bakgrunn av det ovennevnte har vi valgt å forutsette en eksplisitt periode med varighet på fire år.

### 10.1.1 Prognose for driftsinntekter

Ved analyse av vekst for driftsinntektene ble årlig vekst for perioden 2007-2012 beregnet ut i fra median, og tilsvarte 5,7 % (vedlegg 12). Når det gjelder prognostisering av driftsinntekter vil imidlertid fremtidig etterspørsel etter offshore supply tjenester være den avgjørende faktoren (Gjesdal & Johnsen, 2012). I den strategiske analysen ble det fremhevet at aktivitetsnivået i oljenæringen kan karakteriseres som høyt, og forventes å være stigende i årene som kommer. Markedene Farstad Shipping opererer i er imidlertid preget av for mye tilgjengelig tonnasje. Den økende kontraheringsaktiviteten i bransjen vil ikke bedre dette forholdet, men føre til en mer tilspisset konkurranse. Vi finner det derfor fornuftig å budsjettere med en årlig vekst på 5 % i driftsinntektene. Estimater ligger litt i underkant av hva internasjonale skipsmeglere opererer med (RS Platou ASA, 2013). Vi velger å legge oss litt under, da meglerselskapene kan ha insentiver til å overvurdere fremtidig vekst.

### 10.1.2 Prognose for netto driftsresultat

Ved utarbeidelse av prognose for netto driftsresultat er det normalt å anta at driftskostnadene er en konstant andel av salgsinntektene, dvs. at driftsmarginen er konstant over tid (Gjesdal & Johnsen, 2012).

År	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Sum driftsinntekter	2 318 236	2 958 624	3 257 579	3 327 701	3 584 889	3 714 024
Netto driftsresultat	749 393	1 156 746	1 137 751	771 504	760 766	657 584
Netto driftsmargin	0,32	0,39	0,35	0,23	0,21	0,18

**Tabell 25: Prognose for netto driftsresultat 2007-2012**

Vi ser av tabellen ovenfor at netto driftsmargin er relativt stabil i periodene 2007-2009 og 2010-2012, i sistnevnte periode ligger netto driftsmargin på et lavere nivå. Forklaringen er todelt og skyldtes for det første at periodene var preget av henholdsvis opp- og nedtur for bransjen sett i forhold til etterspørsel og ratenivå (vedlegg 5). For det andre skyldtes det et høyere kostnadsnivå grunnet økte driftskostnader relatert til flåten, og markante økninger i lønnskostnader pga. knapphet på maritim kompetanse, jfr. drøfting i den strategiske analysen (vedlegg 13). Tatt det reduserte nivået på driftsmarginen i perioden 2010-2012 i betraktning, og det faktum at vi forventer en normalisering for bransjen grunnet økt konkurranse finner vi det fornuftig å budsjettere med en fallende driftsmargin på henholdsvis 17 % i 2013, 16,5 % i 2014, 16 % i 2015 og 14 % i 2016.

Ved å budsjettere netto driftsresultat på overnevnte måte forutsetter vi indirekte at avskrivningene er proporsjonale med salgsinntektene. Av vedlegg 14 kan vi se at dette har vært gjeldende for Farstad Shipping i perioden 2007-2012.

### 10.1.3 Netto driftsrelaterte eiendeler

Ved utarbeidelse av prognose for kapital har vi valgt å budsjettere netto driftsrelaterte eiendeler samlet. Vi kunne alternativt budsjettert netto driftsrelaterte omløpsmidler og anleggsmidler hver for seg, men da netto driftsrelaterte omløpsmidler for Farstad Shipping utgjør en liten andel av totale netto driftsrelaterte eiendeler har vi valgt å benytte denne løsningen.

Det er ved budsjettering av netto driftsrelaterte eiendeler vanlig å anta proporsjonalitet med driftsinntektene (Gjesdal & Johnsen, 2012).

År	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Netto driftsrelaterte eiendeler	6 431 115	8 080 148	10 760 790	11 573 240	12 259 742	13 202 480
Driftsinntekter	2 318 236	2 958 624	3 257 579	3 327 701	3 584 889	3 714 024
NDE andel av DI	2,77	2,73	3,30	3,48	3,42	3,55

**Tabell 26: Netto driftsrelaterte eiendeler i forhold til driftsinntekter 2007-2012**

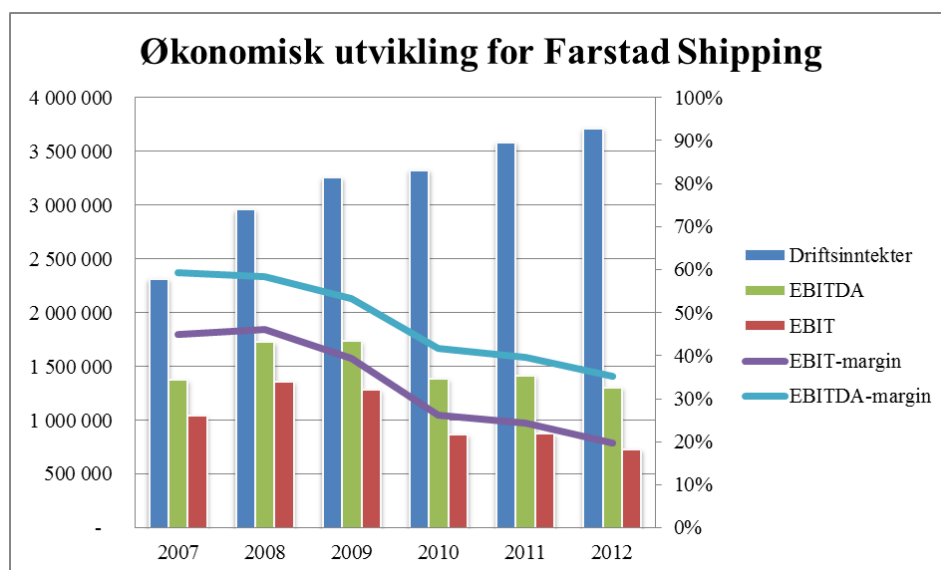
Vi har ved budsjettering valgt å forutsette en proporsjonalitet med driftsinntektene, og satt andelen til å være 3,5. Dette er sett ut i fra stabiliteten i årene 2010 til 2012. Videre støttes dette opp av vår antagelse om at Farstad Shipping vil foreta en kontinuerlig investering i nye supplyskip, og fase ut eldre fartøy. Forankringen i den strategiske analysen bekrefter at Farstad Shipping har en policy som går ut på å besitte en flåte med det nyeste av tilgjengelig teknologi. I dag har selskapet en flåte med lav gjennomsnittsalder sammenlignet med konkurrentene. Ved budsjettering av kontantstrømmer til investering i netto driftsrelaterte eiendeler vil vi derfor ikke få store sprang.

Følgende tabell viser prognostisert netto driftsresultat og netto driftsrelaterte eiendeler i den eksplisitte perioden.

År	2012	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
Sum driftsinntekter	3 714 024	3 899 725	4 094 711	4 299 447	4 514 419	4 740 140
Sum driftskostnader	2 973 502	3 236 772	3 419 084	3 611 536	3 882 401	4 076 521
Netto driftsresultat etter skatt	740 522	662 953	675 627	687 912	632 019	663 620
Netto driftsrelaterte eiendeler (NOA)	13 202 480	13 649 038	14 331 490	15 048 065	15 800 468	16 590 491

**Tabell 27: Prognose for netto driftsresultat og netto driftsrelaterte eiendeler**

Vår prognostisering av fremtidig vekst i driftsinntektene og fallende driftsmargin ser vi gjenspeiles i den historiske økonomiske utviklingen for Farstad Shipping i analyseperioden vist i tabell nedenfor.



Figur 7: Økonomisk utvikling for Farstad Shipping 2007-2012

#### 10.1.4 Prognostisert netto driftsresultat

For å teste at det foreligger konsistens i vår forutsetning vedrørende fallende rentabilitet har vi valgt å beregne netto driftsrentabilitet for prognostiserte kontantstrømmer. Tabellen nedenfor viser at det foreligger konsistens.

År	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
Farstad Shipping ASA	0,049	0,048	0,047	0,041	0,041

Tabell 28: Prognostisert netto driftsrentabilitet

## 10.2 Langsiktig vekst i økonomien

Fastsettelse av langsiktig vekst er viktig i en verdsettelse, da veksten inngår som en komponent for å finne verdien av selskapet i steady state. Hvilken vekst som fastsettes bør være rasjonelt begrunnet, og innenfor en absolutt forutsetning om at det ikke antas at selskapet vokser større enn økonomien som helhet. I verdsettelsen har vi valgt å benytte realrenten som utgangspunkt for veksten. Mange vil hevde at realrenten er gjenspeilet gjennom markedets forventninger med hensyn til realvekst (Gjesdal & Johnsen, 2012). Ut i fra dette vil realveksten være satt ut i fra 2012 realrenten på 2,1 % (SSB, 2013). Ettersom dette er en realverdi må vi legge til en inflasjonsjustering. Sett ut i fra et langsiktig perspektiv har det vært rimelig å forutsette en inflasjon på 2,5 % i henhold til inflasjonsmålet fastsatt av Norges Bank. Vi mener dette er en for høy inflasjon å sette i en evigvarende steady state. Flere aktører påpeker at inflasjonsmålet bør reduseres til 2 % for å tilpasse inflasjonsmålet på linje med utlandet, og for å ta hensyn til konkurranseevnen (Nordea, 2012) (Johansen, et al., 2013). Sett ut i fra økonomisk teori er det implisitt at kostnadsnivået vil øke med inflasjonen, og vice versa vil redusert inflasjon bedre konkurranseevne for Norge gjennom et redusert kostnadsnivå (DN, 2013). Her vil enkelte understreke at økt inflasjon bidrar til svakere krone slik at konkurranseevnen vil opprettholdes. Den nåværende finansielle situasjonen har imidlertid lært oss at vi ikke kan ekskludere oss fra den finansielle interaksjonen med andre land. Dette kan ses i forhold til hvordan den norske kronen står sterkt i dag, til tross for en historisk lav rente. Dette gjenspeiler en svekket finansiell posisjon for flere land i Europa. Ut i fra det ovennevnte har vi valgt å benytte en inflasjon på 2 %. Den nominelle veksten blir da 4,1 % og vil bli benyttet som parameter i Gordons vekstformel.

## 11. Verdsettelse

Verdien av egenkapitalen til Farstad Shipping pr. 1.1.13 vil bli beregnet ved anvendelse av fundamental verdsettelse. Komparativ- og opsjonsbasert verdsettelse vil bli benyttet som et supplement. Flere alternative modeller vil gi en dypere innsikt i verdien av selskapet.

### 11.1 Fundamental verdsettelse

Fundamental verdsettelse vil i tråd med konklusjon i kapittelet valg av verdsettelsesmodell utføres ved benyttelse av den driftsrelaterte superprofittmodellen. Vi fant modellen godt egnet for selskapene i bransjen, da selskapene er svært kapitalintensive, og modellen tar utgangspunkt i investert kapital. Forankringen i investert kapital gjør at størrelsen på terminalleddet blir begrenset, noe som passer godt med konklusjonen i den strategiske analysen hvor det omtales at den tilspissede konkurransesituasjonen i bransjen fører til tendering mot "mean reverting". Videre taler det faktum at det er svært vanskelig å kalkulere verdi på fartøy man tror vil bli kontrahert inn i framtiden for en begrenset terminalverdi, da historien viser at fortjenesten på å kontrahere skip har vært svært varierende (Kaldestad & Møller, 2011).

Følgende formel benyttes for å beregne verdien av egenkapitalen til Farstad Shipping pr. 1.1.2013.

$$\text{Verdi egenkapital}_0 = NOA_0 - NFO_0 + \sum_{t=1}^T \frac{ReOI_t}{(1+WACC)^t} + \frac{CV_T}{(1+WACC)^T}$$

Hvor:

$$CV_T = \frac{ReOI_{T+1}}{WACC - g}$$

	2012	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
(NOK 1000)						
Sum driftsinntekter		3 899 725	4 094 711	4 299 447	4 514 419	4 740 140
Sum driftskostnader		3 236 772	3 419 084	3 611 536	3 882 401	4 076 521
Netto driftsresultat etter skatt		662 953	675 627	687 912	632 019	663 620
Netto driftsrelaterte eiendeler (NOA)	13 202 480	13 649 038	14 331 490	15 048 065	15 800 468	16 590 491
ReOI		108 449	102 368	85 989	0	0
Diskonteringsrate (4,2%)		1,042	1,086	1,131	1,179	1,228
Nåverdi av ReOI		104 078	94 282	76 005	0	0
Total nåverdi av ReOI fram til 2016	274 364					
Terminalverdi	0					
Selskapsverdi	13 476 844					
Netto finansiell gjeld (NFO)	6 352 992					
Verdi egenkapital	7 123 852					
Antall aksjer (tusen)	39 000					
Verdi per aksje	183					

**Tabell 29: Verdsettelse av Farstad Shipping ved driftsrelatert superprofittmodell**

Tabellen viser en terminalverdi lik null, noe som skyldes at rentabiliteten er lik avkastningskravet i steady state. Vi har valgt å budsjettere med en ekstra periode (2017) for å bekrefte at forutsetningen er opprettholdt.

Vi har beregnet verdien av egenkapitalen til Farstad Shipping pr 1.1.13 til å være 7,1 mrd. noe som ville ha gitt en verdi pr. aksje pålydende kr 183,-.



### 11.1.1 Sensitivitetsanalyse

Den fundamentale verdsettelsen av Farstad Shipping gav oss en verdi av egenkapitalen pålydende 7,1 mrd. Da beregnet verdi er beheftet med usikkerhet vil vi foreta en sensitivitetsanalyse for å få en formening om hvor sensitiv verdien er for endringer i ulike budsjett- og verdidrivere.

#### 11.1.1.1 Endring i langsiktig vekst i økonomien og avkastningskravet

Vi vil foreta en analyse av avkastningskravet og vekstraten. Normalt vil disse faktorene ha størst innvirkning på verdien av egenkapitalen funnet i den fundamentale verdsettelsen, da disse parameterne er avgjørende for beregnet terminalverdi.

		Vekst					
	(Mrd)	3,00 %	3,25 %	3,50 %	4,10 %	4,15 %	4,25 %
WACC	3,90 %	11,7	13,4	17,3	-12,9	-8,9	-4,3
	4,00 %	9,9	10,8	12,6	-19,6	-10,6	-3,5
	4,05 %	9,1	9,7	10,8	-32,9	-12,9	-2,8
	4,10 %	8,4	8,7	9,4	7,2	-19,5	-1,7
	4,20 %	7,1	7,1	7,1	7,1	7,1	7,1
	4,30 %	6,1	5,8	5,4	0,5	-1,8	-19,4

**Tabell 30: Sensitivitetsanalyse: Endring i langsiktig vekst i økonomien og avkastningskrav**

Ut i fra sensitivitetsanalysen av WACC og vekst vil vi bemerke følgende sentrale momenter. Vi ser at et lavt nivå på WACC vil øke egenkapitalverdien når veksten øker. Dette vil fortsette inntil WACC er lik veksten, eller at veksten blir større enn WACC. Sistnevnte gir ingen mening for investor, og Gordons vekstformel vil ikke kunne benyttes dersom dette er tilfellet (Gjesdal & Johnsen, 2012). Videre vil verdien av egenkapitalen være urimelig stor dersom avkastningskravet er nærliggende med vekstnivået (Eks WACC = 4,05 og  $g = 4,04$ ) noe som også kan sies å være en svakhet med Gordons vekstformel.

Når WACC er lik veksten vil nevneren i terminalleddet være lik null, og verdien av egenkapitalen vil være lik differansen mellom NOA og NFO ilagt nåverdi av superprofitt i eksplisitt periode.

Vi ser av tabellen at når WACC er lik 4,20 % vil verdien av egenkapitalen være 7,1 mrd. som er lik verdien beregnet i den fundamentale verdsettelsen, dette vil være uavhengig av endring i vekst. Dette kommer av i vårt tilfelle at den budsjetterte rentabiliteten i steady state er lik WACC. Ut i fra tabellen ser vi at en WACC på 4,30 % vil føre til at verdien på egenkapitalen faller desto mer veksten øker. Dette er på grunn av at avkastningskravet er høyere enn rentabiliteten, noe som indikerer at selskapet tærer på verdiene.

Vi ser av tabellen som forventet at små endringer i avkastningskrav og vekst vil medføre store endringer i estimert verdi av egenkapitalen for Farstad Shipping.

### 11.1.1.2 Endring i driftsmargin

Ved budsjettering av driftskostnader la vi til grunn en fallende driftsmargin, og forutsatte en proporsjonalitet for netto driftsrelaterede eiendeler med driftsinntektene. Dette forankret i den strategiske analysen, og hvordan utviklingen har vært historisk sett.

Vi har valgt å se på hvordan en endring i driftsmargin fra 2013-2015 påvirker verdien av egenkapitalen. Det vil si at vi foretar en endring i driftsmargin for hvert år ut i fra budsjettert driftsmargin på 17 % i 2013, 16,5 % i 2014, 16 % i 2015. Vi velger å sette verdien av terminalleddet lik null fordi en eventuell superprofitt i steady state ville ha resultert til en urimelig høy verdi på egenkapitalen, da vi i framtidsprognosene har lagt til grunn en langsiktig vekst i økonomien som ligger nært opp i mot benyttet avkastningskrav. Forutsetning vedrørende terminalverdi lik null anses å være rimelig ved anvendelse av superprofittmodellen for et "going concern" (Gjesdal, 2012).

	Endring i driftsmargin (2013-2015)						
Verdi av egenkapital	-45 %	-30 %	-15 %	0 %	15 %	30 %	45 %
	6,3	6,6	6,8	7,1	7,4	7,7	8,0

**Tabell 31: Sensitivitetsanalyse: Endring i driftsmargin**

Vi ser av tabellen at estimert verdi av egenkapitalen til Farstad Shipping ikke er veldig følsom for endringer i driftsmargin i den eksplisitte perioden. Dette kommer av at bokført verdi av egenkapitalen utgjør en stor andel av estimert verdi ved anvendelse av superprofittmodellen.

## 11.2 Komparativ verdsettelse

Vi vil som et supplement til den fundamentale verdsettelsen utføre en komparativ verdsettelse ved anvendelse av P/E, P/B og EV/EBITDA multiplikatorer. Disse ble inngående presentert i kapittelet valg av verdsettelsesmodell.

Komparative selskap lagt til grunn er Dof, Solstad og Havila. Disse selskapene inngikk i bransjeutvalget ved forholdstallsanalysen, hvor vi begrunnet hvorfor disse var godt egnet som sammenligningsgrunnlag.

	Børsverdi	Bokført egenkapital	Årsresultat	P/E	P/B
Havila	754 490	2 008 164	10 157	74	0,4
DOF	3 065 017	6 735 000	335 000	9	0,5
Solstad	3 907 425	4 643 164	375 202	10	0,8
Median multiplikator				10	0,5
Farstad Shipping		6 849 488	311 831		
Farstad Shipping					
Verdi basert på P/E	3 118 310				
Verdi basert på P/B	3 424 744				
Verdi egenkapital	3 271 527				

Tabell 32: Komparativ verdsettelse ved P/E og P/B

### 11.2.1 P/E – Price/Earnings

P/E – multiplikatoren gir oss en verdi av egenkapitalen til Farstad Shipping pålydende 3,1 mrd. Dette er vesentlig lavere enn den bokførte verdien på egenkapital pr. 31.12.12 pålydende kr 6,8 mrd. Vi ser av vedlegg 15 at de komparative selskapene har ulik kapitalstruktur i forhold til Farstad Shipping. Dette vil påvirke P/E multiplikatoren ved at en høyere grad av gjeldsfinansiering vil påvirke resultat etter skatt i form av økte rentekostnader. Dette har resultert til at Havila har fått en unormal høy P/E multiplikator. Ut i fra dette har vi valgt å benytte medianen, da et gjennomsnitt vil resultere til en urimelig høy multiplikator for Farstad Shipping. I tillegg til bedriftsspesifikke forhold som kapitalstruktur vil et utgangspunkt i resultat etter skatt medføre usikkerhet. Posten er nederst i resultatoppstilling, dette vil øke sannsynligheten for at ekstraordinære poster inkluderes. Verdsettelse på grunnlag av P/E vil derfor være beheftet med usikkerhet.

### 11.2.2 P/B – Price/Book

Ved anvendelse av P/B multiplikatoren får vi en av verdi egenkapitalen til Farstad Shipping pålydende 3,4 mrd. Denne verdien er vesentlig lavere enn bokført egenkapital pr. 31.12.12 pålydende kr 6,8 mrd. Dette skyldes at anvendt median multiplikator for de komparative selskapene er på 0,5.

Vi har gjort oss noen betraktninger om hvorfor børsverdien er vesentlig lavere enn bokført verdi for Farstad Shipping og de øvrige komparative selskapene.

Normalt sett vil en P/B <1 tyde på at selskapet forventes å ødelegge verdier for aksjonærene gjennom redusert lønnsomhet. Årsaken til en lav P/B multiplikator for Farstad Shipping og de komparative selskapene skyldes i hovedsak at selskapene har store og stabile aksjonærer, noe som fremgår av vedlegg 16. Dette fører til at kun en liten andel av aksjene omsettes på Oslo Børs, og prisingen av de respektive aksjene blir deretter. Det vil si at mangel på omsetning fører til at aksjen får en forholdsvis lav pris i forhold til den underliggende verdiskapningen. Videre har vi en antagelse om at de mindre investorene ser at det foreligger ubalanse i markedet i form av økt tilbud av offshore fartøy på kort sikt, og at dette er med å presse aksjekursen ned. Vår antagelse blir støttet av økonomisjef Hans-Fredrik Furstrand i Farstad Shipping og Arne Johan Dale, finansdirektør i Havila ASA.

### 11.2.3 EV/EBITDA

EV/EBITDA multiplikatoren er bestemt ut i fra selskapsnivå, og anvender dette som komparativt grunnlag. Vi har valgt å benytte Shipping Insight rapporten fra KPMG som viser en gjennomsnittlig EV/EBITDA multiplikator for shipping bransjen på 8,5 ved beregning av verdi for Farstad Shipping (KPMG, 2011).

Farstad Shipping	
EBITDA	1 316 450
EV/EBITDA Farstad Shipping	9
EV/EBITDA faktor (bransjen)	8,5
Verdi basert på EV/EBITDA	11 189 825

**Tabell 33: Komparativ verdsettelse ved EV/EBITDA**

Multiplikatoren gir en selskapsverdi på Farstad Shipping pålydende 11,2 mrd.

I rapporten er det fremstilt hvordan EV/EBITDA multiplikatoren har endret seg fra 2000 til 2012 (vedlegg 17). Trenden viser tendenser til sinuskurver, noe som skyldes volatiliteten i bransjen. EV/EBITDA multiplikator for Farstad Shipping blir ut i fra det normaliserte regnskapet beregnet til å være 9, som er noe høyere enn multiplikatoren for bransjen.

	Farstad Shipping	RI Estimat	Differanse
P/E	3 118 310	7 123 852	-4 005 542
P/B	3 424 744	7 123 852	-3 699 108
EV/EBITDA	11 189 825	13 476 844	-2 287 019

**Tabell 34: Sammenligning mellom komparative verdier og RI estimat**

Vi ser av tabellen at ved anvendelse av samtlige multiplikatorer vil verdien av Farstad Shipping bli vesentlig undervurdert i forhold til verdi beregnet i den fundamentale verdsettelsen ved hjelp av driftsrelatert superprofittmetode. Dette skyldes en lav prissetting (reflektert i teller) på Oslo Børs på grunn av lite omsatte aksjer for de komparative selskapene.

## **11.3 Verdsettelse basert på Black & Scholes opsjonsprising**

For å ta hensyn til verdien av fleksibilitet vil vi verdsette egenkapitalen til Farstad Shipping ut i fra Black & Scholes modellen. For selskap som opererer under stor grad av usikkerhet vil verdsettelse basert på tradisjonelle metoder hvor kontantstrømmer neddiskonteres til en nåverdi i enkelte situasjoner undervurdere foretaket.

Verdsettelse ved anvendelse av B&S-modellen kan sies å være kontroversielt da modellen bygger på forutsetninger som sjelden er tilstede ved realopsjoner. Disse forutsetningene og implikasjonene for prising av realopsjoner ble påpekt i kapitlet valg av verdsettelsesmodell.

I følge Damodaran (2002) foreligger det noen forenklinger som må presiseres ved anvendelse av B&S-modellen: Det forutsettes at det er kun aksjonærer og kreditorer som kan gjøre krav på selskapet. Dette er fordi introduksjon av flere aktører vil gjøre det utfordrende å komme fram til en verdi av egenkapitalen. Utestående gjeld forutsettes å bestå kun av en post, og kan løses inn til pålydende. Gjelden forutsettes å være en nullkupongobligasjon med ingen spesiell egenskaper, slik som eksempelvis konvertibel gjeld. Den siste forutsetningen er at verdien på selskapet og variansen til verdien kan bli estimert, noe som er nødvendig for at verdsettelse basert på opsjoner kan utføres.

### **11.3.1 Variabler i Black & Scholes modellen**

Flere av variablene i B&S-modellen er svært vanskelig å estimere. Det påpekes av Kaldestad og Møller (2011) at kvaliteten på estimert verdi ikke blir bedre enn kvaliteten på forutsetningene som legges til grunn. Vi vil derfor være transparent med hvilke forutsetninger vi legger til grunn, hvilke svakheter disse er beheftet med, og at estimert verdi ved anvendelse av B&S-modellen vil være beheftet med betydelig usikkerhet.

#### **11.3.1.1 Beregning av volatilitet**

Ved beregning av volatilitet tar vi utgangspunkt i aksjekursen til Farstad Shipping og volatiliteten på en 5 års statsobligasjon. Datagrunnlaget består av 60 observasjoner av månedlig avkastning for aksjen og renten fra en 5 års statsobligasjon. I utgangspunkt vil det være anbefalt å benytte renten på utstedte obligasjoner fra selskapet. Farstad Shipping har relativt lite utstedte obligasjoner, og det foreligger lav omsetning av disse obligasjonene. Det vil derfor medføre begrensninger å benytte renten fra utstedte obligasjoner, da historiske data på disse kun eksisterer for 1 år. Vi har av disse grunnene valgt å benytte en 5 års statsobligasjon som tilnærming. Det er viktig å presisere at dette er en forenkling, da den

risikofrie renten således ikke kan sammenstilles med en rente på obligasjon i form av at den er vesentlige lavere og ikke inkluderer et risikoelement.

	Farstad Shipping	Risikofri rente
Var mnd	0,00664	0,00000
Var år	0,07965	0,00001
Std mnd	0,08147	0,00082
Std år	0,97765	0,00979
Korrelasjon	0,014927	

**Tabell 35: Varians og standardavvik for avkastning på Farstad Shipping aksjen og en 5 års norsk statsobligasjon.**

Tabellen viser en lav korrelasjon mellom aksjen og risikofri rente. Dette er forventet når man sammenligner et volatilt selskap med en "trygg" statsobligasjon. Aksjen viser et standardavvik på 98%, og et standardavvik på 0,98% for risikofri rente.

Ved å inkludere egenkapital- og gjeldsandelen på henholdsvis 55,4 % og 44,6 % har vi et grunnlag for å beregne varians til porteføljen. Denne beregnes ut i fra følgende formel.

$$\sigma_P^2 = w_1^2 \times \sigma_E^2 + (1 - w_1)^2 \times \sigma_G^2 + 2 \times w_1 \times (1 - w_1) \times \sigma_E \times \sigma_G \times \rho_{EG}$$

Hvor:

$$\sigma_P^2 = \text{Variansen til porteføljen}$$

$$w_1 = \text{Egenkapitalandel}$$

$$\sigma_E^2 = \text{Variansen til egenkapitalen}$$

$$(1 - w_1) = \text{Gjeldsandel}$$

$$\sigma_G^2 = \text{Variansen til gjeld}$$

$$\rho_{EG} = \text{Korrelasjonen mellom egenkapital og gjeld}$$

Ut i fra formelen er variansen til porteføljen 0,2934, hvor dette gir 54,2 % i standardavvik. Standardavviket for porteføljen vil gjenspeile volatilitet i Black & Scholes formelen.

### **11.3.1.2 Verdi på underliggende aktiva**

Vi vil som verdi på underliggende aktiva anvende selskapsverdien beregnet til 13,5 mrd. i den fundamentale verdsettelsen ved anvendelse av driftsrelatert superprofittmetode. Vi ser at denne verdien kan være noe høy, da verdien på underliggende aktiva ved anvendelse av opsjonsprisindemodell bør tilsvare avviklingsverdi (Damodoran, 2002). Det som taler for anvendelse av verdien funnet ved fundamental verdsettelse er en beskjeden fallende superprofitt i eksplisitt periode, og en terminalverdi lik null. Videre er bokførte verdier av netto driftsrelaterte eiendeler lavere enn markedsverdiene.

### **11.3.1.3 Utøvelsespris (strike)**

Utøvelsesprisen vi har lagt til grunn er bokført verdi gjeld pålydende 8,8 mrd. Vi forutsetter med dette at all gjeld består av en post, og kan bli innløst til pålydende. Gjelden forutsettes videre å være en nullkuponobligasjon. Vi ser imidlertid at denne tilnærmingen vil undervurdere hva firmaet i realiteten må betale utover gjeldens levetid grunnet kupong og rentekostnader. Alternativt kunne vi ha ilagt hovedstolen en rentekostnad for å komme frem til akkumulert verdi av pålydende gjeld. Svakheten forbundet med denne tilnærmingen er at kontantstrømmene blandes, siden hovedstolen forfaller ved gjeldens utløpstid, mens rentekostnadene påløper i de kommende årene.

### **11.3.1.4 Risikofri rente**

Vi har benyttet 5 års norsk statsobligasjon som risikofri rente satt til 2 % jfr. kapittel vedrørende beregning av avkastningskrav.

### **11.3.1.5 Tid til forfall**

Tid til forfall for opsjonen har vi satt til 5 år som tilsvarer levetiden for anvendt statsobligasjon.



### 11.3.2 Black & Scholes opsjonspris for Farstad Shipping

Følgende formel er benyttet ved beregning av opsjonspris for Farstad Shipping.

$$C_0 = S_0 N(d_1) - K e^{-rt} N(d_2)$$

$$d_1 = \frac{\ln\left(\frac{S}{K}\right) + \left(r + \frac{\sigma^2}{2}\right)t}{\sigma\sqrt{t}}$$

$$d_2 = d_1 - \sigma\sqrt{t}$$

Hvor:

$C_0$  = Verdien av en kjøpsopsjon på tidspunkt 0

$S_0$  = Verdi av underliggende aktiva

$N$  = En normalfordeling med gjennomsnitt lik 0 og standardavvik lik 1

$e^{-rt}$  = Nåverdi faktor

$K$  = Utøvelsespris

$\sigma$  = Standardavvik for underliggende aktiva

$t$  = Tid til forfall

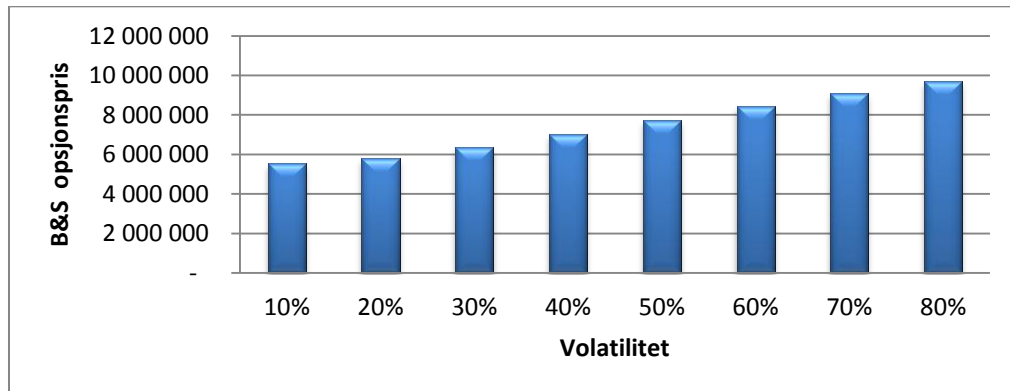
Volatilitet		$\sigma$	54 %
Forfallstidspunkt		T	5
Verdi av underliggende aktiva		S(0)	13 476 844
Risikofri rente		Rf	2 %
Utøvelsespris		K	8 788 243
d1	1,04118	N(d1)	0,85110
d2	-0,17010	N(d2)	0,43247
B&S verdi av egenkapital			8 031 241

**Tabell 36: Opsjonsbasert verdsettelse ved anvendelse av Black & Scholes modellen**

Ved anvendelse av begrunnede variabler beregner vi verdien av egenkapitalen til Farstad Shipping til å være 8 mrd. Dette er 0,9 mrd. høyere enn estimert verdi ved fundamental verdsettelse. Det var som forventet at verdien ville bli høyere, da verdien av fleksibilitet nå er tatt hensyn til. Det blir imidlertid påpekt av Kaldestad og Møller (2011) at B&S modellen har en tendens til å overvurdere verdien av mange realopsjoner. Vi vil nok en gang understreke at estimert verdi beregnet til å være 8 mrd. vil være beheftet med betydelig usikkerhet.

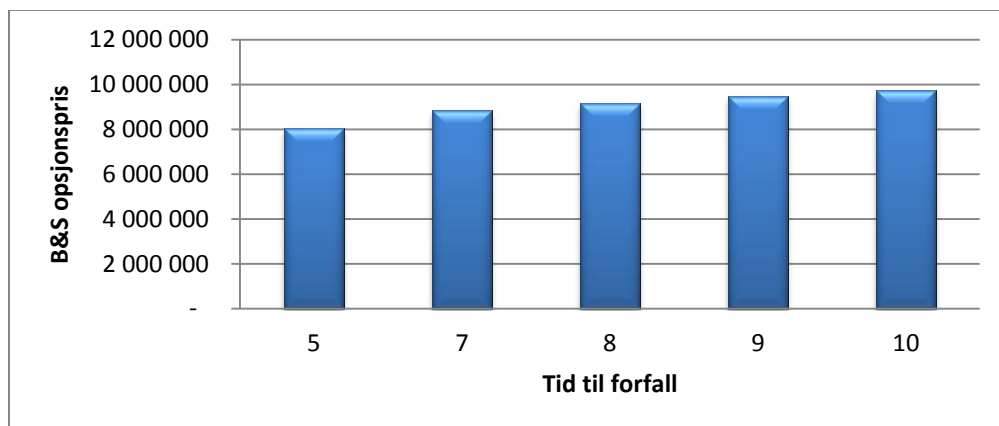
### 11.3.2.1 Sensitivitetsanalyse av Black & Scholes opsjonsprising

Vi har satt opp en beregning som viser hvordan estimert verdi varierer med ulik grad av volatilitet og tid til forfall.



Figur 8: B&S opsjonspris vs. stigende volatilitet

Vi ser av tabellen at verdien av egenkapitalen vil stige med økt usikkerhet (varians). Det er av den grunn at aksjonærer i trøblete firma kan preferere risikable prosjekter som kan øke verdien av egenkapitalen, og samtidig redusere verdien av gjeld og selskapet (Damodoran, 2002). I en fundamental verdsettelse vil usikkerhet påvirke estimert verdi negativt.



Figur 9: B&S opsjonspris vs. tid til forfall

Tabellen viser at verdien av egenkapitalen øker med tid til forfall. Dette kommer av at vi ser på verdien av egenkapitalen som en call opsjon, og desto lengre tid til forfall for en call opsjon desto mer tid for verdien av underliggende aktiva til å endre seg (Damodoran, 2002).

## 12. Oppsummering og konklusjon

Farstad Shipping er en betydelig aktør i offshore supply bransjen. Bransjen kjennetegnes av sykliske perioder som medfører stor usikkerhet for aktørene. Syklusene oppstår av årsaker som endring i oljepris og balanseforhold av tonnasje i markedet.

Den strategiske analysen viser at det globalt sett er forventet vekst i etterspørselen av offshore supply tjenester. Det vil imidlertid være utfordrende å oppnå god lønnsomhet, da det foreligger overskudd av tilgjengelig tonnasje i de fleste markedene Farstad Shipping opererer i. Videre vil den økende nybyggingsaktiviteten ikke bedre dette forholdet. Det foreligger en høy og økende konkurranseintensitet i bransjen. Dette gjenspeiles i regnskapsanalysen i form av fallende rentabiliteter for Farstad Shipping og bransjeutvalget som viser tendenser til "mean reverting". Vi har en antagelse om at fremtidig superprofitt vil eksistere i mindre grad enn tidligere, og at bransjen således nærmer seg en normalisering. Vi forventer at bransjen fortsatt vil være preget av sykluser, men at graden av disse vil være redusert. Vi fant det av den grunn rimelig å forutsette en fallende marginal superprofitt i eksplisitt periode, og sette terminalverdien lik null. Den fundamentale verdsettelsen gav oss en verdi av egenkapitalen pålydende 7,1 mrd., hvor sensitivitetsanalysen viste WACC og vekst som verdidriverne med størst innvirkning på estimert verdi.

Vi utførte en komparativ og opsjonsbasert verdsettelse som et supplement til den fundamentale verdsettelsen for å få en dypere innsikt i verdien av selskapet.

Komparativ verdsettelse ble utført ved anvendelse av P/E, P/B og EV/EBITDA multiplikatorer. Verdiene funnet ved disse multiplikatorene var vesentlig lavere enn verdi beregnet ved fundamental verdsettelse. Dette fant vi ut skyldtes at selskapene har store og stabile aksjonærer som gjør at omsetningen er lav, og prisingen på Oslo Børs blir deretter. Vi mener verdiene ikke gjenspeiler den underliggende verdiskapningen i Farstad Shipping på grunn av ovennevnte forhold. Av den grunn velger vi å se bort i fra verdier fremkommet ved multiplikatormodellene.

For å ta hensyn til verdien av fleksibilitet verdsatte vi egenkapitalen til Farstad Shipping ut i fra Black & Scholes modellen. Vi beregnet verdien av egenkapitalen til Farstad Shipping til å være 8 mrd., dette var 0,9 mrd. høyere enn estimert verdi ved fundamental verdsettelse. Det var som forventet at verdien ville bli høyere, siden verdien av fleksibilitet ble hensyntatt. Det knytter seg imidlertid stor usikkerhet til verdi estimert ved Black & Scholes.

***Vi konkluderer med at verdien av egenkapitalen til Farstad Shipping pr. 1.1.2013 er pålydende 7,1 mrd. som beregnet i den fundamentale verdsettelsen.***

Vi vil presisere at estimert verdi er beheftet med usikkerhet, da den framkommer på grunnlag av *våre* forutsetninger vedrørende framtidsutsikter forankret i den strategiske og regnskapsmessige analysen.

Verdsettelse kan sies å være et relativt stabilt fagområde hvor den underliggende basisteorien ikke forandrer seg mye. Verdsettelse basert på realopsjoner er imidlertid en relativt ny og lite benyttet tilnærming for å finne verdien av et selskap, men stor usikkerhet gjør at tilnærmingen kan sies å være kontroversiell. Videre forskning av opsjonstankegangen i verdsettelsessammenheng kan føre til at opsjonsteori blir mer anvendt i praktiske verdsettelser. For selskap som opererer i bransjer kjennetegnet ved stor grad av usikkerhet, kan verdsettelsen bli styrket ved at verdien av fleksibilitet blir identifisert og kvantifisert.

# Litteraturliste

## Bøker

- Barney, J. B., 2011. *Gaining and Sustaining Competitive Advantage*. Fourth edition. New Jersey: Pearson Education.
- Copeland, T. & Antikarov, V., 2001. *Real options, a practitioner's guide*. New York:TEXERE LLC.
- Dalland, O., 2007. *Metode og oppgaveskriving for studenter*. Oslo:Gyldendal akademiske.
- Damodoran, A., 2002. *Investment Valuation - Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*. New York: John Wiley & Sons Inc.
- Easterby-Smith, M., Thorpe, R. & Jackson, P., 2012. *MANAGEMENT RESEARCH*. Fourth edition. London: Sage Publications Ltd.
- Eklund, T. & Knutsen, K., 2011. *Regnskapsanalyse Aktiv bruk av regnskapet*. 8. utgave. Oslo: Gyldendal Akademisk.
- Gipsrud, G., Olsson, U. H. & Silkoset, R., 2004. *Metode og dataanalyse med fokus på beslutninger i bedrifter*. 1. red. Kristiansand: Høyskoleforlaget.
- Gjesdal, F. & Johnsen, T., 1999. *Kravsetting, lønnsomhetsmåling og verdivurdering*. 1. utgave. Oslo: Cappelen Akademiske Forlag.
- Gjesdal, F. & Johnsen, T., 2012. Verdivurdering - Vedlegg til kravsetting, lønnsomhetsmåling og verdivurdering. I: *Kravsetting, lønnsomhetsmåling og verdivurdering*. pp. 1-33.
- Grant M, R., 2008. *Contemporary Strategy Analysis*. Sixth edition. Oxford: Blackwell Publishing.
- Johannessen, A., Christoffersen, L. & Tufte, P. A., 2004. *Forskningsmetode for økonomisk-administrative fag*. Oslo: Abstrakt forlag AS.
- Kaldestad, Y. & Møller, B., 2011. *Verdivurdering Teoretiske modeller og praktiske teknikker for å verdsette selskaper*. 1. utgave. Oslo: DnR Kompetanse AS.
- Koller, T., Wessels, D. & Goedhart, M., 2005. *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*. Fourth edition. New Jersey: John Wiley & Sons.
- Kristoffersen, T., 2008. *Regnskapsteori med introduksjon til internasjonale regnskapsstandarder (IFRS)*. 1. utgave. Trondheim: Fagbokforlaget.
- Malterud, K., 1996. *Kvalitative metoder i medisinsk forskning: En innføring*. 1. utgave. Oslo: Tano Aschehoug.

- Mehmetoglu, M., 2004. *Kvalitativ metode for merkantile fag*. 1. utgave. Bergen: Fagbokforlaget.
- Penman, S. H., 2010. *Financial Statement Analysis and Security Valuation*. Fourth edition. Boston: McGraw-Hill .
- Ringdal, K., 2007. *Enhet og mangfold Samfunnsvitenskapelig forskning og kvantitativ metode*. 2. utgave. Trondheim: Fagbokforlaget Vigmostad & Bjørke AS.
- Roos, G., Krogh Von, G. & Roos, J., 2010. *Strategi - En innføring*. 5. utgave. Bergen: Fagbokforlaget.
- Saunders, M., Lewis, P. & Thornhill, A., 2012. *Research Methods for Business students*. Sixth edition. Harlow: Pearson.
- Trigeorgis, L., 1996. *Real Options, Managerial Flexibility and Strategy in Resource Allocation*. Cambridge: MIT Press.
- Yin, R. K., 2007. *Fallstudier: Design och genomförande*. First edition. Malmö: Liber.

## Artikler

- Bendall, H. B. & Stent, A. F., 2007. Maritime investment strategies with a portfolio of real options. *Maritime Policy & Management*. No.5 , October, pp. 441-454.
- Black, F., 1975. Fact and fantasy in the Use of Options. *Financial Analysts Journal*, Vol. 21, No. 4, July, pp. 36-41+61-72.
- Black, F. & Scholes, M., 1973. The Pricing of Options and Corporate Liabilities. *The Journal of Political Economy*, Vol 81, No.3, Mai-Juni, pp. 637-654.
- Borch, O. J., Rasmussen, E. & Madsen, E. L., 2005. Strategisk entreprenørskap. *Magma*, Februar, p. 12.
- Boye, K. & Dahl, G. A., 1995. Verdsettelsesmodeller. *Praktisk Økonomi og Finans Nr. 02*.
- Cox, C. J., Ross, A. S. & Rubinstein, M., 1979. Option Pricing: A simplified Approach. *Journal of Financial Economics*, Vol.7, No.3, September, pp. 229-263.
- Dahl, G. A., 2010. Verdivurdering gjennom 25 år. *Praktisk Økonomi og Finans Nr. 03*.
- Dyrnes, S., 2004 . Verdsettelse ved bruk av multiplikatorer. *Praktisk Økonomi og Finans Nr. 01*.
- Farrell, J. L., 1985. The dividend discount model: A primer. *Financial Analysts Journal* 41, no 6, pp. 16-25.
- Gjesdal, F., 2007. Regnskapsanalyse: Omgruppering av regnskapet for eierkontroll og verdsettelse. *Praktisk Økonomi og Finans Nr. 02*.
- Gjesdal, F., 2012. Valg av verdsettelsesmodell. *Magma*, 2, pp. 22-23.

Grønmo, S., 1996. Forholdet mellom kvalitative og kvantitative tilnæringer i samfunnsforskningen. I: H. Holter & R. Kalleberg, red. *Kvalitative metoder i samfunnsforskningen*. Oslo: Universitetsforlaget, pp. 73-108.

Horim, M. B. & Levy, H., 1980. Total Risk, Diversifiable Risk and Nondiversifiable Risk: A pedagogic Note. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 15, No. 2, Juni, pp. 289-297.

Johansen, T.H., Laake, A. & Aulie, M.F., 2013. Risikopremien i det norske markedet. *Magma*, 1, pp. 60-63.

Kaldestad, Y. & Møller, B., 2011. Kritisk lys på utarbeidelse av prognoser ved verdsettelse. *Praktisk Økonomi og Finans Nr. 02*.

Lander, D. M. & Pinches, G. E., 1998. Challenges to the Practical Implementation of Modeling and Valuing Real Options. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, Vol.38, pp. 537-567.

Merton, C. R., 1973. Theory of Rational Option Pricing. *The Bell Journal of Economics and Management Science*, Vol.4, No.1, høst, pp. 141-183.

Modigliani, F. & Miller, M. H., 1958. The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *The American Economic Review*, Vol. 48, No. 3, Juni, pp. 261-297.

Mossin, J., 1968. An Optimal Policy for Lay-Up Decisions. *Swedish Journal of Economics*, pp. 170-177.

Myers, S. C., 1977. Determinants of Corporate Borrowing. *Journal of Financial Economics* 5, July, pp. 147-175.

Norli, Ø., 2011. Praktisk bruk av Kapitalverdimodellen. *Praktisk Økonomi og Finans Nr. 02*.

Tvedt, J., 2000. Realopsjoner - verdien av fleksibilitet. *Magma*, 5.

## **Aviser**

Dagens Næringsliv, 2013. Full pott i Brasil. *Dagens Næringsliv*, 6. April.

## **Elektroniske data**

Aftenposten, 2011. *Frykt for at Suezkanalen stenges*. [Internett]  
<http://www.aftenposten.no/okonomi/utland/article4013433.ece#.UUH5Shxg8hN>  
[Funnet 14. Mars 2013].

Dagens Næringsliv, 2013. *Norsk rederinæring venter nytt rekordår*. [Internett]  
<http://www.dn.no/forsiden/naringsliv/article2580281.ece>  
[Funnet 14. Mars 2013].

DN, 2013. *Norwegian vil flagge ut til Irland*. [Internett]  
<http://www.dn.no/forsiden/naringsliv/article2602632.ece>  
[Funnet 5. Mai 2013].

European Commission, 2009. *European strategies – Maritime Transport Strategy 2018*. [Internett]  
[http://ec.europa.eu/transport/themes/strategies/2018\\_maritime\\_transport\\_strategy\\_en.htm](http://ec.europa.eu/transport/themes/strategies/2018_maritime_transport_strategy_en.htm)  
[Funnet 6. Mars 2013].

ExxonMobil, 2011. *ExxonMobil*. [Internett]  
[http://www.exxonmobil.no/Norway-Norwegian/PA/about\\_what\\_production.aspx](http://www.exxonmobil.no/Norway-Norwegian/PA/about_what_production.aspx)  
[Funnet 30. Mars 2013].

Farstad Shipping, 2013. *Farstad Shipping*. [Internett]  
[www.farstad.com](http://www.farstad.com)  
[Funnet 17. Mars 2013].

KPMG, 2013. *Rederiskatteordningen*. [Internett]  
<http://verdtavite.kpmg.no/rederiskatteordningen.aspx>  
[Funnet 7. Mars 2013].

Lovdata, 1997. *Lov om allmennaksjeselskaper (allmennaksjeloven)*. Oslo: Lovdata.  
[Funnet 9. April 2013].

Lovdata, 1998. *Lov om årsregnskap m.v. (regnskapsloven)*. Oslo: Lovdata.  
[Funnet 2. Mai 2013].

Lovdata, 1999. *Lov om revisjon og revisorer (revisorloven)*. Oslo: Lovdata.  
[Funnet 2. April 2013].

Lovdata, 1999. *Lov om skatt av formue og inntekt (skatteloven)*. Oslo: Lovdata.  
[Funnet 8. Mars 2013].

NA24, 2012. *Dette kartet truer Norge*. [Internett]  
<http://www.na24.no/article3465317.ece>  
[Funnet 14. Mars 2013].

Netfonds, 2013. *Netfonds*. [Internett]  
<http://hopey.netfonds.no/analysis.php?paper=FAR.OSE>  
[Funnet 16. Mars 2013].

Nordea, 2012. *Under inflasjonsmålet – men hvor lenge?*. [Internett]  
<http://research.nordeamarkets.com/en/2012/02/22/under-inflasjonsmalet-men-hvor-lenge/>  
[Funnet 5. Mai 2013].

Norges Rederiforbund, 2011. *Strategi og hovedmål*. [Internett]  
<http://www.rederi.no/nrweb/cms.nsf/pages/strategi-hovedmaal>  
[Funnet 6. Mars 2013].



Norges Rederiforbund, 2012. *Åpen og effektiv kommunikasjon*. [Internett]  
[http://www.rederi.no/nrweb/cms.nsf/%28\\$All%29/0B62943E2D0D127FC12579C8002F2523?OpenDocument](http://www.rederi.no/nrweb/cms.nsf/%28$All%29/0B62943E2D0D127FC12579C8002F2523?OpenDocument)  
[Funnet 29. Mars 2013].

Norges Rederiforbund, 2013. *Forslag om redusert formueskatt fra Høyre*. [Internett]  
[http://www.rederi.no/nrweb/cms.nsf/\\$all/6BBB0CC36B313E97C1257B10003C61E7](http://www.rederi.no/nrweb/cms.nsf/$all/6BBB0CC36B313E97C1257B10003C61E7)  
[Funnet 6. Mars 2013].

SSB, 2013. *Makroøkonomiske hovedstørrelser 2003-2016*. [Internett]  
<http://www.ssb.no/nasjonalregnskap-og-konjunkturer/artikler-og-publikasjoner/Konjunkturoppgangen+tar+et+hvileskjaer?tabell=101389>  
[Funnet 5. Mai 2013].

**Internettlinkene er kontrollert pr. 17.05.2013**

## Rapporter

Borch, O. J., 2012. *Norsk offshorenæring i nord - næringsorganisering og krav til fartøysutvikling*, Bodø: Handelshøgskolen i Bodø.

Farstad Shipping ASA, 2010. *Årsrapport Farstad Shipping ASA 2009*, Ålesund: Farstad Shipping ASA.

Farstad Shipping ASA, 2012. *Virksomhetsrapport 2011*, Ålesund: Farstad Shipping ASA.

Farstad Shipping ASA, 2013. *Kvartalsrapport 4-2012*, Ålesund: Farstad Shipping ASA.

Farstad Shipping ASA, 2013. *Årsrapport 2012*, Ålesund: Farstad Shipping ASA.

Fearnley Offshore Supply AS, 2012. *The Offshore Report*, Oslo: Fearnley Offshore Supply AS.

Gjølberg, O. & Johnsen, T., 2007. *Investeringer i produksjon av fornybar energi: Hvilket avkastningskrav bør Enova SF legge til grunn?*, Bergen: Enova SF.

Jakobsen, E., Iversen, L., Jordell, H. & Røtnes, R., 2012. *Samhandling i og mellom klynger - evaluering av seks NCE prosjekter høst 2012*, Oslo: Menon Business Economics.

Jakobsen, E. W., Fjose, S. & Mellby, C. S., 2012. *Evaluering av regjeringens maritime strategi "Stø kurs"*, Oslo: Menon Business Economics.

Jakobsen, E. W. & Hansen, B. H., 2010. *Prisutvikling blant offshoreleverandører på norsk sokkel*, Oslo: Menon Business Economics.

Koekebakker, S. & Boye, K., u.d. *Kapitalverdimodellen- tips til praktisk implementering*, Bergen.

KPMG, 2011. *Shipping Insights*, Oslo: KPMG.

Maritimt Forum, 2012. *Utvikling av en konkurransedyktig nettolønnsordning*, Oslo: Maritimt Forum.

Norges Rederiforbund, 2013. *Konjunkturrapport 2013- Store maritime muligheter*, Oslo: Norges Rederiforbund.

OECD, 2011. *Education at a Glance 2011 OECD Indicators*, Paris: OECD Publishing.

RS Platou ASA, 2013. *The Platou Report 2013*, Oslo: RS Platou ASA.

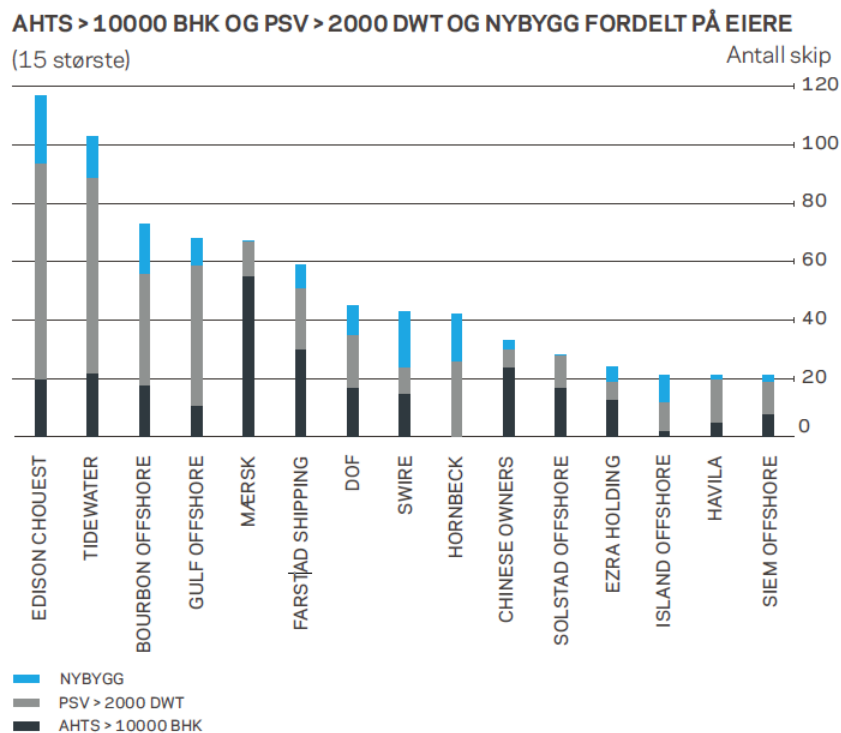
## **Kurs**

Kjærland, F., 2012. *Forelesningsnotater EK342E, Verdsettelse og lønnsomhetsanalyse*. Handelshøgskolen i Bodø.

Knivsflå, K. H., 2012. *Forelesningsnotater BUS424, Strategisk reknskapsanalyse*. Norges Handelshøyskole.

# Vedlegg

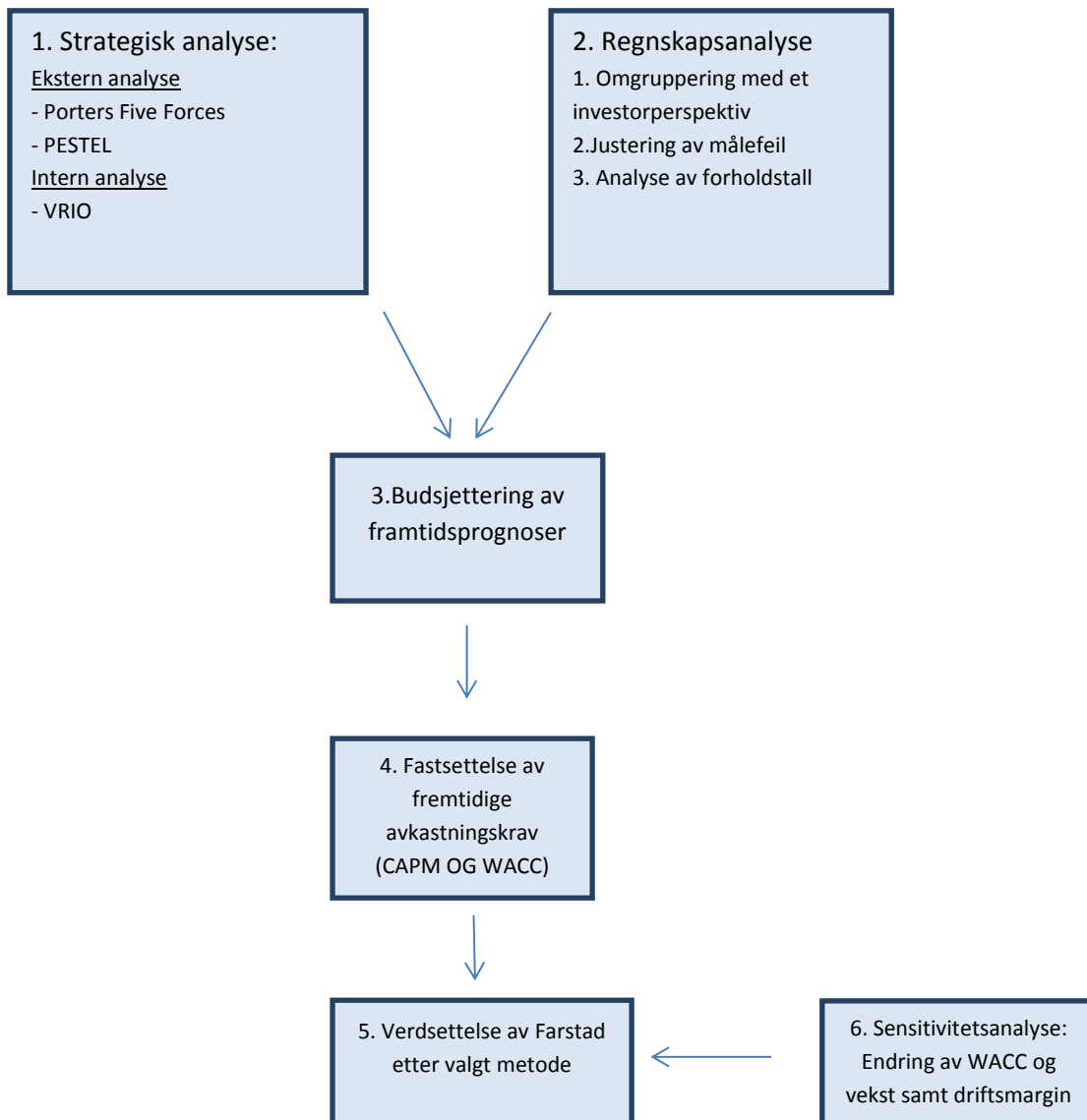
## Vedlegg 1: Supplyselskap rangert etter størrelse



**Vedlegg 2: Lokalisering av kontor i konsernet**



### Vedlegg 3: Fundamental verdsettelse



#### Vedlegg 4: Variablenes påvirkning på en call- og put opsjon

<b>FACTOR</b>	<b>CALL OPTION VALUE</b>	<b>PUT OPTION VALUE</b>
Increase in underlying asset value	<i>Increase</i>	<i>Decrease</i>
Increase in variance of underlying asset	<i>Increase</i>	<i>Increase</i>
Increase in dividend paid	<i>Decrease</i>	<i>Increase</i>
Increase of strike price	<i>Decrease</i>	<i>Increase</i>
Increase in time to expiration	<i>Increase</i>	<i>Increase</i>
Increase in interest rate	<i>Decrease</i>	<i>Increase</i>

Kilde: Damodaran (2002)

## Vedlegg 5: Markedssykluser i den norske offshoreservicenæring

	Periode	Antall år	Årsaksforhold
<b>Opptur</b>	1971-76	5 år	Vekst som følge ny kapitaltilførsel etter svikt i tank og bulkmarkedet 1973.  Investert totalt i 130 båter
Nedtur	1976-80	4 år	Overkontrahering. Nedturen halverte antall båter til 79 fartøy i 1980
<b>Opptur</b>	1980-85	5 år	Vekst som følge av Iran-krisen. 50 UT704 AHTS kontrahert.
Nedtur	1986-89	4 år	Overkontrahering.
<b>Opptur</b>	1989-92	4 år	Vekst som følge av gunstige skatteordninger (KS)
Nedtur	1993-96	4 år	Overkontrahering - for stort utbud på tilbudssiden
<b>Opptur</b>	1996-2000	4år	Etterspørsel etter mer tonnasje
Nedtur	2000-2004	4 år	Overkontrahering – for stort tilbud i markedet
<b>Opptur</b>	2004-09	6 år	Opptur høye oljepriser og økt aktivitet på nye mer krevende felt, samt sterk tilgang på kapital fra investorer –asset play. 50 % økning i kapasitet
Nedtur	2009-	2011/12?	Overkontrahering kombinert med redusert etterspørsel. Fall i oljepriser pga finanskrisen

Kilde: Borch, O.J. 2012. Norsk offshorenæring i nord - næringsorganisering og krav til fartøyutvikling. Rapport, Handelshøgskolen i Bodø.

## Vedlegg 6: Fordeling av normal og unormal skattekostnad

Skattekostnad		2007	2008	2009	2010	2011	2012
Resultat før skatt		925 207	909 268	1 423 690	492 549	530 311	324 697
Nominell skattesats 28%		-259 058	-254 595	-398 633	-137 914	-148 487	-90 915
Effekt av rederibeskatningsordninger		232 241	299 438	312 698	147 154	165 221	124 423
Ikke fradagsberettigede kostnader/ ikke skattepliktig inntekt		-1 900	-5 568	5 213	1 773	-5 807	-817
Avvik utenlandsk/ norsk skattesats		-42 228	-31 230	-47 655	-57 298	-28 790	8 609
Avvig beregnet/utlignet tidligere år		-73	-338	595	-225	822	
Normal skattekostnad	NSK	-71 018	7 707	-127 782	-46 510	-17 041	41 300
Gevinst ved trinnvis oppkjøp						19 721	
Utsatt skatt på gevinst ved trinnvis oppkjøp						35 457	
Beregnet effekt av ny rederibeskatningsordning		-943 516	308 580	635 595	-14 273		
Ikke regnskapsført utsatt skattefordel							-54 166
Unormal skattekostnad	USK	-943 516	308 580	635 595	-14 273	55 178	-54 166
Rapportert skattekostnad	SK	-1 014 534	316 287	507 813	-60 783	38 137	-12 866



## Vedlegg 7: Regnskapsinformasjon for selskap i bransjeutvalget

HAVILA ASA	2007	2008	2009	2010	2011	2012
<b>RESULTATREGNSKAP</b>						
Fraktinntekter	526 637	810 515	848 530	1 030 204	1 279 031	1 332 158
Netto valutagevinst/tap	0	0	172 527	15 532	8 636	55 095
Annen driftsinntekt	1 230	123	14 320	8 416	30 595	23 723
Sum driftsinntekt	527 867	810 638	1 035 377	1 054 152	1 318 262	1 410 976
Gevinst ved avgang anleggsmidler	147 397	311 813	0	154 402	54 038	1 738
Sum driftsinntekt og gevinst ved salg anleggsmiddel	675 264	1 122 451	1 035 377	1 208 554	1 372 300	1 412 714
Mannskapskostnad	122 299	166 725	220 220	322 103	430 515	456 064
Driftskostnad skip	47 988	176 521	190 310	298 690	360 165	278 701
Andre lønnskostnader	13 904	19 505	22 013	24 644	28 943	34 763
Annen driftskostnad	13 465	19 736	20 964	42 177	55 786	50 592
Totale kostnader før avskrivninger	197 656	382 487	453 507	687 614	875 409	820 120
Driftsresultat før avskrivninger	477 608	739 964	581 870	520 939	496 890	592 595
Avskrivning	80 535	98 420	132 221	180 288	205 240	161 063
Driftsresultat	397 073	641 544	449 649	340 651	291 650	431 532
Finansinntekt	76 741	56 645	306 239	11 302	17 075	26 335
Finanskostnad	133 488	448 259	151 682	296 825	397 007	425 616
Netto finansposter	-56 747	-391 614	154 557	-285 523	-379 932	-399 282
Andel resultat tilknytt selskap	-322	9 426	757	-42 130	-2 913	-14 479
Resultat før skattekostnad	340 004	259 356	604 963	12 998	-91 195	17 771
Skattekostnad	105 637	-47 472	67 697	22 013	35 260	7 614
Årsresultat	234 367	306 828	537 266	-9 015	-126 455	10 157
Tilordnet: Aksjonærer	234 938	296 445	533 925	-8 308	-139 223	207
Minoritetsinteresser	-571	10 383	-89	-707	12 767	9 949
Sum	234 367	306 828	533 836	-9 015	-126 456	10 156

HAVILA ASA		2007	2008	2009	2010	2011	2012
<b>BALANSE</b>							
<b>EIENDELER</b>							
Anleggsmidler							
Varige driftsmidler		1 320 802	2 362 690	4 124 935	4 779 231	6 939 116	7 654 302
Kontrakter nybygg		729 234	923 571	570 012	612 787	0	0
Bygninger, driftsløsøre og inventar		0	0	0	0	8 469	5 540
Utsatt skattefordel		0	0	0	14 251	26 289	11 942
Investering i tilknyttede selskap		1 246	12 118	9 624	0	22 927	57 392
Derivater	FE	10 065	11 029	37 650	34 744	15 852	0
Aksjer og langsiktige plasseringer		150	156	156	356	441	381
Netto pensjonsmidler		349	1 518	3 102	1 894	0	683
Langsiktige fordringer		12 398	14 556	13 436	63 696	147 814	84 803
Sum anleggsmidler		2 074 242	3 325 638	4 758 915	5 506 959	7 160 908	7 815 045
Omløpsmidler							
Bunkers og annet lager		5 029	5 595	9 965	13 878	15 852	17 610
Kundefordringer og andre fordringer		110 804	234 381	319 710	492 257	393 934	347 085
Eiendeler tilgjengelig for salg		707 230	0	0	0	0	0
Derivater	FOM	12 093	15 033	51 098	65 276	14 667	4 533
Markedsbaserte verdipapir	FOM	53 663	107 565	16 955	3 556	3 556	3 556
Bankinnskudd	FOM	471 006	698 243	347 257	603 414	355 808	497 341
Sum omløpsmidler		1 359 825	1 060 817	744 985	1 178 380	783 817	870 125
<b>SUM EIENDELER</b>		<b>3 434 068</b>	<b>4 386 455</b>	<b>5 503 900</b>	<b>6 685 339</b>	<b>7 944 725</b>	<b>8 685 170</b>
<b>EGENKAPITAL</b>							
Aksjekapital		399 000	199 500	199 500	199 500	267 626	371 793
Ikke registrert kapitalendring		-199 500	0	0	0	0	0
Egne aksjer		0	0	-1 938	-1 938	0	0
Overkursfond		40 975	40 975	40 975	40 975	249 186	339 937
Opptjent egenkapital		622 143	862 656	1 448 416	1 441 384	1 292 510	1 296 434
Sum		862 618	1 103 131	1 686 953	1 679 921	1 809 323	2 008 164
Minoritetsinteresser		16 859	22 663	15 824	15 117	0	0
<b>Sum egenkapital</b>		<b>879 477</b>	<b>1 125 794</b>	<b>1 702 777</b>	<b>1 695 038</b>	<b>1 809 323</b>	<b>2 008 164</b>
<b>GJELD</b>							
Lån	FG	1 990 401	2 459 890	3 137 403	3 945 484	5 308 716	5 525 128
Derivater	FG	0	78 717	4 957	9 736	14 020	16 939
Annen langsiktig gjeld	FG	84 122	183 029	47 975	112 642	110 279	85 900
Pensjonsforpliktelser		0	0	0	0	230	0
Utsatt skatt		95 981	81 515	140 691	2 669	20 493	1 173
Avsetning av forpliktelse i felleskontrollert virksomhet		0	0	0	31 196	60 443	78 026
Sum langsiktig gjeld		2 170 504	2 803 151	3 331 026	4 101 727	5 514 181	5 707 166
Kortsiktig gjeld							
Leverandørgjeld		62 245	128 590	55 403	110 385	49 127	60 061
Betalbar skatt		7 753	5 849	45 293	59 747	45 305	32 619
Derivater	FG	0	22 981	2 437	3 361	12 645	2 034
Annen kortsiktig gjeld		314 087	300 090	366 964	715 083	115 376	138 792
Kortsiktig del av langsiktig gjeld	FG	0	0	0	0	398 769	736 334
Sum kortsiktig gjeld		384 085	457 510	470 097	888 575	621 222	969 840
Sum gjeld		2 554 589	3 260 661	3 801 123	4 990 302	6 135 403	6 677 006
<b>SUM EGENKAPITAL OG GJELD</b>		<b>3 434 068</b>	<b>4 386 455</b>	<b>5 503 900</b>	<b>6 685 339</b>	<b>7 944 725</b>	<b>8 685 170</b>

<b>SOLSTAD OFFSHORE ASA</b>	2007	2008	2009	2010	2011	2012
<b>RESULTATREGNSKAP</b>						
Fraktinntekter	2 107 544	2 134 860	2 518 532	2 613 557	3 044 104	3 308 501
Andre driftsinntekter	111 507	74 019	10 851	3 308	4 988	53 702
Sum Driftsinntekter	2 219 051	2 208 879	2 529 383	2 616 865	3 049 092	3 362 203
Lønnskostnader	490 732	608 292	804 252	960 795	1 179 777	1 228 999
Ordinære av-/nedskrivninger	339 840	416 641	583 523	446 002	738 218	584 817
Avskrivning balanseført periodisk vedlikehold	97 444	104 210	145 425	192 591	194 035	0
Andre driftskostnader	341 848	349 292	565 559	697 784	769 178	698 867
Forsikringsoppgjør	0	-26 004	-32 571	-20 051	-5 788	0
Andel resultat tilknyttede selskaper	-11 277	-40 799	-2 413	-2 511	2 229	-21 613
Utreden fra finansielle leieavtaler	0	0	0	0	0	86 758
Sum Driftskostnader	1 258 587	1 411 632	2 063 775	2 274 610	2 877 649	2 577 828
Driftsresultat	960 464	797 247	465 608	342 255	171 443	784 375
Renteinntekt	81 210	56 312	13 753	26 928	18 483	6 090
Finansinntekt	441 232	651 664	1 314 342	789 234	448 789	270 331
Rentekostnad	-221 894	-315 493	-254 153	-370 654	-549 593	-524 362
Finanskostnad	-154 795	-1 333 797	-673 200	-654 591	-488 118	-172 283
Netto finansposter	145 753	-941 314	400 742	-209 083	-570 439	-420 224
Resultat før skattekostnad	1 106 217	-144 067	866 350	133 173	-398 996	364 151
Skattekostnad (-)/ inntekt	-402 612	170 994	171 441	-114 158	-7 581	11 051
Årets resultat	703 605	26 927	1 037 791	19 015	-406 577	375 202
Minoritetinteresser	23 276	-18 632	10 333	-29 404	-44 537	19 927
Majoritetinteresser	680 329	45 561	1 027 458	48 419	-362 041	355 275

SOLSTAD OFFSHORE ASA		2007	2008	2009	2010	2011	2012
<b>BALANSE</b>							
<b>EIENDELER</b>							
Langsiktige eiendeler							
Immaterielle eiendeler		0	0	0	0	0	0
Utsatt skattefordel		0	24 244	0	17 362	43 061	72 412
Sum immaterielle eiendeler		0	24 244	0	17 362	43 061	72 412
Anleggsmidler							
Skip og skip under bygging		6 491 230	7 289 858	9 678 572	13 490 052	13 874 368	12 664 919
Balanseført periodisk vedlikehold		130 855	201 928	177 386	252 378	241 114	0
Andre driftsmidler		38 172	33 338	28 986	28 420	23 421	0
Sum anleggsmidler		6 660 257	7 525 124	9 884 944	13 770 849	14 138 903	12 664 919
Finansielle anleggsmidler							
Investeringer i tilknyttet selskap		220 567	4 135	18 789	21 300	19 648	0
Investeringer i aksjer og andeler		959 708	1 083 396	2 793	4 552	5 074	223 776
Andre finansielle anleggsmidler	FAM	565 651	0	44 068	40 038	31 140	95 105
Andre langsiktige fordringer		57 694	15 072	5 971	9 589	27 060	0
Overfinansiering pensjon		0	9 954	17 074	9 350	2 682	0
Sum finansielle anleggsmidler		1 803 620	1 112 557	88 695	84 829	85 605	318 881
Sum langsiktige eiendeler		8 463 877	8 661 925	9 973 639	13 873 041	14 267 568	13 056 212
Kortsiktige eiendeler							
Beholdninger		25 954	19 358	39 471	59 377	59 843	73 470
Fordringer							
kundefordringer		509 840	497 218	466 456	521 736	715 209	723 603
Andre kortsiktige fordringer		202 257	141 091	264 653	215 586	163 442	0
Andre finansielle omløpsmidler	FOM		46 857	77 348	11 834	14 569	0
Sum fordringer		712 097	685 166	808 458	749 156	893 220	723 603
Investeringer	FOM	0	0	0	321	344	0
Aksjer tilgjengelig for salg	FOM	60 028	16 972	0	0	0	394
Bankinnskudd og kontantekvivalenter	FOM	1 052 715	829 936	1 444 672	871 718	657 269	807 105
Sum kortsiktige eiendeler		1 850 794	1 551 432	2 292 601	1 680 572	1 610 676	1 604 572
Eiendeler holdt for salg	FOM			306	12 790	4 644	
<b>SUM EIENDELER</b>		<b>10 314 671</b>	<b>10 213 357</b>	<b>12 266 546</b>	<b>15 566 404</b>	<b>15 882 888</b>	<b>14 660 784</b>
<b>EGENKAPITAL</b>							
Aksjekapital		75 588	75 588	75 588	75 588	77 375	77 375
Egne aksjer		-232	-223	-415	-380	-51	0
Annen innskutt egenkapital		111 648	111 648	111 648	111 648	224 015	0
Overkursfond		0	0	1 541 815	1 541 815	1 541 815	1 765 824
Sum innskutt egenkapital		187 004	187 013	1 728 636	1 728 671	1 843 154	1 843 199
opptjent egenkapital							
Annen egenkapital		3 494 850	3 494 676	2 883 158	2 836 129	2 634 061	2 841 906
Sum opptjent egenkapital		3 494 850	3 494 676	2 883 158	2 836 129	2 634 061	2 841 906
Minoritetsinteresser		35 604	15 934	18 525	424 643	-61 301	-41 941
Sum egenkapital		3 717 458	3 697 623	4 630 320	4 989 443	4 415 914	4 643 164
<b>GJELD</b>							
Avsetning for forpliktelser							
Betalbar skatt		356 733	214 817	0	77 543	39 931	54 216
Utsatt skatt		25 417	0	0	0	0	0
Utsatt inntekt		20 100	0	0	0	0	0
Andre finansielle forpliktelser	FG	50 272	67 768	0	67 194	52 373	0
Sum avsetning for forpliktelser		452 522	282 585	0	0	92 304	0
Langsiktig gjeld							
Annen langsiktig gjeld	FG	39 117	37 338	34 668	33 600	36 487	50 954
Gjeld til kredittinstitusjoner/leasingforpliktelser	FG	3 987 948	4 793 870	6 379 214	7 470 527	9 472 153	7 016 718
Sum langsiktig gjeld		4 027 065	4 831 208	6 413 882	7 504 127	9 508 640	7 121 888
Kortsiktig gjeld							
Leverandørgjeld		135 337	167 399	162 735	311 048	258 684	0
Kassakreditt		409 824	438 694	100 332	102 734	102 205	64 938
Utsatt skatt		0	0	26 970	0	0	0
Betalbar skatt		56 335	50 966	91 845	105 677	75 526	0
Utsatt inntekt		0	0	8 596	0	0	0
Skattetrekk og offentlige avgifter		43 275	40 855	49 756	50 650	58 468	0
Andre finansielle forpliktelser	FG	0	24 698	10 392	5 909	18 053	0
Annen kortsiktig gjeld		133 228	206 306	205 851	250 200	292 001	676 201
Kortsiktig rentebærende gjeld	FG	1 339 624	473 023	565 866	2 101 877	1 061 092	2 154 590
Sum kortsiktig gjeld		2 117 623	1 401 941	1 222 343	2 928 096	1 866 029	2 895 729
Sum gjeld		6 597 210	6 515 734	7 636 225	10 576 960	11 466 974	10 017 617
Sum egenkapital og gjeld		10 314 671	10 213 357	12 266 546	15 566 404	15 882 888	14 660 781

DOF ASA	2008	2009	2010	2011	2012 (4Q)
<b>RESULTATREGNSKAP</b>					
Salgsinntekt	3 969 672	4 258 507	5 403 000	6 503 000	8 136 000
Annen driftsinntekt	370 050	68 769	0	0	0
Driftsinntekter	4 339 722	4 327 276	5 403 000	6 503 000	8 136 000
Lønnskostnader m.m	1 636 825	1 960 483	2 486 000	3 121 000	5 346 000
Nedskrivning	0	178 501	0	7 000	0
Netto (gevinst) tap ved salg av anleggsmidler	0	0	-59 000	-33 000	-210 000
Avskrivninger	643 265	837 214	1 166 000	890 000	1 110 000
Annen driftskostnad	1 147 178	1 133 137	1 266 000	1 367 000	0
Driftskostnader	3 427 268	4 109 335	4 859 000	5 352 000	6 246 000
Driftsresultat	912 454	217 941	544 000	1 151 000	1 890 000
Investeringer i datterselskap/tilknyttet selskap	124 834	191 749	-5 000	0	6 000
Finansinntekter	479 719	485 122	117 000	-208 000	-99 000
Urealisert agio/disagio	-655 382	757 611	97 000	-445 000	-206 000
Finanskostnader	-984 747	-647 904	-953 000	-1 189 000	-1 325 000
Netto finansposter	-1 035 576	786 578	-744 000	-1 842 000	-1 624 000
Resultat før skattekostnad	-123 121	1 004 519	-200 000	-691 000	266 000
Skattekostnad	-222 983	201 478	15 000	-186 000	-69 000
Årsresultat	99 862	803 041	-215 000	-505 000	335 000
Minoritetsinteresser	34 711	200 577	-75 000	-149 000	237 000
Årsresultat til morselskapets aksjonærer	65 151	602 464	-140 000	-356 000	91 000
Til annen EK	65 151	602 464	-140 000	-356 000	91 000

DOF ASA		2008	2009	2010	2011	2012
<b>BALANSE</b>						
<b>EIENDELER</b>						
Utsatt skattefordel		123 330	0	28 843	211 000	205 000
Kunderelasjoner		5 500	34 193	0	0	0
Goodwill		499 661	441 839	477 646	401 000	409 000
Immaterielle eiendeler		628 491	476 032	506 489	612 000	614 000
Skip		10 057 764	11 218 599	18 148 083	22 312 000	26 250 000
Skip under bygging		3 940 763	4 594 689	1 924 720	1 969 000	373 000
Maskiner og annet driftsløsøre		789 813	1 449 291	1 558 804	1 406 000	-
Varige driftsmidler		14 788 340	17 262 579	21 631 607	25 687 000	26 623 000
Investering i datterselskap		0	0	0	0	0
Investering i tilknyttet selskap og felleskontrollert virksomhet		139 696	77 170	70 687	65 000	98 000
Investering i aksjer og andeler		5 999	8 910	9 202	7 000	0
Andre langsiktige fordringer		269	2 721	205 452	272 000	296 000
Finansielle anleggsmidler		145 964	88 801	285 341	344 000	394 000
Sum anleggsmidler		15 562 795	17 827 412	22 423 437	26 643 000	27 631 000
Varer		13 441	16 116	28 133	51 000	0
Kundefordringer		1 151 004	1 235 287	1 051 224	1 534 000	1 393 000
Andre fordringer		272 025	492 128	904 858	562 000	598 000
Kortsiktige investeringer	FOM	0	0	0	0	0
Betalingsmidler	FOM	2 831 502	2 213 742	2 644 851	2 040 000	2 145 000
Sum omløpsmidler		4 267 972	3 957 273	4 629 066	4 187 000	4 136 000
Sum eiendel		19 830 767	21 784 685	27 052 503	30 830 000	31 767 000
<b>EGENKAPITAL</b>						
Aksjekapital		165 536	182 076	182 076	222 000	220 000
Overkursfond		454 453	678 340	678 340	1 230 000	1 232 000
Annen egenkapital		2 449 709	3 171 288	3 117 735	2 585 000	2 332 000
Minoritetsinteresser		2 429 121	2 777 372	2 749 818	2 633 000	2 951 000
Egenkapital		5 498 819	6 809 076	6 727 969	6 670 000	6 735 000
<b>GJELD</b>						
Utsatt skatt		353 438	513 472	402 474	219 000	139 000
Pensjonsforpliktelser		20 141	11 955	13 245	13 000	376 000
Andre avsetninger for forpliktelser		228 820	77 202	77 163	256 000	0
Obligasjonslån		1 470 654	2 149 321	2 753 572	2 804 000	4 164 000
Gjeld til kredittinstitusjoner	FG	8 920 720	8 724 597	13 085 211	16 391 000	16 614 000
Langsiktig skattegjeld		173 967	0	0	0	0
Øvrig langsiktig gjeld	FG	162 357	496 856	599 624	328 000	271 000
Sum langsiktig gjeld		11 330 097	11 973 403	16 931 289	20 011 000	21 564 000
Gjeld til kredittinstitusjoner	FG	1 795 407	2 128 284	1 876 160	2 251 000	2 000 000
Leverandørgjeld		419 924	216 373	414 537	603 000	683 000
Betalbar skatt		86 841	164 914	100 240	141 000	0
Skyldige offentlige avgifter		98 170	72 319	79 793	108 000	0
Annen kortsiktig gjeld		601 507	420 317	922 515	1 043 000	785 000
Sum kortsiktig gjeld		3 001 849	3 002 207	3 393 245	4 146 000	3 468 000
Gjeld		14 331 946	14 975 610	20 324 534	24 157 000	25 032 000
Egenkapital og gjeld		19 830 765	21 784 686	27 052 503	30 827 000	31 767 000

## Vedlegg 8: Tabell for syntetisk rating

Rating	lg1	ekp	ndr	rdg	Konkurssansynlighet	Kreditrisikofaktor	Klasse
AAA	11,600	0,940	0,350	16,900	0,0001	0,10	Investment grade
	<b>8,900</b>	<b>0,895</b>	<b>0,308</b>	<b>11,600</b>			
AA	6,200	0,850	0,266	6,300	0,0012	0,15	
	<b>4,600</b>	<b>0,755</b>	<b>0,216</b>	<b>4,825</b>			
A	3,000	0,660	0,166	3,350	0,0024	0,25	
	<b>2,350</b>	<b>0,550</b>	<b>0,131</b>	<b>2,755</b>			Speculative
BBB	1,700	0,440	0,096	2,160	0,0037	0,40	
	<b>1,450</b>	<b>0,380</b>	<b>0,082</b>	<b>1,690</b>			
BB	1,200	0,320	0,068	1,220	0,0136	0,60	
	<b>1,050</b>	<b>0,270</b>	<b>0,054</b>	<b>1,060</b>			
B	0,900	0,220	0,040	0,900	0,0608	1,00	
	<b>0,750</b>	<b>0,175</b>	<b>0,026</b>	<b>0,485</b>			
CCC	0,600	0,130	0,012	0,070	0,3085	3,00	
	<b>0,550</b>	<b>0,105</b>	<b>-0,002</b>	<b>-0,345</b>			
CC	0,500	0,080	-0,016	-0,760	0,5418	9,00	
	<b>0,450</b>	<b>0,030</b>	<b>-0,030</b>	<b>-1,170</b>			
C	0,400	-0,020	-0,044	-1,580	0,7752	27,00	
	<b>0,350</b>	<b>-0,100</b>	<b>-0,058</b>	<b>-1,995</b>			
D	0,300	-0,180	-0,072	-2,410	0,9999	1000,00	In default

## Vedlegg 9: Beregning av netto rentedekningsgrad

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

År	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Farstad Shipping ASA	4,44	5,50	5,45	2,90	2,73	2,21





Regresjon:

Farstad	
Skjæringspunkt (alfa)	0,001025155
Stigningstall (beta)	0,53790876
R <sup>2</sup>	0,312933505

Kontrollregning:

$$Beta = \frac{Korr(r,rm) * stdv Farstad}{Stdv OSEBX}$$

Korrelasjon	0,560000097
stdv far	0,275439841
stdv oseax	0,287
Beta	0,538293836



Regresjon:

DOF	
Skjæringspunkt (alfa)	-0,008288192
Stigningstall (beta)	0,66057209
R <sup>2</sup>	0,230660061

Kontrollregning:

$$Beta = \frac{Korr(r,rm)*stdv\ DOF}{Stdv\ OSEBX}$$

Korrelasjon	0,480737131
stdv DOF	0,393907212
stdv osebx	0,286546728
Beta	0,660854946



Regresjon:

Havila	
Skjæringspunkt (alfa)	-0,013273184
Stigningstall (beta)	0,579165906
R <sup>2</sup>	0,207996301

Kontrollregning:

$$Beta = \frac{Korr(r,rm) * stdv Havila}{Stdv OSEBX}$$

Korrelasjon	0,45658604
stdv Havila	0,36369616
stdv osebx	0,28654673
Beta	0,5795166



Regresjon:

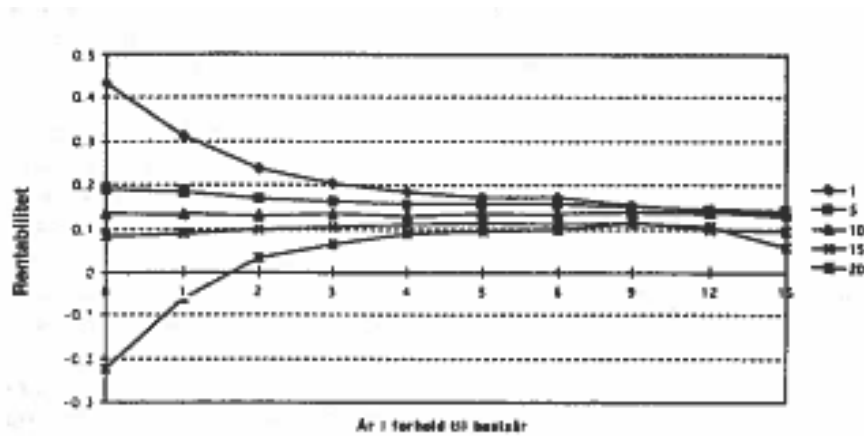
Solstad	
Skjæringspunkt (alfa)	-0,001824255
Stigningstall (beta)	0,724656351
R <sup>2</sup>	0,353292107

Kontrollregning:

$$Beta = \frac{Korr(r,rm) * stdv Solstad}{stdv OSEBX}$$

Korrelasjon	0,594825943
stdv SOL	0,349200733
stdv osebx	0,286546728
Beta	0,724885804

### Vedlegg 11: Rentabilitetsutvikling over tid for fem porteføljer



**Vedlegg 12: Årlig vekst i driftsinntekter**

År	2008	2009	2010	2011	2012	Median
Driftsinntekter	0,276	0,101	0,022	0,077	0,036	0,057

**Vedlegg 13: Driftskostnader i prosent av driftsinntekter**

År	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Sum driftsinntekter	2 318 236	2 958 624	3 257 579	3 327 701	3 584 889	3 714 024
Sum driftskostnader	1 474 233	1 655 982	1 976 328	2 458 890	2 728 171	2 973 502
Driftskostnader %	64 %	56 %	61 %	74 %	76 %	80 %

**Vedlegg 14: Avskrivninger i prosent av driftsinntekter**

År	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Avskrivninger	336 763	365 438	454 909	516 237	544 808	575 928
Driftsinntekter	2 318 236	2 958 624	3 257 579	3 327 701	3 584 889	3 714 024
Avskrivning %	15 %	12 %	14 %	16 %	15 %	16 %

**Vedlegg 15: Kapitalstruktur for bransjeutvalget**

Selskap	Havila ASA	Dof ASA	Solstad Offshore	Farstad Shipping
EK/TK	23 %	21 %	32 %	44 %



## Vedlegg 16: Oversikt over de største aksjonærene pr. 31.12.12 og 31.12.11 for Farstad Shipping, Havila, Solstad Offshore og Dof

### Farstad Shipping ASA

#### SELSKAPETS 20 STØRSTE AKSJONÆRER

pr. 31.12.12	Antall aksjer	Eierandel i %
Tyrholm & Farstad AS	15 796 199	40,5
Folketrygdfondet	3 951 600	10,1
Brown Brothers Harriman & Co.	3 200 000	8,2
Pareto Aksje Norge	1 757 812	4,5
Jan H. Farstad	1 050 000	2,7
Sverre A. Farstad	1 000 000	2,6
Odin Norge	936 850	2,4
The Northern Trust Co.	880 118	2,3
Pareto Aktiv	745 868	1,9
Odin Norden	631 514	1,6
Odin Offshore	620 553	1,6
MP Pensjon	420 000	1,1
Pareto Verdi	400 432	1,0
Bank of New York	398 797	1,0
State Street Bank	221 698	0,6
Citybank	207 709	0,5
Stenshagen Invest AS	187 400	0,5
Forsvarets Personellservice	175 700	0,5
JP Morgan	150 255	0,4
Nortura konsernpensjon	150 000	0,4
<b>Totalt 20 største aksjonærer</b>	<b>32 882 505</b>	<b>84,3</b>
<b>Totalt 10 største aksjonærer</b>	<b>29 949 961</b>	<b>76,8</b>
<b>Totalt 2 029 norske aksjonærer</b>	<b>32 959 267</b>	<b>84,5</b>
<b>Totalt 102 utenlandske aksjonærer</b>	<b>6 040 733</b>	<b>15,5</b>
<b>Totalt antall aksjer på 2 131 eiere</b>	<b>39 000 000</b>	<b>100,0</b>

#### SELSKAPETS 20 STØRSTE AKSJONÆRER

pr. 31.12.11	Antall aksjer	Eierandel i %
Tyrholm & Farstad AS	15 796 199	40,5
Folketrygdfondet	3 941 600	10,1
Brown Brothers Harriman		
Fidelity	3 200 000	8,2
Pareto Aksje Norge	1 607 251	4,1
Jan H. Farstad	1 050 000	2,7
Odin Norge	1 041 578	2,7
Sverre A. Farstad	1 000 000	2,6
The Northern Trust Co.	865 136	2,2
Pareto Aktiv	741 532	1,9
Odin Offshore	626 268	1,6
Odin Norden	613 364	1,6
Bank of New York	420 966	1,1
MP Pensjon	420 000	1,1
Pareto Verdi	403 624	1,0
Citybank	209 892	0,5
State Street Bank	200 790	0,5
Forsvarets Personellservice	175 700	0,5
Nortura konsernpensjon	150 000	0,4
Stenshagen Invest AS	147 100	0,4
Sparebanken Møre	140 000	0,4
<b>Totalt 20 største aksjonærer</b>	<b>32 751 000</b>	<b>84,0</b>
<b>Totalt 10 største aksjonærer</b>	<b>29 869 564</b>	<b>76,6</b>
<b>Totalt 1 304 norske aksjonærer</b>	<b>32 958 970</b>	<b>84,5</b>
<b>Totalt 105 utenlandske aksjonærer</b>	<b>6 041 030</b>	<b>15,5</b>
<b>Totalt antall aksjer på 1 409 eiere</b>	<b>39 000 000</b>	<b>100,0</b>

## Havila ASA

Overview of the largest shareholders at 31/12/12 / Oversikt over de største aksjonærene pr 31.12.12

Shareholder/Aksjonær	Aksjer/Shares	Andel/Interest	Address/Adresse
HAVILA HOLDING AS	15 227 130	51,2 %	FOSNAVÅG
ODIN OFFSHORE	2 042 500	6,9 %	OSLO
PARETO AKSJIE NORGE	1 687 795	5,7 %	OSLO
PARETO WORLD WIDE SHIPPING AS	1 617 433	5,4 %	OSLO
TORGHATTEN ASA	1 223 100	4,1 %	BRØNNØYSUND
MAVI XV AS	916 475	3,1 %	TRONDHEIM
PARETO AKTIV	713 615	2,4 %	OSLO
JEKI PRIVATE LIMITED	500 000	1,7 %	SINGAPORE
CARVALLO INTERNATIONAL LTD	394 726	1,3 %	SINGAPORE
PARETO VERDI VPF	356 600	1,2 %	OSLO
ODIN MARITIM	261 000	0,9 %	OSLO
PARETO OFFSHOREINVEST AS	231 062	0,8 %	OSLO
BAKKELY INVEST AS	214 800	0,7 %	ULSTEINVIK
KS ARTUS	203 800	0,7 %	ÅLESUND
PACIFIC CARRIERS LTD	185 926	0,6 %	SINGAPORE
VERDIPAPIRFONDET DNB	181 418	0,6 %	OSLO
HUSTADLUTT AS	167 859	0,6 %	MOLDE
OLAV MAGNE TVEITÅ	153 610	0,5 %	HORNNES
LØREN HOLDING AS	126 668	0,4 %	OSLO
PARETO SICAV	122 600	0,4 %	LUXEMBOURG
<b>20 STØRSTE</b>	<b>26 528 117</b>	<b>89,2 %</b>	
OTHER / ØVRIGE	3 215 326	10,8 %	
	<b>29 743 443</b>	<b>100,0 %</b>	

Overview of the largest shareholders at 31.12.11/Oversikt over de største aksjonærene pr 31.12.11

Shareholder/Aksjonær	Aksjer/Shares	Andel/Interest	Address/Adresse
HAVILA HOLDING AS	10 960 430	51,2 %	FOSNAVÅG
ODIN OFFSHORE	1 470 000	6,9 %	BRØNNØYSUND
TORGHATTEN ASA	1 223 100	5,7 %	OSLO
PARETO AKSJIE NORGE	1 172 260	5,5 %	OSLO
MAVI XV AS	916 475	4,3 %	OSLO
PARETO WORLD WIDE SHIPPING AS	831 622	3,9 %	OSLO
PARETO AKTIV	546 700	2,6 %	STORBRITANNIA
HAVSHIP II AS	370 200	1,7 %	OSLO
RBC DEXIA INVESTOR SERVICES TRUST	343 501	1,6 %	ÅLESUND
PARETO WORLD WIDE SHIPPING II AS	332 649	1,6 %	OSLO
VERDIPAPIRFONDET PARETO VERDI	281 600	1,3 %	ULSTEINVIK
KS ARTUS	203 800	1,0 %	HORNNES
CARVALLO INTERNATIONAL LTD	185 926	0,9 %	LYSAKER
PACIFIC CARRIERS LTD	185 926	0,9 %	HORNNES
BAKKELY INVEST AS	174 800	0,8 %	OSLO
PARETO OFFSHOREINVEST AS	166 324	0,8 %	MOLDE
HUSTADLUTT A/S	166 096	0,8 %	OSLO
EINAR KRISTIAN TVEITÅ	119 350	0,6 %	SINGAPORE
WILH. WILHELMSSEN HOLDING ASA	110 000	0,5 %	SINGAPORE
OLAV MAGNE TVEITÅ	103 850	0,5 %	ÅLESUND
<b>20 STØRSTE</b>	<b>19 864 609</b>	<b>92,8 %</b>	
OTHER / ØVRIGE	1 545 500	7,2 %	
	<b>21 410 109</b>	<b>100,00 %</b>	

## Solstad Offshore ASA

Aksjonærer med større enn 1% eierandel pr. 31.12.2012:

	Antall	Eierandel
Soff Holding AS	13 906 506	35,95 %
Ivan II AS	2 358 158	6,10 %
Pareto Aksje Norge	2 286 943	5,91 %
Skagen Vekst	1 938 650	5,01 %
Solstad Invest AS	1 861 604	4,81 %
Fidelity Low-Priced Stock Fund	1 150 000	2,97 %
Odin Offshore	1 055 204	2,73 %
Pareto Aktiv	970 002	2,51 %
Skips AS John	738 757	1,91 %
Solhav Invest X AS	563 080	1,46 %
Vindbalen AS	540 375	1,40 %
MP Pensjon PK	535 355	1,38 %
Pareto Verdi	517 642	1,34 %
RBC Dexia Investor Services BA	470 429	1,22 %
	28 892 705	74,68 %

**Aksjonærer med større enn 1% eierandel pr. 31.12.2011:**

	Antall	Eierandel
Soff Holding AS	13 906 506	35,95 %
Odin Norden	2 407 195	6,22 %
Ivan II AS	2 358 158	6,10 %
Pareto Aksje Norge	2 185 888	5,65 %
Skagen Vekst	1 938 650	5,01 %
Solstad Invest AS	1 861 604	4,81 %
Fidelity Low-Priced Stock Fund	1 250 000	3,23 %
Pareto Aktiv	1 010 942	2,61 %
Odin Offshore	814 400	2,11 %
Penny AS	738 757	1,91 %
Solhav Invest X AS	563 080	1,46 %
Pareto Verdi	555 839	1,44 %
MP Pensjon PK	535 355	1,38 %
RBC Dexia Investor Services BA	470 429	1,22 %
	<b>30 596 803</b>	<b>79,09 %</b>

## Dof ASA

Largest shareholders as of 31.12.12

	No. shares	Shareholding	Voting shares
Megster Offshore AS	56 876 050	51,22 %	51,22 %
Pareto Aksje Norge	6 363 379	5,73 %	5,73 %
Skagen Vekst	5 762 213	5,19 %	5,19 %
Momentum Investments Inc	4 327 079	3,90 %	3,90 %
Odin Offshore	2 820 553	2,54 %	2,54 %
Pareto Aktiv	2 701 297	2,43 %	2,43 %
Odin Norge	2 570 580	2,31 %	2,31 %
MP Pensjon PK	2 325 600	2,09 %	2,09 %
Pareto Verdi	1 439 684	1,30 %	1,30 %
Vesterfjord AS	1 027 650	0,93 %	0,93 %
Kanabus AS	1 004 684	0,90 %	0,90 %
Moco AS	1 002 051	0,90 %	0,90 %
Odin Maritim	765 247	0,69 %	0,69 %
Verdipapirfondet DNB SMB	655 000	0,59 %	0,59 %
Skandinaviska Enskilda Banken	531 501	0,48 %	0,48 %
Mustad Industrier AS	530 000	0,48 %	0,48 %
Pareto SICAV	467 046	0,42 %	0,42 %
Pactum AS	450 000	0,41 %	0,41 %
Forsvarets Personellservice	436 500	0,39 %	0,39 %
UBS AG, London Branch	377 124	0,34 %	0,34 %
<b>Total</b>	<b>92 433 238</b>	<b>83,23 %</b>	<b>83,23 %</b>
Total other shareholders	18 618 110	16,77 %	16,77 %
<b>Total no of shares</b>	<b>111 051 348</b>	<b>100 %</b>	<b>100 %</b>

## Largest shareholders as of 31.12.11

	No. shares	Shareholding	Voting shares
MØGSTER OFFSHORE AS	56 876 050	51,22 %	51,22 %
ODIN NORGE	7 178 214	6,46 %	6,46 %
PARETO AKSJE NORGE	6 234 692	5,61 %	5,61 %
SKAGEN VEKST	5 702 213	5,13 %	5,13 %
PARETO AKTIV	2 844 930	2,56 %	2,56 %
ODIN OFFSHORE	2 451 563	2,21 %	2,21 %
MP PENSJON PK	2 325 600	2,09 %	2,09 %
PARETO VERDI	1 570 373	1,41 %	1,41 %
VESTERFJORD AS	1 027 650	0,93 %	0,93 %
KANABUS AS	987 684	0,89 %	0,89 %
MUSTAD INDUSTRIER AS	700 000	0,63 %	0,63 %
MOCO AS	638 100	0,57 %	0,57 %
NORDEA BANK NORGE ASA	614 043	0,55 %	0,55 %
ODIN MARITIM	579 800	0,52 %	0,52 %
SKANDINAVISKA ENSKILDA BANKEN	530 487	0,48 %	0,48 %
FORSVARETS PERSONELLSERVICE	436 500	0,39 %	0,39 %
PACTUM AS	400 000	0,36 %	0,36 %
UBS AG, LONDON BRANCH	399 334	0,36 %	0,36 %
PARETO SICAV	382 246	0,34 %	0,34 %
DNB NOR SMB	375 000	0,34 %	0,34 %
Total	92 254 479	83,07 %	83,07 %
Total other shareholders	18 796 869	16,93 %	16,93 %
<b>Total no. of shares</b>	<b>111 051 348</b>	<b>100 %</b>	<b>100 %</b>

## Vedlegg 17: Gjennomsnittlig EV/EBITDA multipl for shipping bransjen

Graph 5: Average EV/EBITDA multiples by business segments

