

BE208E 000

Bacheloroppgave innen Økonomistyring og Regnskap

Verdsettelse av Frontline Ltd.

Av Per Kristian Husøy og Nils Ole Jentoft

Bodø

Abstract

The topic of this paper is valuation of the Bermuda-based tanker company Frontline Ltd. They are the world leading company in transportation of crude oil, and operate one of the world largest tanker fleets. Frontline is listed in three markets; the Oslo Stock Exchange, the New York Stock Exchange and on the London Stock Exchange.

We have used two different approaches to find their fair value. The first approach is through estimating the prices of their assets, which are mainly ships. We used prices from secondhand markets to determine the market value of the company's assets. By applying this method we came to the conclusion that Frontline are worth a total of \$ 1,288 billion. Which is about 19,6 % below their market value.

For the second approach we estimated CAPM (Capital asset pricing model) and WACC (Weighted average cost of capital), and used these to discount their future cash-flows. We estimated their future cash flows on the basis of accounting and strategic analyses of the company and the industry. By doing so we calculated three scenarios. Through a weighted average of the scenarios, we concluded that Frontline is worth a total of \$ 1,21 billion. This is 22,9 % below their market value.

We have weighted the two approaches in 30 % market value approach and 70% discounted cash flow approach, due to the share of workload and the relevancy of the two methods. This means that based on our calculations, the company is worth a total of \$ 1,235 billion.

Forord

Som ett ledd i den 3-årige bachelorutdanningen i økonomi og ledelse ved Handelshøgskolen i Bodø, har vi våren 2011 skrevet en bacheloroppgave. Oppgaven baserer seg på profileringen “regnskap og økonomistyring”, og den utgjør 15 studiepoeng av vårsemesteret.

Oppgaven er en verdsettelse av det børsnoterte shippingsselskapet Frontline Ltd. Grunnen for at vi valgte en verdsettelsesoppgave er at vi synes det er ett av de mest interessante temaene innenfor profileringen. Bakgrunnen til at vi valgte å verdsette Frontline er blant annet selskapets sterke tilknytting til Norge, i form av hovedaksjonær John Fredriksen. I tillegg synes vi det er fasinerende hvordan selskapets inntjening har svingt fra det formidable til det elendige over årenes løp.

Til slutt ønsker vi å rette en stor takk til vår veileder, Universitetslektor Einar Torrissen for lange samtaler og gode råd gjennom oppgavens forløp.

Handelshøgskolen i Bodø, ved Universitetet i Nordland, 20. mai 2011.

Per Kristian Husøy

Nils Ole Jentoft

Sammendrag

Problemstillingen som blir lagt til grunn for denne oppgaven er:

“Hva er verdien av det børsnoterte selskapet Frontline Ltd?”

Pr 18. mai 2011 var Frontline sin aksjekurs \$20,58. noe som gjør at selskapet verdsettes til ca \$1,6 mrd. Gjennom å utføre strategiske og regnskapsmessige analyser har vi fått en god innsikt over de faktorene som påvirker Frontline sin verdiskapning. Det vi lærte av analysene har vi tatt med oss når vi har brukt ulike verdsettelsesmodeller til å komme frem til en verdi som Frontline forsvarer.

De fleste verdsettelsesmodellene vi har brukt tar utgangspunkt i avkastningskrav. Vi har funnet avkastningskrav til egenkapitalen ved å bruke CAPM og avkastningskrav for totalkapitalen ved å bruke WACC. Våre beregninger gir en CAPM-verdi på 7,04% og en WACC- verdi på 5,29%.

Avkastningskravet brukte vi til å neddiskontere de fremtidige frie kontantstrømmene. De beregnet vi ut ifra 3 scenarioer. Vi kalte scenarioene for Bull, Bear og Basis, som representerer hhv ett positivt utfall, ett negativt utfall og det utfallet som er mest sannsynlig. Disse scenarioene har vi vektet, slik at vi kom frem til en verdi av selskapet på \$ 1,21 mrd.

Vi beregnet også substansverdien av selskapet. Dette gjorde vi ved å estimere en pris for hvert enkelt skip i flåten deres. På bakgrunn av dette kom vi frem til at de operer en flåte som har en markedsverdi på \$ 3,450 mrd. Når vi legger til verdien av deres omløpsmidler og andre eiendeler, for så å trekke fra gjelden kommer vi frem til selskapets substansverdi. Denne verdien har vi beregnet til \$ 1,288 mrd.

Nå har vi to forskjellige verdiberegninger, som egentlig er ganske like. Likevel har vi valgt å vektlegge de forskjellige metodene med 70 % kontantstrøm og 30 % substansverdi. Dette gjør at vi kom frem til en endelig konklusjon på selskapets verdi. Verdien av Frontline har vi beregnet til \$ 1,235 mrd. Dette er 22,9 % under markedsbasert verdi.

Innholdsfortegnelse

Innhold

1.	Innledning.....	1
1.1.	Valg av oppgave.....	1
1.2.	Problemstilling	1
1.3.	Hensikt.....	1
1.4.	Om selskapet	2
1.4.1.	Visjon og strategi.....	2
1.4.2.	Operasjonell virksomhet.....	3
1.4.3.	Flåten	3
1.4.4.	Kursutvikling.....	4
1.5.	Shippingbransjen	4
1.5.1.	Shipping og verdenshandel.....	4
1.5.2.	Flåte og handelsruter	5
1.5.3.	Andrehåndsmarkedet for skip	6
2.	Metode	7
2.1.	Innledning.....	7
2.2.	Forberedelse.....	7
2.3.	Forskningsspørsmål/Problemstilling	8
2.4.	Forskningsdesign	8
2.5.	Datainnsamling	8
2.6.	Dataanalyse	9
2.7.	Rapportering.....	9
2.8.	Reliabilitet	10
2.9.	Validitet	10
3.	Teori.....	11
3.1.	Avkastningskrav	11
3.1.1.	CAPM.....	11
3.3.2.	Multiplikatormodeller.....	17
3.3.3.	P/E – Pris/fortjeneste	17
3.3.4.	P/B – Pris/bokført egenkapital.....	18
3.3.5.	Kontantstrømbaserte modeller.....	18
3.3.6.	Avvik som konsekvens av usikkerhet	19

3.3.7. Residualfortjenestemodeller	19
3.3.8. EVA.....	20
4. Empiri.....	25
4.1. Strategisk analyse	25
4.1.1. Makroøkonomiske forhold	25
4.1.2. Valuta	25
4.1.3. Inflasjon.....	26
4.1.4. Oljeprisen	27
4.2. Bransjeanalyse (ekstern) – Five forces	27
4.2.1. Leverandørens forhandlingsstyrke/makt	27
4.2.2. Etableringstrussel fra inntrengere.....	28
4.2.3. Trusler fra substitutter	29
4.2.4. Kunders forhandlingsstyrke.....	29
4.2.5. Rivalisering mellom bedriftene	30
4.2.6. Oppsummering strategisk analyse	31
4.3. Intern analyse – SWOT	32
4.3.1. Styrker	32
4.3.2. Svakheter.....	33
4.3.3. Muligheter.....	33
4.3.4. Trusler	34
4.4. Beregning av avkastningskrav Her vil vi vise hvordan vi beregner CAPM og WACC. .	35
4.4.1. Fastsetting av betaverdi	35
4.4.2. CAPM.....	36
Tabell 1 - CAPM-beregning.....	37
4.4.3. WACC	37
4.4.4. Oppsummering	38
4.5. Regnskapsanalyse.....	38
4.5.1. Valg av nøkkeltall	38
4.5.2. Lønnsomhet.....	39
4.5.3. Finansiell / Likviditet.....	39
4.5.4. Aksjerelaterte.....	40
4.5.5. Resultatene fra regnskapsanalysen.....	40
4.5.6. Lønnsomhet.....	41
4.5.7. Soliditet.....	42

4.5.8.	Finansielle / aksjerelaterte	43
4.5.9.	Oppsummering	43
5.	Verdsettelse	44
5.1.	Innledning	44
5.2.	Substansverdi	44
5.3.	Finanskrisen og shippingbransjen	46
5.3.1.	Tankbransjen i starten av 2011	47
5.4.	Valg av måleparametre:	49
5.4.1.	Oljekonsum	50
5.4.1.1.	Bull-scenariet	51
5.4.1.2.	Basis-scenariet	51
5.4.1.3.	Bear-scenariet	52
5.4.2.	Verdens tankerflåte	53
5.4.2.1.	Bull-scenario	55
5.4.2.2.	Basis-scenario	56
5.4.2.3.	Bear-scenario	57
5.4.3.	Flåteproduktivitet	59
5.4.3.1.	Bull-scenariet	60
5.4.3.2.	Basis-scenariet	61
5.4.3.3.	Bear-scenariet	61
5.4.4.	Oppsummering scenarioanalyse	61
5.5.	Kontantstrømmodeller	63
5.6.	Dividendemodellen	63
5.7.	Fri kontantstrøm	63
5.8.	EVA – Economic Value Added	64
5.9.	Multipelmodeller	64
5.10.	Samlet verdsettelse kontantstrøm	65
5.11.	Oppsummering resultater	66
6.	Konklusjon	66
	Bibliografi	68
	Appendiks	72

Tabelloversikt

Tabell 1 - CAPM-beregning	37
Tabell 2 - Beregning gjennomsnittlig rentebærende gjeld	37
Tabell 3 - WACC-beregning.....	38
Tabell 4 - Resultat av regnskapsanalyse	41
Tabell 5 - Totale inntekter og kostnader.....	42
Tabell 6 - Overslag Q1 2011	48
Tabell 7 - Verdens forbruk av olje 2009 – 2035	50
Tabell 8 - Flåtevekst og ROE 1999-2009.....	54
Tabell 9 - Scenarioanalyse: Flåteutvikling BULL.....	56
Tabell 10 - Scenarioanalyse: Flåteutvikling BASIS	56
Tabell 11 - Scenarioanalyse: Flåteutvikling BEAR.....	57
Tabell 12 - Scenarioanalyse: Flåteproduktivitet	60
Tabell 13 - Scenarioanalyse: Oppsummering	62
Tabell 14 - Resultater: Dividendemodell	63
Tabell 15 - Resultater: Fri kontantstrøm.....	64
Tabell 16 - Resultater: EVA Beregninger se vedlegg (07)	64
Tabell 17 - Resultater: Multiplikatormodeller.....	65
Tabell 18 - Resultater: Vektet kontantstrømvurdering	66

Figurerliste

Figur 1: Kursutvikling Frontline 17.09.1997 – (Hegnar, 2011)	4
Figur 2 - Handelsruter: VLCC og Suezmax, bildet er tegnet med utgangspunkt i informasjon fra (Frontline Ltd., 2011)	6
Figur 3 - Dividende/kvartil, og kursutvikling i samme periode.....	17
Figur 4 - Michael Porter's Five Forces Kilde: Løwendahl og Wenstøp (2010)	22
Figur 5 - Utviklingen i verdensflåten	26
Figur 6 - Porters five forces - Frontline.....	31
Figur 7 Betaberegning Frontline	36
Figur 8 - Grafisk fremstilling av lønnsomhetsanalyse.....	41
Figur 9 - Grafisk fremstilling av soliditetsanalyse	42
Figur 10 - Finansielle nøkkeltall - Børsrelaterte	43
Figur 11 - Tankrater 2001 – 2010	46
Figur 12 – Tankmarkedet: Desember 2010 - Mai 2011Kilde: RS Platou (Weekly Rates 2011) ..	49
Figur 13 - Scenarioanalyse: Oljekonsum 2010-2015	52
Figur 14 - Scenarioanalyse: Endring Oljekonsum 2010-2015	53
Figur 15 - Scenarioanalyse: Forventet flåteutvikling total tonnasje 2010-2035	58
Figur 16 - Scenarioanalyse: Forventet flåteutvikling per år 2010-2015.....	58
Figur 17 - Scenarioanalyse: Flåteproduktivitet	60

Shippingterminologi/ Forkortelser

Ballast: Å fylle skipet med vann når man seiler uten last. Gjøres for å holde skipet dypere i vannet og sikre en tryggere og mer stabil seilas.

Cgt: Compensated gross tonnage, måleenhet brukt for å sammenlikne skip med forskjellige egenskaper. I beregningen inngår både dødvekt og nødvendig arbeidsmengde som hver sin faktor.

Dwt.: Dødvekttonn, total mulig vekt av last, drivstoff og lignende et skip kan bære.

OBO: Oil/Bulk/Ore, skip med mulighet for frakt av både våt og tørr last.

Suezmax: Tradisjonelt den båtklassen som møter de øvre begrensningene på størrelse for å passere gjennom Suez-kanalen ved egypt. Skip mellom 120 000 og 170 000 dwt.

VLCC: Very Large Crude Carrier - Skip mellom 200 000 og 320 000 dwt

Appendiks

Vedlegg 1- Tallmateriale og graf som bevis for valutaforskjellers påvirkning

Vedlegg 2 – Avskrivninger

Vedlegg 3 – Verdiestimat av flåte og substansverdiberegning

Vedlegg 4 – Årsregnskap Bull

Vedlegg 5 – Årsregnskap Basis

Vedlegg 6 – Årsregnskap Bear

Vedlegg 7 – EVA

Vedlegg 8 – Fri kontantstrøm Bull

Vedlegg 9 - Fri kontantstrøm Basis

Vedlegg 10 – Fri kontantstrøm Bear

Nøkkelord

- Verdsettelse
- Verdivurdering
- Frontline
- Shipping
- Stock
- Børs
- Beta
- CAPM
- WACC
- Strategisk analyse

1. Innledning

1.1. Valg av oppgave

Fra første forelesningsdag i dette studieåret har vi blitt påminnet om at man burde starte tankeprosessen angående tema for bacheloroppgaven. Det tipset vi har fått høre flest ganger er at dette er en oppgave man blir å bruke veldig mye tid på, derfor burde man velge ett tema som man interesserer seg for. Når vi bestemte oss for å skrive sammen brukte vi relativt kort tid på å komme frem til de to temaene vi syntes var mest aktuelle innenfor vår profilering. Temaene var risikohåndtering og verdsettelse. Etter noen uker med grubling endte vi til slutt opp med at vi ville verdsette ett selskap. Vi er begge medlemmer av Børsgruppen, en undergruppe av Handelshøgskolen i Bodø sin Studentforening, og har i den forbindelse deltatt på en rekke konkurranser som går utpå å forvalte en portefølje. Vurderingene bak porteføljen man har valgt har vært preget av stor tilfeldighet, noe som ga varierende resultat. Dette har bidratt til en økt interesse for børsen og det som styrer dens utvikling. Basert på dette og det faktum at vi begge vurderer å ta en masterutdanning innen finans, mente vi at det ville bli svært interessant å verdsette ett børsnotert selskap.

1.2. Problemstilling

“Hva er verdien av det børsnoterte selskapet Frontline Ltd?”

Vi ønsker å se på hva verdien av Frontline Ltd er, utover selve markedsverdien av aksjene. Ettersom verdsettelse anses å være ferskvare er det uinteressant å se på hva verdien har vært for en stund tilbake i tid siden. Derfor vil vi prøve å sette verdsettelsestidspunktet så nært ferdigstillingen av denne oppgaven som mulig. Det vil si at vi vil benytte oss av den nyeste informasjonen vi besitter. På denne måten vil verdsettelsestidspunktet være den dagen vi avslutter våre analyser.

1.3. Hensikt

Børsnoterte selskaper har en markedsverdi som er gitt ut ifra den aksjekursen som selskapet innehar til enhver tid. Kursen blir påvirket av både interne og eksterne faktorer, som igjen baserer seg på forventninger til selskapet. Dersom noe skulle hende slik at det blir bedre forventninger til selskapets fremtidige inntjening, vil markedet reagere på den hendelsen ved

at det blir større etterspørsel etter aksjen og aksjekursen vil stige. Dersom det skulle skje noe negativt rundt selskapet, vil det motsatte skje, og kursen synker.

Hensikten med å verdsette ett selskap er å kunne legge frem en kvalifisert begrunnelse for verdien til ett selskap, og på den måten vurdere om det er en feilprising i markedet. I en investeringssammenheng vil man på bakgrunn av vurderingen enten selge eller kjøpe aksjen. Frontline er en aksje som er åpen for shorting. Det gjør at man kan selge aksjen deres selv om man ikke eier aksjer i selskapet. Ved å gjøre dette vil man ha muligheten til å tjene penger

1.4.Om selskapet

Frontline AB var et tankrederi som ble stiftet i Sverige i 1985. Selskapet var notert på Stockholmsbørsen fra 1989 til 1997. John Fredriksen kjøpte seg opp i Frontline i 1966. Som største aksjonær var han i mai 1997 med på avgjørelsen om å flytte selskapet til Bermuda. Samtidig som dette skjedde ble Frontline notert på Oslo Børs. Selskapet kjøpte i 1997/98 et annet Bermudabasert selskap, London & Overseas Freighters, og ble med det notert ved både Londonbørsen og et mindre marked administrert av børs konsernet NASDAQ. Høsten 2001 ble imidlertid denne avtalen avsluttet, og selskapet ble notert på New York-børsen (Company Facts - History; ss. 20-21).

I dag er selskapet blant de 25 mest handlede selskapene på Oslo Børs, og selskapet er en del av OBX indeks-derivatet i Oslo. Selskapet er kjent som en såkalt utbyttmaskin, hvilket betyr at selskapet gir store deler av årsresultatet som utbytte til aksjonærene. I 2010 gav selskapet dividende tilsvarende \$ 2,00, mens EPS samme år var \$ 2,07.

Selskapet er verdens største tankrederi målt i dwt (TANKER Operator, 2010) og hadde i 2010 en inntjening på \$ 1,165 milliarder og et resultat på \$ 161 millioner.

1.4.1. Visjon og strategi

Selskapets visjon er, som de skriver det på nettsidene sine, “to provide the customers with a flexible and reliable transportation service, and use this flexibility to develop unique industrial relations that will give material benefits to the customers as well as to the Company, shareholders and employees” (Company Facts - Strategy, 2011).

Selskapets strategi tar utgangspunkt i syv prinsipper som de oppgir på sin hjemmeside.

1. “emphasising operational safety and quality maintenance for all of its vessels;
2. complying with all current and proposed environmental regulations;
3. outsourcing technical operations and crewing;
4. achieving low operational costs of vessels;

5. achieving high utilisation of its vessels;
6. competitive financing arrangements; and
7. develop relationship to main charterers.”

(Company Facts - Strategy, 2011)

1.4.2. Operasjonell virksomhet

Frontline sitt forretningsområde er eierskap, samt delvis drift av olje- og petroleumstransporterende tankskip og såkalte OBO skip. Selskapet eier skip i to forskjellige klasser, VLCC og Suezmax. Skipene opereres i all hovedsak gjennom datterselskaper eller andre tilknyttede selskaper i andre land, ofte fra såkalte skatteparadis (Bahamas, Bermuda, Cayman Islands osv.). Frontline eier også driftsselskaper registrert i Norge og Storbritannia.

1.4.3. Flåten

Frontline opererte per 31.12.2010 17,6 millioner dwt, fordelt på 73 skip. Selskapet opererer 44 VLCCer og 21 Suezmaxer som de enten eier selv eller som er chartret inn. Det er disse som brukes til frakt av olje. I tillegg så charterer de 8 Suezmax OBO som brukes til å frakte tørrlast. I 2010 sto tanktransport for \$ 1 023 millioner av inntektene, mens tørrlasttransport sto for \$ 136 millioner av den totale inntjeningen i selskapet.

Gjennomsnittsalderen på VLCCene Frontline eier er 10 år, mens Suezmax-tankerne deres i snitt er 12 år. OBOene selskapet charterer inn har en gjennomsnittsalder på 20 år.

Gjennomsnittsalderen i bransjen er 9 år for tankskip og 22 år for OBO-skip, noe som gjør at Frontline har en flåte som er 1-2 år eldre enn gjennomsnittet (ss. 17,24).

1.4.4. Kursutvikling



Figur 1: Kursutvikling Frontline 17.09.1997 – (Hegnar, 2011)

Den 17. september 1997 var første dag Frontline Ltd. ble handlet på Oslo Børs. Som man ser av Figur 1, har aksjekursen, og dermed selskapsverdien, hatt store variasjoner.

Toppnoteringen kom 7. november 1997, hvor aksjen sto i 395 kr. Den høyeste noteringen etter at Frontline 12. mai 1998 konsoliderte London & Overseas Freighters, kom 22. og 23. november 2004. Da aksjen hadde toppnoteringer på 388 kr/aksje. I 2004 tilsvarte dette en markedsverdi for egenkapitalen på rundt 30 milliarder kroner. Aksjens bunnotering kom 15. desember 1998. Da aksjen ble handlet for 8,5 kr/aksje. Det tilsvarer en markedsverdi på selskapet på ca. 662 millioner kroner.

Aksjen ble i stor grad påvirket negativt av finanskrisen. Der selskapet 24. juli 2008 ble handlet på 353 kr, hadde kursen sunket til 139,99 kr samme dag året etter. 14. april 2009 var det enkelte handler helt nede i 107 kr/aksje. I løpet av 181 handelsdager hadde verdier for 19,1 milliarder kroner forsvunnet. I 2011 har Frontlineaksjen gått fra å svinge mellom 140 kr og 160 kr gjennom vinteren, til å bli handlet helt ned på 115 kr.

1.5. Shippingbransjen

1.5.1. Shipping og verdenshandel

I løpet av ett år transporteres rundt 1 milliard tonn varer, med en samlet verdi på ca. 4,6 milliarder dollar over verdenshavene (World Shipping Council, 2007). Samlet sett står sjøtransport for rundt 90 % av all transport av rå- og ferdigvarer i verden (International Maritime Organization, 2009, s. 7). Dagens verdensflåte består av rundt 50 000 skip, fordelt

på rundt 6,6 milliarder kompenserte gross tonn (cgt) i kommersiell transport av rå- og ferdigvarer (Marisec.org, 2010; The Platou Report 2011).

1.5.2. Flåte og handelsruter

Shippingbransjen deles grovt sett inn i 6 kategorier. Fordelingen skjer på bakgrunn av hva som fraktes og skipenes egenskaper. Containerskip frakter varer, tørrlastfartøy (bulk) frakter råvarer (jernmalm o.l.), tankskip frakter olje og petroleumsprodukter, mens ferger og cruiseskip frakter mennesker og kjøretøy. Den sjettede kategorien skip er såkalte spesialistskip som sjeldent gjør fraktoppdrag, men heller utøver tjenester for andre skip eller utfører installasjoner i, på og under vann (eksempler på dette er forsyningskip og ankerhånderingsfartøy).

Råvare (tank og bulk) og containertransport utgjør nesten 75 % av verdensflåten målt i cgt, og tankbransjen står alene for 23 % av den totale flåten målt i cgt. Målt i dwt har tanksektoren en totalvekt pr. 31.12.2010 på 432 millioner dwt (The Platou Report 2011). Tonnasjen er relativt jevnt fordelt på de forskjellige vektklassene.

Forskjellige skip er tilpasset forskjellige ruter. En generell regel er at desto større skip er, desto lengre seilaser benyttes de på. Dette er pga at driftskostnadene og lasteevnen ikke øker proporsjonalt med størrelsen på skipene. Vi vil konsentrere oss om de typiske VLCC- og Suezmax-rutene (se Figur 2 - Handelsruter: VLCC og Suezmax), fordi det er de mest relevante rutene for denne oppgaven. VLCC-skip kan også kalles Malaccamax, fordi de største VLCC-ene tangerer de nødvendige dimensjonene for å komme seg gjennom Malaccastredet mellom Malaysia og Indonesia. De store omveiene man må ta hvis man har skip som er større enn VLCCen har gjort VLCC til den mest brukte skipsklassen i oljefrakt fra Persiabukten og Vest-Afrika, og til Kina, Japan og Korea. For utenom handelsveien mot Østen er VLCC ofte brukt som frakteskip av olje fra Persiabukten og til Vest-Europa og USA. Suezmax på sin side brukes ofte over kortere ruter, hvor Vest-Afrika til Vest-Europa eller USA er en vanlig rute. Det samme gjelder for transport av olje over Middelhavet. Suezmax er, som navnet indikerer, maksgrensen for skip som går i handel gjennom Suezkanalen.



Figur 2 - Handelsruter: VLCC og Suezmax, bildet er tegnet med utgangspunkt i informasjon fra (Frontline Ltd., 2011)

1.5.3. Andrehåndsmarkedet for skip

På tross av at skip er svært store konstruksjoner er markedet for eldre skip et av de mest velfungerende andrehåndsmarkedene i verden. Markedet er likvid, noe som resulterer i at prisen på et skip tilsvarer noenlunde nåverdien av forventede fremtidige kontantstrømmer. Det er derfor mulig å finne priser på både nye, 5 og 10 år gamle skip i forskjellige størrelser. Prisene standardiseres gjerne i forhold til en standardvekt innenfor sin klasse, men det er relativt lineære sammenhenger i kapasitet og tonnasje, noe som gjør det mulig å estimere ett verdianslag på de fleste skip.

2. Metode

2.1. Innledning

I dette kapittelet vil vi redegjøre for hele forskningsprosessen knyttet til vår oppgave. Dette innebærer valg av blant annet metode og forskningsdesign, samt prosessene rundt dette.

”Metode er planmessige hendelser som utføres ved hjelp av systematiske verktøy. Metode dreier seg om hvordan vi innhenter, organiserer og tolker informasjon”

(Grenness, Innføring i vitenskapsteori og metode, 2001)

I metodelitteraturen skiller man normalt mellom to forskjellige typer metode, kvalitative og kvantitative. Der de kvalitative metodene ofte baserer seg på intervjuer eller observasjoner, baserer de kvantitative metodene seg på blant annet spørreskjema. En av de store forskjellene er at kvalitativ metode oftest går i dybden på et emne med få informanter, mens kvantitativ metode ofte har mer data pga flere respondenter.

Forskningsprosessen er en prosess som kan deles inn i følgende fire faser:

1. Forberedelse
2. Datainnsamling
3. Dataanalyse
4. Rapportering

(Johannessen, Kristoffersen, & Tufte, 2008)

2.2. Forberedelse

Forberedelsen tar utgangspunkt i at man har ett emne man ønsker å undersøke. Når man har ett slikt emne gjelder det å fordype seg i dette i form av ett litteraturstudium, slik at man har ett grunnlag for å komme frem til de forskningsspørsmålene/problemstillingen man ønsker svar på.

Når vi begynte å lete etter emne å skrive bacheloroppgave om, var vi innom de fleste temaer i økonomistyringsfaget. De temaene vi syntes var mest interessante var risikohåndtering og verdsettelse. Til slutt endte vi altså opp med verdsettelse som tema. Da vi fant ut at vi hadde

lyst til å verdsette ett selskap, var vi nødt til å finne ut hvilket selskap vi hadde lyst til å verdsette. Etter å ha bladd gjennom selskapene på Oslo børs kom vi til slutt over shippingselskapet Frontline. Da vi fikk lest oss opp på bransjen og om selskapet fant vi ut at det hørtet interessant ut, derfor valgte vi Frontline i vår oppgave.

2.3.Forskningsspørsmål/Problemstilling

“Problemstillingen er vanligvis spørsmål som viser hva undersøkelsen skal gi svar på.”

(Johannessen, Kristoffersen, & Tufte, 2008) Formuleringen av problemstilling er svært viktig. Det er den som danner grunnlaget for hva slags metode, teori og forskningsdesign man skal benytte seg av i en oppgave.

Som nevnt innledningsvis er vår problemstilling:

“Hva er verdien av det børsnoterte selskapet Frontline Ltd?”

2.4.Forskningsdesign

Når man har formulert problemstillingen tar man stilling til forskningsdesign. Dvs. hvordan man griper oppgaven fra starten av og til den er ferdig. Kvalitative forskningsdesign kan være fenomenologi-, etnografi- og caseundersøkelser. Bruk av spørreskjema er et vanlig kvantitativt design. Hvilken design man velger vil avgjøre hvilken tilnærming man har til det som skal undersøkes, og hvordan man henter inn data. Det fører til at forskningsdesign er “alt” som knyttes til en undersøkelse. (Johannessen, Kristoffersen, & Tufte, 2008)

I vår situasjon er det en del som er gitt med tanke på forskningsdesign. Med innleveringsfrist 20. mai vet vi hvilket tidsrom oppgaven skal utføres i, noe som legger visse begrensninger. Vår problemstilling gjør at vi skal gjennomføre ett slags casestudium. Casestudie har ofte en kvalitativ tilnærming, men kan også gjøres kvantitativ. Flere trekk med en casestudie er at man setter seg grundig inn i det som undersøkes og samler inn mye data. (Johannessen, Kristoffersen, & Tufte, 2008)

2.5.Datainnsamling

Formålet med å samle inn data er å få representativ dokumentasjon om det som skal undersøkes. (Johannessen, Kristoffersen, & Tufte, 2008) Børsnoterte selskaper har ikke lov å

gi kurssensitiv informasjon utenom det som er allment kjent. Dersom man hadde handlet aksjer basert på kurssensitiv informasjon ville det blitt kategorisert som innsidehandel. På grunn av dette vil vår oppgave kun legge til grunn data som er tilgjengelig for alle. Slik informasjon vil i hovedsak bli kategorisert som sekundærdata. Sekundærdata er “data frembrakt uavhengig av undersøkelsen vår” (Grenness, Innføring i vitenskapsteori og metode, 1997, s. 154). En verdsettelse består i stor grad av tall, derfor er bokholderidata mye brukt i den sammenhengen. Mesteparten av dataene vi har brukt er hentet fra internett. På Frontline sine hjemmesider ligger det årsrapporter helt tilbake til 1996. Selv om dataens relevans blir mindre desto eldre de blir, så har man masse historiske data man kan benytte seg av. Vi har også benyttet oss av en del informasjon fra Platou, som er en skips- og offshoremegler. De publiserer mye data og statistikk om historiske utviklinger angående rater, priser og bransjen, samt antagelser om den videre utviklingen. Antagelser om fremtiden er viktig å legge til grunn i en verdsettelse, da det er det som styrer selskapets videre utvikling. Shippingbransjen er en stor bransje og det vil derfor være masse tilgjengelig informasjon. Til tross for at det er mye tilgjengelig informasjon, så er den aller beste og mest oppdaterte informasjonen veldig dyr å få tak i, pga at det er en veldig pengesterk sektor. Databaser med dagsrater på skip og rapporter om bransjens fremtidsutsikter koster gjerne flere tusen kroner. Noen rapporter kan være i en prisklasse på \$5000. Slike summer føler vi det ikke er verdt å bruke på en bacheloroppgave, men i en tenkt situasjon der man har den beste informasjonen tilgjengelig vil dette ført til en mer presis verdsettelse.

2.6.Dataanalyse

Tolking av data er den viktigste delen av en undersøkelse. (Johannessen, Kristoffersen, & Tufte, 2008) For å få en god oversikt om Frontline sin situasjon har vi gjennomført strategiske analyser. Disse analysene baserer seg på den informasjonen vi har tilegnet oss om selskapet og bransjen. Da verdsettelse baserer seg mye på tall har vi brukt en del matematiske metoder i våre analyser. I tillegg har vi lagt inn mye data i Microsoft Excel, og brukt de funksjonene som er der for å bygge opp om våre analyser.

2.7.Rapportering

Rapporteringen av resultatene i vår undersøkelse blir presentert her i form av vår bacheloroppgave. Pensumlitteratur og all annen informasjon vi har benyttet oss av er oppgitt i kildelisten bakerst.

2.8. Reliabilitet

Av engelsk “*reliability*”, som betyr pålitelighet. For at en undersøkelse skal være pålitelig er man nødt til å etterstrebe og ha mest mulig seriøse kilder for dataene, samt å bearbeide dataene slik at man har grunnlag for de konklusjonene man trekker. Vi mener at informasjonen vi har hentet inn har svært høy reliabilitet. Årsrapportene til Frontline er utformet etter de lover og regler som gjelder. Vi har også hentet inn informasjon fra Oslo børs og Platou som begge er tunge seriøse aktører på sine felt.

2.9. Validitet

Data er representasjoner av virkeligheten. Validitet er et begrep som er knyttet til hvor relevant den dataen man har representerer virkeligheten man undersøker. Verdsettelse mener vi er ferskvare. Derfor er det ikke hensiktsmessig å undersøke verdien av ett selskap langt tilbake i tid. For å verdsette Frontline vil vi derfor bruke den nyeste informasjonen vi har tilgjengelig. Dette gjør vi for at oppgaven skal få en høyest mulig validitet, i den grad at verdsettelsen representerer dagens virkelighet. Ifølge Kinserdal (2005) er ikke verdsettelse en eksakt vitenskap. En verdsettelse trenger derfor ikke å representere virkeligheten på en korrekt måte, da den kan være påvirket av subjektive meninger og forutsettelser. Ved børsnoterte selskaper er det slik at man har en fasit for hva ett selskap er verdt i form av børskursen, i og med at kursen svinger på bakgrunn av all tilgjengelig informasjon. Likevel prøver man å verdsette selskaper, for å undersøke om det kan eksistere en feilprising fra markedet.

3. Teori

3.1. Avkastningskrav

Det er mange metoder man kan bruke for å verdsette ett selskap, og i mange av disse metodene benytter man seg av et avkastningskrav. Det vil si en investors forventede avkastning på en risikofylt investering. Da en liten endring i avkastningskravet kan føre til store endringer i selskapsverdien, har fastsettingen av avkastningskravet enormt mye å si for verdsettelsen. For å fastsette avkastningskravet finnes det flere forskjellige teorier, deriblant CAPM (*Capital Asset Pricing Model*) og WACC (*Weighted Average Cost Of Capital*). Begge disse teoriene danner grunnlaget for matematiske formler, som ved anvendelse gjør at man kommer frem til eksakte svar. Det er derimot viktig å presisere at fastsettelse av avkastningskrav, og verdsettelse generelt er “langt fra noen eksakt vitenskap, men er snarere en god blanding av teori og skjønn” (Dahl, Hansen, Hoff, & Kinserdal, 1997, s. 39)

3.1.1. CAPM

Kapitalverdimodellen tar utgangspunkt i at forventet avkastning for en portefølje (\bar{r}_i) er lik summen av den risikofrie renten (r_f) og en markedspremie ($\bar{r}_M - r_f$). Med forutsetning om at alle investorer er risikoaverse (krever høyere avkastning for å påta seg høyere risiko) tilsvarer markedspremien det investoren krever for å påta seg økonomisk risiko utover risikofri rente. Markedspremien justeres etter den aktuelle aksjens sensitivitet til aksjemarkedet (β_i). (Koller, Goedhart, & Wessels, *Valuation: Measuring and managing the value of companies*, 2005)

$$\bar{r}_i = r_f + (\bar{r}_M - r_f) \cdot \beta_i$$

Som man ser av formelen ovenfor, er det kun betaverdien (og derfor avkastningskravet) som er forskjellige fra aksje til aksje, ettersom risikofri rente og markedspremien vil bli den samme uansett hvilken aksje man beregner avkastningskravet til. Risikofri rente og markedspremien kan derimot variere ut i fra hva man legger til grunn for beregningen av hhv risikofri rente og markedspremien. Beregninger av disse kommer vi tilbake til i neste avsnitt.

3.1.2. Risikofri rente

Faglitteraturen (Dahl, Hansen, Hoff, & Kinserdal, 1997; Gjesdal & Johnsen, 1999; Brealey, Myers, & Allen, *Principles of Corporate Finance*, 2008) er enig i at risikofri rente beregnes ut fra renten man får på statsobligasjoner. Den renten man får på statsobligasjonene avhenger av hva slags obligasjon man kjøper, da med tanke på varighet. Det er Norges bank som utsteder

statsobligasjoner i Norge, og der kan man kjøpe obligasjoner med løpetid fra 2 til 11 år (Norges bank, 2003). Der faglitteraturen er enig i at risikofrirente bestemmes ut fra statsobligasjoner, er det derimot uenighet om hvilken varighet det skal være på den. Dahl, et al. (1997) sier at i utgangspunktet bør CAPM brukes for ett års investeringstid, med tilhørende ett års statsobligasjon som risikofri rente. Samtidig som at man bør benytte lengre tid for mer langsiktige investeringer, og foreslår derfor treårsobligasjoner som et godt alternativ. Koller, et al. (2005) mener derimot at man bør bruke enda lengre statsobligasjoner, og foreslår derfor den tiårige. Ettersom en verdsettelse som vi skal foreta, i realiteten tar for seg nåverdien av selskapet på evig sikt, så taler det for at man bruker lengre statsobligasjoner. På bakgrunn av dette legger vi til grunn den 5-årige statsobligasjonen for beregning av CAPM, denne ligger mellom de to kildenes anbefalinger.

3.1.3. Markedspremie og Beta (β)

Som man kan se av formelen for CAPM, tilsvarer markedspremien den avkastningen man forventer å få ved å investere i en veldiversifisert portefølje i ett aksjemarked (totalindeks) fratrukket risikofri rente. Dette tilsvarer den forventede meravkastningen i forhold til risikofrie papirer. Ifølge Thoresen (2006) skal markedspremien ligge på mellom 3% og 5%.

Betaen sier oss hvordan en aksje svinger relativt sett i forhold til totalindeksen på børsen. I teorien vil en stor beta (>1) gjøre at når markedet stiger vil aksjen relativt sett stige enda mer, og når markedet faller, vil aksjen relativt sett falle enda mer. Store variasjoner i aksjens utvikling vil derfor også være ett mål for aksjens risiko. Beta baserer seg på historiske tall, og beregnes vanligvis på bakgrunn av de 4-5 siste årene (Dahl, Hansen, Hoff, & Kinserdal, 1997). Ifølge Koller, et al. (2005) burde man bruke minimum 60 observasjoner når man beregner beta ved regresjon, dette tilsvarer da 5 år med månedlige observasjoner. Man kan også velge å bruke enda lengre beregninger for sin betaverdi.

3.1.4. WACC – Weighted Average Cost of Capital

I et firma som har finansiert seg med både egenkapital og gjeld, vil ikke avkastningskravet fra CAPM alene kunne brukes for å gi et fullkomment bilde av den forventede avkastningen til selskapet. Gjeld behandles annerledes enn egenkapitalen med tanke på krav til avkastning, og ved å ta hensyn til den andelen gjeld utgjør av hele kapitalbasen i selskapet, får vi et vektet avkastningskrav til totalkapitalen.

$$WACC = \frac{D}{V}k_d(1 - T_m) + \frac{E}{V}k_e$$

“D/V = Target level of debt to enterprise value using market- based (not book) values

E/V = Target level of equity to enterprise value using market- based values

k_e = Cost of equity

k_d = Cost of debt

T_m = Company’s marginal income tax rate”

(Koller, Goedhart, & Wessels, Valuation: Measuring and managing the value of companies, 2005, s. 298)

Som modellen viser må man ha visse verdier tilstede for å kunne regne ut et tilfredsstillende avkastningskrav. Man må ha på plass markedsverdien av selskapet, sammen med markedsverdien til både egenkapitalen og gjelden. Videre må man også ha gjennomsnittlig kostnad for gjelden, og et avkastningskrav for egenkapitalen (som kan beregnes gjennom f.eks. bruk av CAPM).

3.2. Balansebaserte metoder/verdiberegninger

Balansebaserte metoder baserer seg på å sette en verdi på selskapets eiendeler, for så å trekke fra utestående fordringer som skatt og gjeld der det er aktuelt, slik at man på den måten kommer frem til selskapets verdi. De tre vanligste balansebaserte metodene er matematisk verdi/bokført egenkapital, substansverdi/verdijustert egenkapital og likvidasjonsverdi. (Dahl, Hansen, Hoff, & Kinserdal, 1997, s. 12) Vi skal nå gå nærmere inne på disse 3 metodene.

3.2.1. Matematisk verdi/bokført egenkapital

Dette er en metode som er vanlig å bruke ved utøvelse av forkjøpsrett av aksjer. Denne metoden fastsetter verdien av et selskap som den regnskapsmessige verdien av egenkapitalen, altså bokført verdi av egenkapital. (Boye & Meyer, Fusjoner og oppkjøp, 1998) Aktualiteten av å benytte en slik metode er diskuterbart, ettersom den regnskapsmessige verdien vil være påvirket av det aktuelle landets regnskapslover. Frontline Ltd er registrert i Bermuda. Derfor følger dem de lover og regler som er gjeldende til enhver tid. Frontline følger U.S. GAAP som regnskapsstandard. (Frontline Ltd.) På grunn av at den regnskapsmessige verdien i balansen ofte ikke tilsvarer den faktiske verdien av eiendelene, vil dette føre til at man vil komme frem til en verdi som er lavere enn det den fremtidige inntjeningen skulle tilsi. Derfor

er dette sett på som en lite nyttig verdsettelsesmetode, da verdier basert på fremtidig inntjening kan avvike mye fra bokført egenkapital. (Dahl, Hansen, Hoff, & Kinserdal, 1997)

3.2.2. Verdijustert egenkapital/substansverdi

Verdijustert egenkapital vil si å komme frem til verdien av selskapet basert på markedsverdien av eiendelene, justert for eventuell gjeld. For at dette skal være aktuelt er man derfor avhengige av fungerende andrehåndsmarkeder. Dersom det ikke finnes slike markeder kan man beregne verdien ut ifra anskaffelseskost, justert for eventuelle verdiforandringer på eiendelen, selv om denne metoden åpenbart er mer aktuell å benytte ved fungerende andrehåndsmarkeder.

I henhold til shippingbransjen finnes det slike veletablerte markeder, og det selges stadig skip mellom aktørene. Dette gjør at man kan beregne verdien av selskapet basert på hva man kan selge eiendelene for. I og med at man kan ha høyere/lavere inntjening enn det verdien av eiendelene skulle tilsi, vil ikke dette nødvendigvis gi en korrekt verdi av selskapet. Prisene i andrehåndsmarkedene for skip, representerer på mange måter en forventning om nåverdien av fremtidig inntjening, som igjen vil styres av tilbud og etterspørsel av skip. Hvis man anser markedsverdiene som en god indikator på fremtidige kontantstrømmer, vil verdijustert egenkapital/substansverdi være en god verdsettelsesmetode. Tradisjonelt sett prises shippingselskaper noe under substansverdien, og ifølge Dahl, et al (1997, s. 311) vil man få ett mer korrekt bilde av verdien ved å trekke fra gjelden “og vurdere forskjellen på totalkapitalen.”

Tradisjonelt sett tilfører ikke organisasjonen ett shippingselskap noen ekstra verdi. Dette trenger nødvendigvis ikke å gjelde Frontline, men er ett generelt trekk i bransjen. (Dahl, Hansen, Hoff, & Kinserdal, 1997)

3.2.3. Likvidasjonsverdi

Denne verdsettelsesmetoden tar for seg verdien av ett selskap som avvikles, den vil følgelig gi en mindre verdi enn substansverdimetoden pga at eiendelene mest sannsynlig ikke vil bli solgt i et ordnet marked. (Dahl, Hansen, Hoff, & Kinserdal, 1997) I vår verdsettelse av Frontline vil denne metoden derfor ikke være aktuell å benytte seg av pga at vi forutsetter fortsatt drift.

Felles for substansverdi- og likvidasjonsverdimetoden er at verdien av selskapet i stor grad vil variere i takt med markedsverdien av eiendelene. Eiendelene til shippingselskaper består i

hovedsak av skip. Prisene på skipene har hatt store variasjoner, som en følge av ustabile inntjeninger

3.3. Inntjeningsbaserte metoder

Inntjeningsbaserte modeller beregner enten dagens verdi basert på historisk, eller fremtidig inntjening. Fordelen med å beregne basert på historisk inntjening er at det er masse tilgjengelig regnskapsdata man kan basere beregningene sine på. Ulempen med dette er at den historiske inntjeningen ikke nødvendigvis vil være representativ for verdiene som genereres i fremtiden. Det er stor enighet om at den korrekte verdien av ett selskap er lik nåverdien av fremtidig inntjening. Problemet oppstår derimot når man skal estimere disse, da det er mange uforutsette hendelser som vil påvirke selskapet i enten positiv eller negativ retning.

3.3.1. Dividendemodeller

Dividende/utbytte er den andelen av en bedrifts overskudd som deles ut til aksjonærene. (caplex, 2011) Dividendemodeller tar utgangspunkt i at verdien av ett selskapet er lik summen av nåverdien av fremtidige dividendeutbetalinger og nåverdien av prisen du får ved å selge

$$P_0 = \sum_{t=1}^T \frac{DIV_t}{(1+r_E)^t} + \frac{P_T}{(1+r_E)^T}$$

deg ut. Dette betyr at vi har følgende sammenheng: (Brealey, Myers, & Allen, Principles of Corporate Finance, 2008, s. 90) ← ”oversatt” (står også på den formen som formelen i kontantstrøm er oppstilt på. Kanskje skrive den?)

I formelen ovenfor representerer det første leddet nåverdien av fremtidige dividendeutbetalinger til og med år T, mens det siste leddet tilsvarende nåverdien av det man får ved å selge seg ut av selskapet i år T.

Ved verdsettelse lar man gjerne tidshorizonten gå mot uendelig. Desto lengre horisont man har, desto mindre blir det siste leddet i formelen ovenfor, pga at nevneren øker raskere enn telleren slik at nåverdien av leddet går mot 0. Det vil si at dersom man legger til grunn en evig tidshorizont, så kan man utelukke det siste leddet i formelen, slik at man står igjen med følgende:

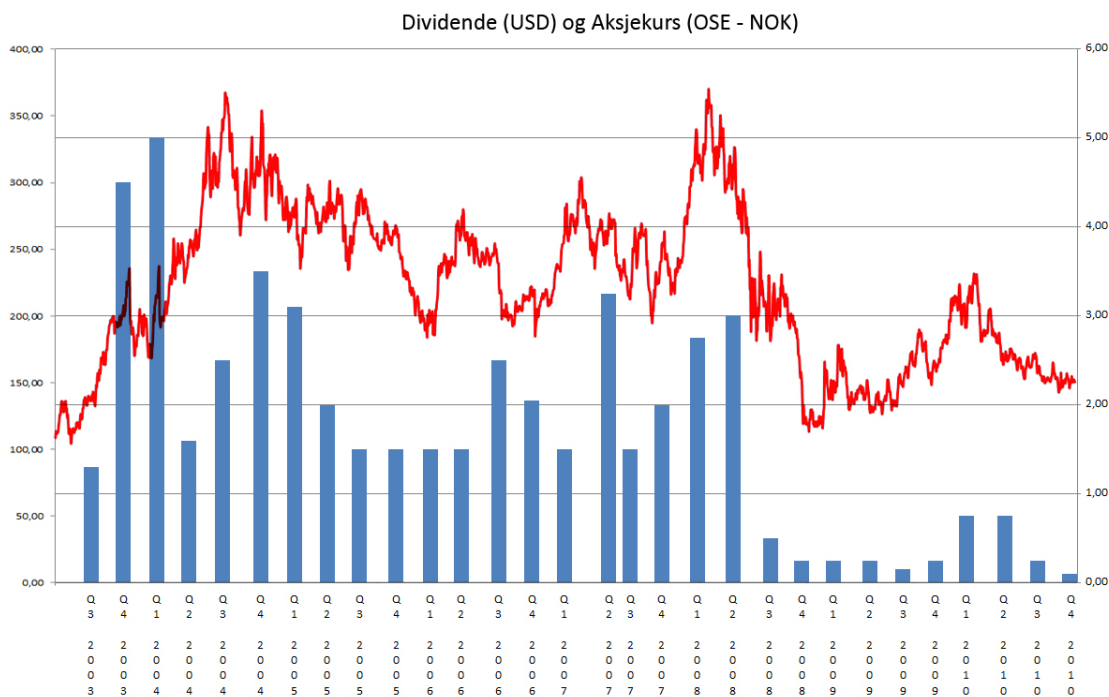
$$P_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{DIV_t}{(1+r_E)^t} \quad (\text{Brealey, Myers, \& Allen, Principles of Corporate Finance, 2008})$$

Det vil være umulig å beregne fremtidige dividender til evig tid. Der den ovenstående formelen vil gi en eksakt aksjeverdi, med korrekte fremtidige dividender, benytter man istedenfor Gordons formel, som en forenkling av modellen. Da vil man istedenfor å beregne hver enkelt dividende, forutsette at dividenden vil stige med en fast prosentsats hvert år (Evig vekst).

$$P_0 = \frac{DIV_1}{r_E - g}$$

Det er flere problemstillinger man må ta hensyn til ved å bruke denne formelen, mtp å estimere avkastningkrav og vekst. Brealey, et al. (2008) foreslår at man beregner avkastningskrav basert på flere aksjer fra selskap i samme bransje og som innehar lik risiko. Dette gjøres for å fjerne feilestimer, fordi det vil balansere seg ut ved bruk av ett bredt utvalg aksjer. Det vil heller ikke være noe poeng i å bruke formelen i selskaper som opplever stor vekst. Ett selskap kan nær sagt umulig vokse for evig, og veksten vil derfor etterhvert avta.

Frontline betaler dividene 4 ganger i året til sine aksjonærer. Den andelen som betales i dividende påvirkes av deres inntjening, markedsutsikter, kapitalkostnader og investeringsmuligheter. (Frontline Ltd., 2011) Figur 3 nedenfor viser sammenhengen mellom dividendeutbetalinger og kursutviklingen i samme periode. Ut fra figuren ser man at det er stor korrelasjon mellom aksjekurs og utbytte. Det er en ganske naturlig sammenheng at disse diagrammene sammenfaller, da dividendestørrelsen reflekterer resultatene til selskapet. Det er dividenden ikke alltid øker i takt med aksjekursen, kan komme av at Frontline har reinvestert resultatet sitt istedenfor å prioritere utbytte.



Figur 3 - Dividende/kvartil, og kursutvikling i samme periode

Kilde: (Frontline Ltd., 2011),

3.3.2. Multiplikatormodeller

Multiplikatorer som måltall innenfor verddivurdering er svært utbredt, blant annet av finansanalytikere. Dette gjøres ved å multiplisere kjente eller estimerte regnskapsstørrelser for selskapet, med en multiplikator. Multiplikatoren finner man ved å dividere markedsprisen for egenkapitalen (børskursen) med den brukte regnskapsstørrelsen (Meyer & Boye, 1998).

Multiplikatorer kan også benyttes for å vise forholdet mellom f.eks. pris og inntjening eller pris og bokført verdi i et selskap eller for et utvalg (f.eks. en sektor), og dermed gi et sammenlikningsgrunnlag for prisingsnivået til både selskapet og sektoren. Samtidig gir ikke multiplikatoren nødvendigvis et riktig bilde av et selskap når det sammenliknes med markedsgjennomsnittet, fordi selskaper i samme bransje kan ha forskjellig avkastningskrav, kapitalstruktur eller vekstutsikter (Koller, Goedhart, & Wessels, Valuation: Measuring and managing the value of companies, 2005). I dette kapittelet vil vi gå igjennom de to mest brukte multiplikatormodellene, P/E og P/B.

3.3.3. P/E – Pris/fortjeneste

Pris/fortjeneste-forholdet gir investoren et bilde av hvor mange ganger årsresultatet selskapet er priset. Hvis man antar det samme som ved cashflow-modeller, nemlig at verdien av et selskap er nåverdien av alle fremtidige kontantstrømmer, vil en P/E-multiplikator fortelle mye om investorenes avkastningskrav. Selskapet blir i P/E-modellen verdsatt til x-antall ganger

årsresultatet, og gitt at selskapet leverer faste kontantstrømmer med nåverdi tilsvarende siste års resultat, vil avkastningskravet til investorene være lik $(P/E)^{-1}$, eller $1/(P/E)$.

P/E er trolig den mest brukte multiplikatoren i finansbransjen, og trekkes ofte frem når analytikere mener aksjer er underpriset eller overpriset. P/E indikerer hvor mange perioder (år) med jevn inntjening og årsresultat firmaet trenger for å tjene inn markedsverdien av egenkapitalen. Det gjør at en lav multiplikator, sett i forhold til bransjen eller markedet generelt, forteller oss at markedet priser aksjen slik at man med fjorårets resultater, vil tjene inn investeringen i selskapet på kortere tid enn hvis man investerer i andre aksjer. Det motsatte vil være utfallet hvis multiplikatoren relativt sett er høy.

3.3.4. P/B – Pris/bokført egenkapital

Pris/bok-forholdet representerer investorenes virkelige vurdering av selskapets aksjekapital. I praksis kan dette sees på som investorens betalingsvillighet for én krone av den regnskapsførte egenkapitalen, som ved en eventuell konkurs vil utgjøre alt som er igjen av selskapet. Dette tallet kan med andre ord også sees på som investorenes tanker rundt soliditeten i selskapet, fordi en investor er foretrekker et selskap med gode framtidsutsikter, fremfor ett med dårlige framtidsutsikter. Man kan samtidig ikke bruke P/B som et mål på om selskapet er priset billig eller dyrt, fordi den bokførte verdien er underlagt lover og reguleringer som gjør at størrelsen ikke sier noe om selskapets evne til å skape verdier.

3.3.5. Kontantstrømbaserte modeller

Aksjene i ett selskap kan sees på som eidsretten til de fremtidige kontantstrømmene til selskapet. Kontantstrømmene representerer selskapets likviditetsendringer fra en periode til en annen, med andre ord hva bedriften klarer å generere av kontanter gjennom en regnskapsperiode. Nåverdien av disse kontantstrømmene tilsvarer nåverdien av selskapets fremtidige inntjening, og blir med det et riktig mål på hva selskapet er verdt i dag. Fordelen med å bruke en kontantstrømbasert verdsettelsesmodell blir dermed at man kan få et absolutt svar på hva selskapet er verdt. Bakdelen ved å bruke en slik modell er at man må ha tilgang til informasjon som ligger frem i tid for å kunne gi en sikker verdi. I mellomtiden må man nøye seg med å gi et anslag på disse kontantstrømmene og avkastningskrav gjennom kvalifiserte antakelser for fremtiden. Selve budsjetteringen av de fremtidige kontantstrømmene skjer normalt sett på 5 - til 15 års sikt, og inntjeningen som kommer etter den frembudsjetterte perioden kalles restverdien (Thoresen, 2006).

Det er to typer kontantstrømmer som brukes, fri kontantstrøm og kontantstrøm til egenkapitalen. Fri kontantstrøm betegner selskapets likviditetsendringer før man har trukket fra finanskostnader, med andre ord kontantstrømmen til totalkapitalen. Av de to er sistnevnte enklest å beregne, og Thoresen (2006, s. 107) mener det er den beste av de to metodene fordi man unngår “problematikk knyttet til gjeldsfinansiering og risikokompensasjon i avkastningskravet som man sliter med ved kontantstrøm til egenkapitalen”.

Kontantstrømmene diskonteres med avkastningskravet til egenkapitalen, r_E , eller for totalkapitalen, WACC. Formelen for å neddiskontere kontantstrømmene blir veldig lik som den vi finner i dividendemodellen. Her ser vi at dagens verdi er nåverdien av fremtidige frie kontantstrømmer og restverdien. Det er viktig å huske på at man bruker like verdier i nevner og teller i formelen, altså at dersom man bruker nominelle verdier i nevneren må man også bruke nominelle verdier i telleren (justert for inflasjon) (Thoresen, 2006).

$$V_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{FCF_t}{(1 + WACC)^t} = \frac{FCF_1}{1 + WACC} + \dots + \frac{FCF_H}{(1 + WACC)^H} + \frac{PV}{(1 + WACC)^H}$$

(Brealey, Myers, & Allen, Principles of Corporate Finance, 2008, ss. 103,713)

3.3.6. Avvik som konsekvens av usikkerhet

Det ligger som nevnt mye usikkerhet i å beregne fremtidige kontantstrømmer og ett selskaps avkastningskrav. Derfor er det viktig å gjennomføre sensitivitetsanalyser av resultatene. Det vil si at man kan forandre nøkkeltall, for så å se hvilke endringer dette får på verdien av selskapet. Thoresen (2006) hevder at ett børsnotert selskap ikke er feilpriset dersom man kommer frem til en verdi som avviker med inntil 20 % fra børsnotert verdi. Selv om 20 % avvik høres ut som en betydelig feilprising, kan en slik verdi skyldes modellusikkerhet og vil følgelig ikke danne grunnlag for en kjøp eller salg anbefaling. Dette vil du derimot få ved større avvik fra børskursen

3.3.7. Residualfortjenestemodeller

Residualfortjenesten, også kalt superprofitt eller meravkastning, består av den avkastningen man sitter igjen med utover avkastningskravet i en investering. Residualfortjeneste har blitt et mer og mer vanlig måltall og indikator for bedrifter som avlønner ledelsen etter resultater, fordi regnemetoden er “based on absolute performance, rather than on relative performance relative to investors’ expectations”. (Brealey, Myers, & Allen, Principles of Corporate Finance, 2008)

Kinserdal (2005) trekker frem residualfortjenestemodeller som en god tilnærming fordi de, i stedet for å ta det vanlige eierperspektivet som man finner i tradisjonell resultatrapportering, heller benytter et foretaksperspektiv. Man ser dermed på forrenting av egenkapital som en kostnad i likhet med kostnader tilknyttet forrenting av gjeld. Det gjør at resultatet, residualfortjenesten, forteller oss hvorvidt selskapet har hatt vekst i perioden.

Bedrifter som lønner ledere etter prestasjon kan risikere å få ledere som heller tar “sikre” prosjekter med lavere avkastning enn investorenes avkastningskrav, for å tilsynelatende være på den sikre siden. Ved å bruke residualfortjeneste som regnegrunnlag vil man kunne luke ut investeringsprosjekter som leverer lavere avkastning enn det investorene krever, og med det sikre vekst i selskapet.

3.3.8. EVA

En av de mest omtalte residualverdimodellene er EVA – Economic Value Added. EVA er en metode utviklet og varemerkeregistrert av konsulentfirmaet Stern & Steward, men konseptet blir gjerne omformulert av andre selskaper uten at det påvirker det endelige svaret.

$$\begin{aligned} EVA &= \text{residual income} = \text{income earned} - \text{income required} \\ &= \text{income earned}(\text{NOPLAT}) - \text{cost of capital}(\text{WACC}) * \text{investment}(\text{IC}_0) \end{aligned}$$

(Brealey, Myers, & Allen, Principles in Corporate Finance, 2008, s. 118)

Gitt forutsetningen at verdien av et selskap er lik de fremtidige kontantstrømmene i selskapet, pluss verdien av eiendelene i dag, kan EVA brukes for å tallfeste nettopp dette.

$$Value_0 = IC_0 + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{\text{Economic Profit (EVA)}_t}{(1 + WACC)^t}$$

(Koller, Goedhart, & Wessels, Valuation: Measuring and managing the value of companies, 2005, ss. 119, 714)

Formelen er optimistisk og tar utgangspunkt i at man har oversikt over EVA på evig sikt. Det er som kjent vanskelig å forutsi fremtiden, og desto lenger ut i fremtiden, desto vanskeligere blir det å spå. Vi kan dele opp summeringsleddet i verdsettelsesformelen i to ledd ved å dele opp i kort og lang sikt. Kort sikt utgjør de nærmeste 6 årene, mens lang sikt består av år 7 og utover, fordi den sykliske utviklingen vanligvis går over i en langsiktig trend etter år 7.

(Brealey, Myers, & Allen, Principles of Corporate Finance, 2008, s. 103) Mens vi gjør et forsøk på å tallfeste EVA på kort sikt, kan vi se for oss fremtidig vekst i EVA for årene etter.

$$\begin{aligned}
Value_0 &= IC_0 + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{Economic\ Profit\ (EVA)_t}{(1 + WACC)^t} \\
&= IC_0 + \left(\sum_{t=1}^H \frac{EVA_t}{(1 + WACC)^t} + \frac{PV_H}{(1 + WACC)^H} \right)
\end{aligned}$$

(Brealey, Myers, & Allen, Principles of Corporate Finance, 2008, ss. 90,101-106)

Som vi ser, trekker man inn nåverdien av selskapets fremtidige vekstmuligheter inn i det langsiktige bildet. Vekstmulighetene påvirkes i hovedsak av tilbakeholdt utbytte, samt forholdet mellom kravet til - og det faktiske resultatet for egenkapitalen. Et selskap får ikke kapital å vokse på hvis man betaler ut hele årsresultatet i utbytte, og vekstmulighetene blir ikkeeksisterende eller negative hvis bedriften ikke leverer resultater over avkastningskravet.

3.4.Strategisk analyse

En verdsettelse er ikke bare tall og matematiske forhold, det er også strategiske analyser som kan bygge opp under de tallene man skal bruke. Dagens verdi av et selskap vil alltid være aksjekursen på et gitt tidspunkt ganget med antall aksjer. Derfor er det ingen god ide å se på historisk utvikling for å fastsette en verdi. Dersom et selskap har falt 30, 50 eller 70 prosent det siste året, så er ikke det det samme som at aksjen er billig, men at aksjen ikke har levd opp til investorenes forventninger. Når vi skal verdsette er man derfor nødt til å se på hva som blir å skje i fremtiden. For å gjøre dette foreslår Thoresen (2006) å identifisere og analysere de verdidriverne som har mest å si for ett selskaps fremtidige kontantstrømmer. Verdidrivere defineres som *“de forhold som påvirker bedriftens evne til å generere kontantstrømmer i fremtiden og til å øke verdien av selskapets eiendeler”*. Videre foreslår han å starte med en “top-down”-analyse. Den følger følgende punkter, der man starter øverst og arbeider seg nedover.

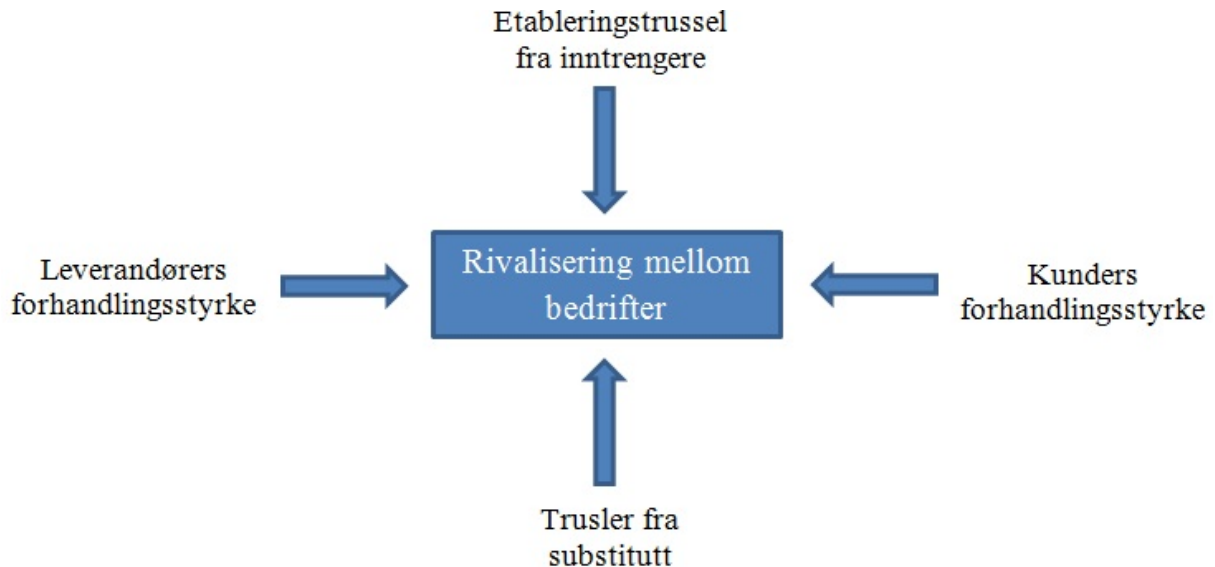


3.4.1. Makroøkonomiske forhold

Innenfor makroøkonomien er det flere faktorer som påvirker ett selskaps utvikling. Blant annet valuta, rente, inflasjon/deflasjon, politisk uro, finansielle kriser m.m. Generelt for de fleste selskaper er derimot at når verdensøkonomien går godt, så går det også godt med de fleste selskaper, og vise versa.

3.4.2. Bransjeanalyse (ekstern) – Five forces

En av de mest brukte bransjeanalyser er Five forces, som er utviklet av Michael Porter. Grunnen til at den er mye brukt er at den tar for seg de viktigste strategiske aspektene som angår bransjen. En slik analyse er viktig å gjennomføre slik at man får analysert de viktigste aktørene i bransjen, for bedriften det gjelder. (Løwendahl og Wenstøp, 2010)



Figur 4 - Michael Porter's Five Forces
Kilde: Løwendahl og Wenstøp (2010)

3.4.3. Leverandørers forhandlingsstyrke

De aller fleste bedrifter er avhengig av leverandører. Dersom det er få aktuelle leverandører av et produkt eller en tjeneste, vil du være svært avhengig av dem, som igjen betyr at de har stor makt. Med liten konkurranse blant aktuelle leverandører, vil de i en større grad kontrollere prisene sine, som igjen vil virke negativt på kostnadene til en bedrift. Med høy avhengighet til en leverandør vil dette også tilegne dem makt. Det vil si at det for eksempel er høye byttekostnader, altså at det finnes billigere leverandører, men det å bytte fra den ene til den andre vil føre til en urimelig stor kostnad. Oppsummert kan man derfor si at

det er leverandørens posisjon med tanke på forhandling av priser som avgjør hvor stor makt de har ovenfor ett selskap.

3.4.4. Etableringstrussel fra inntrengere

Konkurransen er en av de store markedskreftene, som styrer blant annet prisene ett selskap kan tilby sine kunder. Antall konkurrenter, og størrelsen på disse, avgjør ett selskaps posisjon i en bransje, sammen med størrelsen på selskapet. Hvor lett det er for andre å etablere seg i bransjen, vil ha stor betydning for markedsandelene til ett selskap. Mulige inngangsbarrierer for inntrengere er blant annet skala/stordrifts-fordeler, kundelojalitet/merkekjennskap, stor etableringskostnad og patenter/lisenser/teknologi.

3.4.5. Substitutter

Substituttrusler er trusselen for at det skal utvikles ett alternativt tilbud til de tjenestene/produktene man tilbyr, som på sikt kan ta markedsandeler og eventuelt utkonkurrere ditt tilbud. Dette blir en trussel idet det kommer aktører som kan tilby en bedre løsning enn det du leverer i dag med tanke på funksjonalitet, effektivitet og pris. En slik egenskap kan for eksempel måles med ytelse/pris.

3.4.6. Kunders forhandlingsstyrke

Kundenes makt ligger i hvilken evne de er til å forhandle frem gode priser. Dersom det er stor konkurranse om kundene tilfaller kundene stor makt, men dersom det er mange kunder vil kundene ha mindre makt. Som under leverandørens forhandlingsstyrke, er det her markedskreftene med tilbud og etterspørsel som avgjør maktfordelingen.

3.4.7. Rivalisering mellom bedrifter

De fire konkurransekreftene som er presentert ovenfor er krefter som samtlige bedrifter i en bransje må forholde seg etter. Hvilke bedrifter som gjør det best i en bransje er de som takler det femte elementet best, nemlig rivalisering mellom bedriftene. De som får flest, de største og de beste kundene vil gjerne være de selskapene som gjør det best. Da spør det hva som må til for å skaffe seg disse kundene. Dette kan for eksempel være å tilby ett bedre produkt, en bedre pris, markedsføring og eventuelle konkurransefortrinn.

3.5. Intern analyse

I en intern analyse har man som mål å peke ut bedriftens ressurser, samt å vurdere i hvilken grad bedriften utnytter disse ressursene. Ressursene en bedrift har til rådighet påvirker til syvende og sist de strategiske valgene en bedrift tar, og vi kan derfor si at de interne ressursene blir bedriftens strategiske kapasitet. Kapasiteten påvirkes av forhold som kan berøre hele organisasjonen, men også enkeltressurser kan være avgjørende (Roos, Van Krogh, Roos, & Fernström, 2005).

Det finnes mange ulike verktøy og modeller for intern analyse. SVIMA, VRIO, KIKK og SWOT er eksempler på ofte brukte modeller, og vi har valgt å bruke sistnevnte som utgangspunkt for vår analyse. SWOT brukes for å identifisere en bedrifts styrker (Strengths), svakheter (Weaknesses), muligheter (Opportunities) og trusler (Threats). Disse elementene vurderer bedriftens nåværende ressurser, men tar også hensyn til bedriftens fremtid (et viktig aspekt ved en verdsettelse) ved å vurdere momenter bedriften burde vurdere å integrere i driften eller holde seg unna.

4. Empiri

4.1.Strategisk analyse

4.1.1. Makroøkonomiske forhold

Ifølge Martin Stopford er det de følgende 10 faktorene som påvirker tilbud og etterspørsel i den maritime økonomien.

Etterspørsel:

1. Verdensøkonomien
2. Handler til sjøs (Rett oversatt? “seaborne commodity trade”)
3. Gjennomsnittlig transportavstand (Haul)
4. Tilfeldige sjokk (Oversettelse? “Random shocks”)
5. Transportkostnader

Tilbud:

1. Verdensflåten (world fleet)
2. Flåteproduktivitet
3. Produksjon av nye skip
4. Vraking / Tap av skip (scraping and losses)
5. Frakt- inntekter/rater (Freight Revenue)

(Stopford, 2005, s. 136)

4.1.2. Valuta

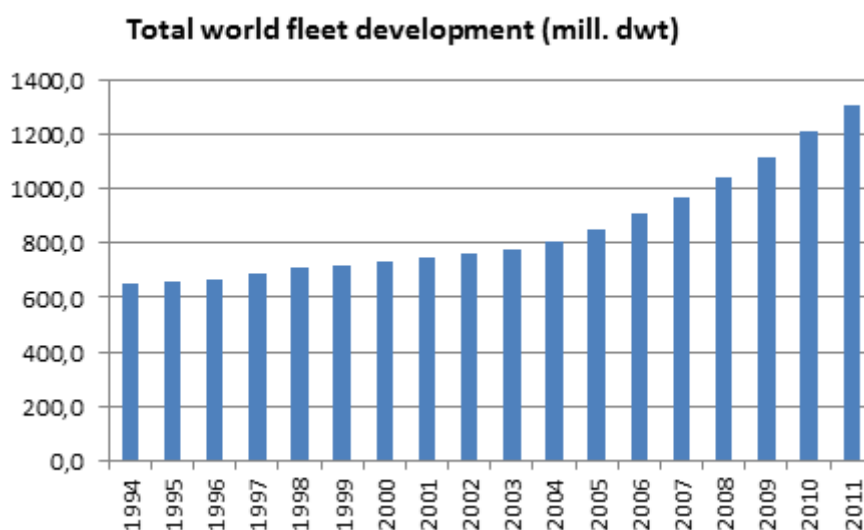
Frontline har majoriteten av sine forpliktelser, inntekter og utgifter i USD. De har derimot enkelte datterselskap som bruker en annen valuta, derav NOK, SGD og GBP Dette gjør at de er noe utsatt for valutasvingninger. Det vil si at dersom kursen på USD stiger relativt sett i forhold til NOK, så vil datterselskap som rapporterer i NOK isolert sett bli mindre verdt, slik at de da vil få et valutatap. De siste årene har de hatt en god fortjeneste på valuta, med gevinst på henholdsvis \$ 1 565 000 i år 2008, tap på \$ 346 000 i år 2009 og gevinst på \$ 622 000 i år 2010.

Frontline er som nevnt notert på flere børser. Dette gjør at kursutviklingen på de forskjellige børsene vil være forskjellige pga valutasvingninger. I det store bildet vil fluktuasjoner i USD påvirke kursutviklingen for Frontline, ettersom de har sine inntekter i USD vil en styrkning i

USD mot utenlandske valutaer forbedre deres posisjon. For en investor på Oslo børs vil en styrking av NOK mot USD gjøre at man får en verdiøkning for Frontline sett med norske øyne, på grunn av valutaendringen. Dette betyr at børsutviklingen til Frontline vil være justert for valutasingninger. I praksis vil dette si at dersom Frontline stiger 5 % på Oslo Børs, så vil kursutviklingen på New York Stock Exchange tilsvare 5 % pluss endringen mellom de respektive valutaene. På grunn av at aksjemarkedene er såpass likvide vil det ikke være mulig å skaffe seg en arbitrasjegevinst ved å selge på Oslo Børs for så å kjøpe på New York Stock Exchange, noe vi har bevist i vedlegg (01). der vi har lagt kursen hos NYSE over kursen på OSE der vi har justert NYSE-kursen for den aktuelle valutakursen for hver dag, Det at de er notert på flere børser vil altså ikke påvirke vår verdsettelse av selskapet.

4.1.3. Inflasjon

Ifølge årsrapporten for 2010, så har inflasjon hatt en moderat innvirkning på deres driftskostnader og kostnader til kontorer. Inflasjon er ikke sett på som en stor risiko for de direkte kostnadene. De forventer derimot økte kostnader mtp forsikring, det kan sees i sammenheng med økt fare for pirat- og terrorvirksomhet. Som man ser av figuren nedenfor, så er det en trend i bransjen de siste årene at det er en ganske sterk økning av skip, denne økningen er forventet å vedvare enda stund. Selv om økningen i og for seg er ett sunnhetstrekk for bransjen sin del, vil man som følge av økningen i antall skip, forvente en økt etterspørsel etter kvalifisert arbeidskraft til å betjene skipene. Dette har ført lønnskostnadene oppover allerede, og man må forvente høyere lønnskostnader for mannskap i tiden fremover.



Figur 5 - Utviklingen i verdensflåten

Kilde: (RS Platou, 2011)

4.1.4. Oljeprisen

Prisen på olje, vil alltid påvirke kursutviklingen til Frontline, enten direkte eller indirekte. Det som fastsetter oljeprisen, er det samme som for de aller fleste varer, altså tilbud og etterspørsel. Kontrastene økt etterspørsel og lavere tilbud av olje vil begge drive oljeprisen oppover, mens kontrastene økt tilbud og lavere etterspørsel vil drive oljeprisen nedover. Derfor kan man ikke konkludere om hvor vidt en endring i oljeprisen er positivt eller negativt for Frontline uten å vite årsakene bak endringen. Det som derimot er positivt for Frontline er dersom det er økt tilbud og økt etterspørsel, ettersom det vil gjøre at deres tjenester vil bli mer ettertraktet.

4.2.Bransjeanalyse (ekstern) – Five forces

4.2.1. Leverandørenes forhandlingsstyrke/makt

Det er de som produserer/ selger skip som er den klart største og viktigste leverandøren til Frontline. Ettersom Frontlines eiendeler så å si er bare skip. Det koster å kjøpe nye og brukte skip, vil alltid styres av tilbud og etterspørsel hos verftene og i andrehåndsmarkedene. I de gode tidene vil prisene på skip øke, og i de dårlige tidene vil prisene synke. For Frontline sin del vil deres behov for en utvidelse av flåten sin være sterkere i tider med stor etterspørsel etter olje, da det er da de har flest oppdrag. Dette gjør at det er viktig for selskapet å tenke langsiktig, slik at deres flåte til enhver tid er tilstrekkelig i forhånd til markedet. Dette understrekes også da det gjerne tar ett par år fra ordren på skip leveres til det er ferdig. Prisene presses også ned av det faktum at det er stor konkurranse også blant verftene, som for øvrig opererer i flere land. Pr 4. april 2011 hadde Frontline avtaler om levering av fem VLCC fra kinesiske Zhoushan Jinhaiwan Shipyard CO og to Suezmax fra Jiangsu Rongsheng Heavy Industries Group Co. Ltd. I årsrapporten (2010) sier Frontline at det er en risiko for forsinkelser og mislighold fra verftene, av ulike årsaker. Om så skulle skje kan det føre til økte kostnader og mindre inntekter.

I bunn og grunn kan man si at verftene ikke har en stor makt som leverandør, da det er markedskreftene som styrer prisene. Samtidig er de den største leverandøren og hvordan verftsbransjen utvikler seg vil derfor ha stor innflytelse for Frontline i tiden fremover.

Frontline har en ganske omfattende outsourcing-strategi. Deriblant outsourcer de driften av skipene, bemanning og regnskapstjenester. Her vil det derfor være mange både små og store leverandører. Skipene de eier forvaltes av uavhengige forvaltningsselskaper, som er ansvarlig

for vedlikehold, bemanning og andre driftsrelaterte aspekter. Skipene bemannes i hovedsak av russisk, ukrainsk, kroatisk, rumensk, indisk og filippinsk mannskap. I likhet med verftene, er det markedskreftene som styrer prisene på tjenestene som leveres. Det gjør at disse leverandørene ikke kan kreve urimelige summer for sine tjenester. Frontline sier som nevnt tidligere i sin årsrapport (2010) at de forventer fortsatt prisstigning på mannskap, pga at verdensflåten har hatt, og vil ha, en økning i tiden fremover. (Figur 5 - Utviklingen i verdensflåten) Dette anser de derimot ikke som en stor trussel, og det kan man tolke som at de ikke har spesielt stor makt.

4.2.2. Etableringstrussel fra inntrengere

Frakt av råolje til sjøs er et veletablert og konkurransedyktig marked, med svært mange aktører. Det finnes både statlige og ikke-statlige aktører, og mulighetene til å treng inn i et marked styres derfor også av politiske reguleringer. Det at det er mange aktører tyder på at terskelen for å etablere seg er lav.

For å treng seg inn i markedet og ta markedsandeler fra Frontline, trenger man i utgangspunktet kun ett skip. Skipene til Frontline tar 136 000 – 157 000 dwt (Suezmax), 169 000 (OBO) og 284 000 – 321 000 dwt (VLCC). (Frontline Ltd.) Det finnes også mindre skip som kan operere i de samme områdene, som f.eks. Handysize som tar ca 50 000 dwt. I mars 2010 kostet det 34 millioner dollar å kjøpe en ny Handysize, og 99 millioner dollar å kjøpe en ny VLCC. (UNCTAD, 2010) Disse prisene sier oss at det er svært kapitalkrevende for nye aktører å starte opp og konkurrere med Frontline. Dersom man har kapital derimot, så skal det derimot ikke være noe problem å konkurrere mot større aktører. Dette understrekes også ettersom det er lite stordriftsfordeler.

Etter noen år med veldig god inntjening, så har shippingmarkedet falt betraktelig de siste årene, og tankratene er nå svært lave. Det at ratene var så høye for noen år siden gjorde at det ble produsert flere og flere skip. Dette har gjort at det nå ikke er like stor etterspørsel etter skipene, som igjen gjør at det ikke er like lukrativt for at nye aktører skal etablere seg i markedet.

Det som må til for å treng inn på dette markedet er altså en stor mengde kapital. Driften av skipene kan mulige inntrengere kunne outsource til uavhengige selskaper på lik linje med Frontline. Hvorvidt andre aktører er interessert i å etablere seg i tankmarkedet kommer an på den mulige fremtidige inntjeningen. Dette gjør at på kort sikt så er det ikke en stor trussel for nyetableringer. Dersom tankratene skulle stige i fremtiden vil derimot denne trusselen bli stigende.

4.2.3. Trusler fra substitutter

90 % av dagens verdenshandel håndteres av shippingindustrien. (Marisec) Grunnen til at så mye fraktes til sjøs er at det er det desidert beste, iform av det å kunne frakte stort volum og tyngde. Alternativene til å frakte til sjøs, er i lufta og langs bakken. Flybransjen er overhodet ingen trussel for shippingbransjen, fordi de aldri vil kunne frakte samme mengde og tynde som skipene kan i dag. Dette kan vi understreke ut ifra at de største cargoflyene tar ca 250 tonn, og sammenlignet med de største båtene så er dette tilnærmet ingenting. Det samme gjelder å frakte langs bakken med tog og lastebiler. De vil ikke ha den samme kapasiteten som båter har. Det som derimot kan være ett substitutt, på sikt, er dersom det skulle bli bygd ut rør som oljen kan fraktes i. Vi ser i dag at gass fraktes i rør, blant annet fra Ormen Lange som har ett rør på 1 200 km som går til østkysten av England. (Energilink) Vi ser også at det eneklte plasser fraktes olje i rør, men over kortere avstander. Det at det utvikles rør over så lange strekninger som det Frontline opererer i, er igrunn veldig urealistisk, mtp kostnad, sikkerhet og funksjonalitet. Derfor vil dette være et substitutt som ligger veldig langt frem i tid, og vil derfor ikke påvirke vår verdsettelse.

Så lenge det er ett behov for å få fraktet olje over så lange strekninger som Frontline opererer i, er det ingen reel trussel for substitutter.

4.2.4. Kunders forhandlingsstyrke

Kundene til Frontline er de som trenger å få fraktet olje fra ett sted til ett annet. VLCC-ene brukes, i hovedsak til å frakte olje fra midtøsten til østasia, nord-europa, karibien og Louisiana. Suezmaxene er noe mindre skip, og det er derfor mindre begrensninger for hvilke ruter de kan betjene. Kundene til Frontline er derfor de store oljeselskapene som vil selge råolje og de store oljebedriftene som vil foredle oljen for så å selge den videre. Hvilken pris Frontline gir til sine kunder, og den prisen kundene kan kreve er for det meste styrt av markedene. Det finnes mange som kan transportere olje og mange som ønsker å ha olje transportert. Kundens makt vil også avgjøres utifra hvor mye som skal fraktes. Iløpet av 2010 hadde Frontline 21 % av driftsinntektene sine fra en kunde, denne kunden har for øvrig bestått av ca 20 % av inntektene i de to foregående årene. For disse peridoene var det ingen andre kunder som genererte mer enn 10 % av Frontlines inntekter. Det at en kunde var såpass avgjørende for Frontlines inntekter gjør at denne kunden har større forhandlingsmakt enn de andre kundene, ettersom Frontline blir mer avhengig av den. Samtidig kan man argumentere for at det kan være andre grunner som gjorde at kunden valgte nettop Frontline, siden den brukte Frontline over flere år. Dersom en kunde derimot hadde krevd en urimelig lav pris,

ville ikke Frontline ha tatt på seg oppdraget, og kunne da ha brukt kapasiteten sin hos andre kunder.

Dermed vil jeg konkludere med at kundene ikke har noe spesielt stor forhandlingsmakt ovenfor Frontline, da det er forholdet mellom tilbud og etterspørsel som avgjør prisen.

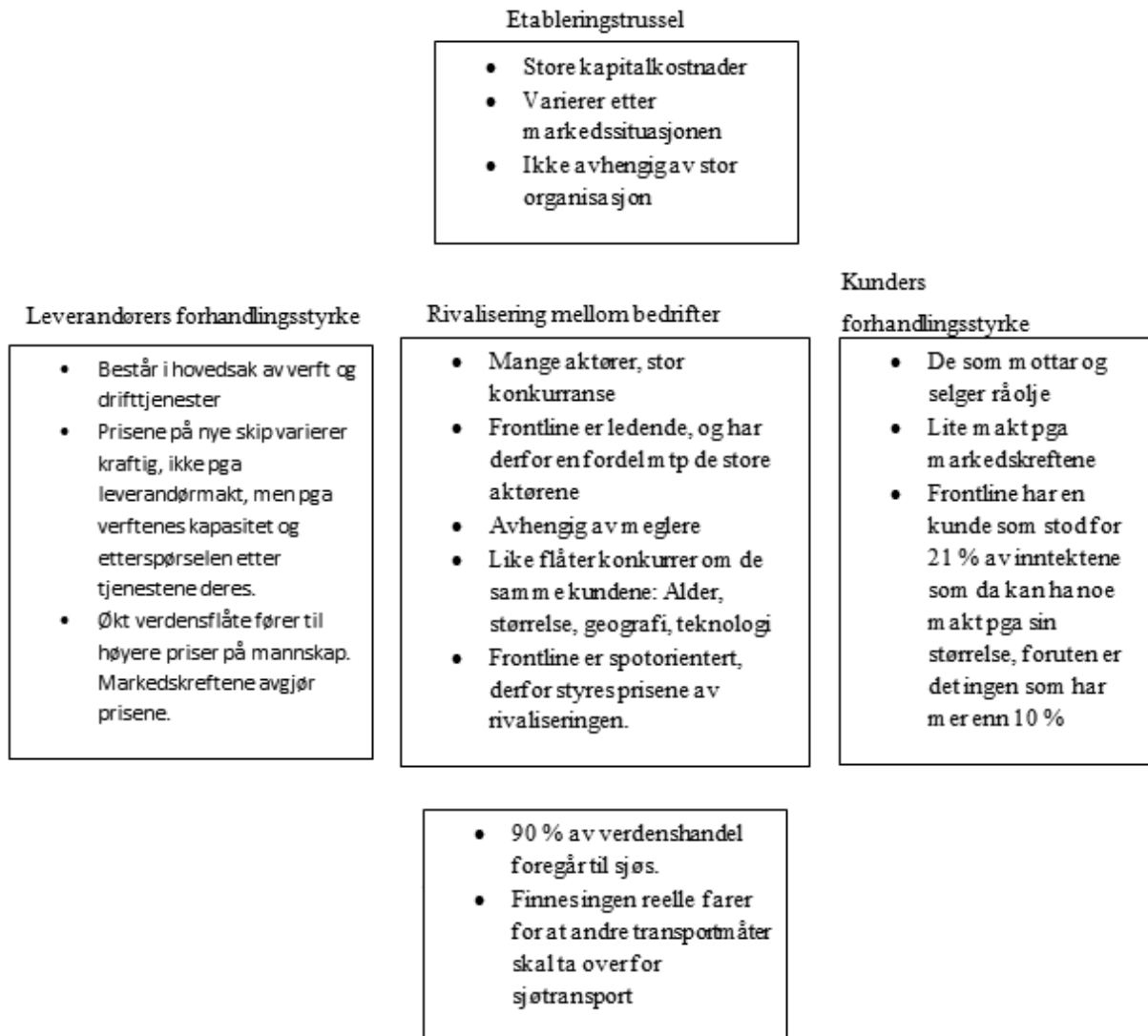
4.2.5. Rivalisering mellom bedriftene

Det at de forskjellige shippingselskapene tilbyr såpass like tjenester, gjør at rivaliseringen basert på produkt ikke vil være avgjørende. De som har tilsvarende båter som Frontline konkurrerer om de samme kundene. Det er også rivalisering etter arbeidskraft, noe som har ført til høyere lønnskostnader. Lønnskostnade er en av faktorene som påvirker prisen Frontline må betale til selskapet de har outsourcet driften av et skip til. Videre vil disse faktorene danne grunnlaget for hvilke TCE breakeven-rater Frontline er nødt til å tjene for å ikke tape penger. Disse ratene har et dagsgjennomsnitt på \$ 24 500 for Suezmaxene og \$ 30 100 for VLCC-ene. TCE (Time charter equivalent) er ett finansielt nøkkeltall som vil si gjennomsnittlig inntekt ett skip tjener, uavhengig av hvilke kontrakter skipene er under (Hellenic Carriers). For å slippe å kjøre med ballast vil Frontline etterstreve å crosstrade ? skipene sine, hvilket kan bety at de laster olje i den periske gulf for så å losse i nord-europa, for så å reise til den amerikanske delen av Mexicogolfen, for igjen å laste i enten Vest-Afrika eller Karibien, som tilslutt losses i østasia. Dette gjør at de konkurrer om oppdrag over store deler av verden.

Som nevnt baseres Frontline sine inntekter mest på spot-markedet, som er svært konkurranseutsatt. Konkurransen gjør at prisen endres etter den etterspørselen for frakt som er til enhver tid. Samtidig så håndteres dette markedet ofte av meglere som fungerer som mellomperson mellom de som eier skipene og de som ønsker å få fraktet olje. Forholdet mellom shippingselskapene og meglerhusene kan da være avgjørende for hvem som blir kontaktet angående oppdrag, da det kan bygges gode relasjoner mellom meglerhus og shippingselskap. Andre faktorer som spiller inn er lokaliteten på skipene, størrelsen, alderen og tilstanden til skipene. Lokaliteten har en viktig rolle fordi, som vi nevnte tidligere, at det er ulønnsomt å kjøre store avstander med ballast. Størrelsen og funksjonaliteten blir avgjørende da meglerne prøver å optimalisere med å finne det optimale skipet til de forskjellige oppdragene. Frontline sier i sin årsrapport (2010) at de selv anser sin store flåte som et av deres viktigste forhandlingsmidler med sine største kunder. De operer i dag ca 8% av VLCC- og 5% av Suezmax-verdensflåten, hvilket gjør at de er den største aktøren. Dette gjør at de vil kunne ta større oppdrag enn hva mindre selskaper vil kunne gjøre. Alderen på flåten, som er

litt under bransjegenomsnittet, gjør at de konkurrerer på samme vilkår som sine konkurrenter, samtidig venter de på levering av 5 VLCC-er og 2 Suezmaxer som vil styrke kvaliteten på flåten.

4.2.6. Oppsummering strategisk analyse



Figur 6 - Porter's five forces - Frontline

4.3. Intern analyse – SWOT

4.3.1. Styrker

Ansattes kompetanse er i aller høyeste grad en av Frontlines største styrker. John Fredriksen, selskapets CEO, styreleder og største aksjonær, har lang fartstid i bransjen, og er med det en ressurs i seg selv. Han er samtidig flink til å hente til seg kompetansen selskapet trenger; samtlige direktører i selskapet har gått gradene innenfor shipping, og kjenner dermed bransjen og markedet godt. I tillegg har Fredriksen involvert sin datter Cecilie i styret, en etter hvert svært erfaren forretningskvinne innenfor shippingbransjen spesielt (Directors and Executive Officers, 2011; Annual Report 2010).

Frontline har *høy inntjening per ansatt*, et resultat av selskapets outsourcingstrategi.

Selskapet har pr. 31.12.2010 ikke fler enn rundt 70 ansatte (s. 57). Det betyr i praksis at hver ansatt i 2010 genererte over \$16 millioner i omsetning for selskapet. Resultatmessig genererte hver ansatt \$2,3 millioner for selskapets aksjonærer. Tall i denne størrelsesordenen tyder på et effektivt drevet selskap, hvor man heller kjøper inn tjenester fra gode leverandører og lar driften av selskapet være hovedfokus for de ansatte.

De siste årene kan Frontline skilte med *høye marginer fra operasjonell virksomhet*, selv i et krevende marked preget av ettervirkningene av finanskrisen. 2009 bød på et resultat på kun 1/6 av 2008-resultatet, etter en tilnærmet halvering av omsetningen. Når selskapet likevel leverer et driftsresultat på \$240 millioner og et årsresultat på \$102 millioner, betyr det at selskapet tåler svingningene i markedet og “bryter sjøen” på en tilfredsstillende måte.

Som Bermudabasert selskap er Frontline *fritatt skatt* på inntekt, samt enhver selskapskatt på Bermuda. Dette betyr at man ikke betaler skatt på inntekt fra inntekt direkte til Bermudadelen av selskapet, samtidig som morselskapet er unntatt å betale skatt i Bermuda på inntekt fra datterselskaper i andre land. Datterselskapene er på sin side ikke nødvendigvis unntatt skatt, som f.eks. datterselskapet Frontline Management AS i Norge, men med tanke på at det er morselskapet som har størstedelen av inntektene har spesielt investorene store fordeler ved at Frontline slipper unna skatt. Selskapet er lovet fritak fra eventuelle ny skattelovgivning på Bermuda til 28. mars 2016, med andre ord minst 5 hele regnskapsår fra 31.12.10 (s. 57).

4.3.2. Svakheter

Frontline skriver i årsrapporten sin at *VLCC-flåtens alder* er rundt 2 år over bransjegjennomsnittet (s. 24), noe som i praksis betyr at selskapet har høyere gjennomsnittlige driftskostnader på skipene. På tross av at selskapet leier inn andre aktører for å drifte skipene, sitter selskapet til syvende og sist igjen med å ha driftskostnadene, direkte eller indirekte, i sine egne regnskap. Et eldre skip skrapes i teorien før nyere skip, noe som gir Frontline investeringskostnader med høyere nåverdi enn gjennomsnittet i bransjen, gitt at målet er å opprettholde kapasiteten de tilbyr i dag.

Selskapet baserer i dag rundt 70 % av sine inntekter på *spotrater*. Dette innebærer at en stor del av inntjeningen i selskapet følger tankmarkedets utvikling, mens kun 30 % blir låst i lengre kontrakter (s. 25). Etter finanskrisen har resultatet i selskapet falt fra nesten \$700 millioner (2008) til \$102 millioner (2009) og \$161 millioner (2010). Svingningene viser hvor følsomme skipsratene er overfor endringer i verdensøkonomien. Ved å binde opp skipene i lengre fremtidige leveringsavtaler vil selskapet kunne begrense markedsrisikoen knyttet til inntjeningen. Foruten om å være en svakhet, kan dette punktet sees på som både en mulighet og en trussel for selskapet.

4.3.3. Muligheter

Det finnes to måter å *ekspandere* i shippingbransjen. Den første måten er å få nye skip med høyere frekvens enn skipene man eier selges eller skrapes. Den andre måten er å kjøpe skip fra -, eller gjøre oppkjøp av konkurrenter. Ved å erverve brukte skip fra konkurrenter vil Frontline, fremfor å øke tilgangen på skip i markedet ved å kjøpe nye, i større grad sikre prisnivået i markedet. Med tanke på tilbudssituasjonen i tankbransjen, vil det være et reelt alternativ å overta virksomheter fremfor å kun kjøpe nye skip.

Det er en *voksende etterspørsel etter olje i "emerging markets"*, spesielt i de såkalte BRIC-landene (Brasil, Russland, India og Kina) (bbc.co.uk, 2010). Som transportør av olje har Frontline et ansvar overfor sine investorer å følge med i utviklingen i markedet, og å etablere seg i voksende markeder. Kina er fra før av en vanlig lossehavn for VLCC-er, men veksten i markedet her er likevel betraktelig og landet kan i fremtiden bli en enda viktigere havn for selskapet med tanke på inntjening.

4.3.4. Trusler

Frontline opererer i en ”kapitalintensiv bransje”, som de sier selv (s. 50), og da blir *likviditet* på kort sikt en kritisk faktor. Likviditeten skal sørge for at selskapet klarer å håndtere gjelden sin, kan betale drifts- og vedlikeholdskostnader, sørge for å opprettholde arbeidskapitalen og liknende. Med den historiske volatiliteten i tankratene blir likviditetsplanlegging en essensiell del av den økonomiske planleggingen i selskapet hvor markedsendringer utgjør trusselen.

For et selskap som opererer skip med en prislapp rundt \$100 millioner er *uforutsette hendelser og skader på skip* en stor risikofaktor. En ulykke kan skyldes menneskelige – eller mekaniske feil, krig, terrorisme eller piratvirksomhet så vel som værforhold. Ethvert forhold som oppstår kan volde skader større enn verdien av selve båten. 100 000 tonn råolje koster opp mot \$100 millioner, noe som gjør erstatningssummene overfor kundene like stor som eget tap.

Når man knytter miljøaspektet, og hvor dyrt det kan bli å være ansvarlig for et oljeutslipp, sammen med de andre risikofaktorene er det åpenbart at *forsikring* blir en nødvendighet. Det er like åpenbart at forsikring for summer i den størrelsesorden det er snakk om blir dyrt, og det blir en vurderingssak for selskapet hvor mye det er forsvarlig å forsikre før nytten av ekstra dekning blir lavere enn kostnaden.

Endringer i drivstoffpris påvirker ethvert selskap hvis forretningsområde er transport. Økt drivstoffpris betyr økte driftskostnader, og med et marked preget av fri konkurranse (og dermed en gitt markedspris på tjenesten), betyr det at selskapet får lavere marginer. Selskapet har et ansvar overfor sine kreditorer og et ønske overfor sine investorer å innfri forpliktelse og forventninger, og evnen til å gjøre nettopp dette svekkes når en av de største driftskostnadene øker. Markedet blir igjen trusselen, men risikoen kan reduseres hvis selskapet tør å sikre seg gjennom finansielle instrumenter. Sikring betyr å gi opp eventuell gevinst for å sikre eventuelle tap, men risikoreduksjonen er samtidig med på å skape et mer stabilt kostnadsnivå, noe selskapet kan nyte godt av i et økonomistyringsperspektiv.

4.4. Beregning av avkastningskrav

Her vil vi vise hvordan vi beregner CAPM og WACC.

4.4.1. Fastsetting av betaverdi

Avkastningskravet til egenkapitalen som vi finner ved bruk av CAPM skal bli det samme uansett hvilket marked man henter markedspremie og beta fra (så lenge de hentes fra samme marked). Fordi investorenes avkastningskrav ikke avhenger av markedet egenkapitalen omsettes i, vil avkastningskravet til egenkapitalen i Frontline kunne beregnes ved å bruke data fra enten New York-børsen eller Oslo Børs.

I beregningen har vi brukt hele tidsperioden Frontline har vært notert på Oslo Børs, fra første noteringsdag, 17. september 1997 til slutten av april 2011. Vi har valgt å holde oss i Norge fordi det er her selskapet har vært notert lengst. Det gir oss mulighet til å trekke bedre konklusjoner rundt samvariasjonen mellom markedet og aksjen. Å holde oss innenlands gir oss også fordeler med tanke på tilgjengelig informasjon, da både børsen, Norges Bank og nyhetskilder har lett tilgjengelig informasjon fra flere tiår tilbake.

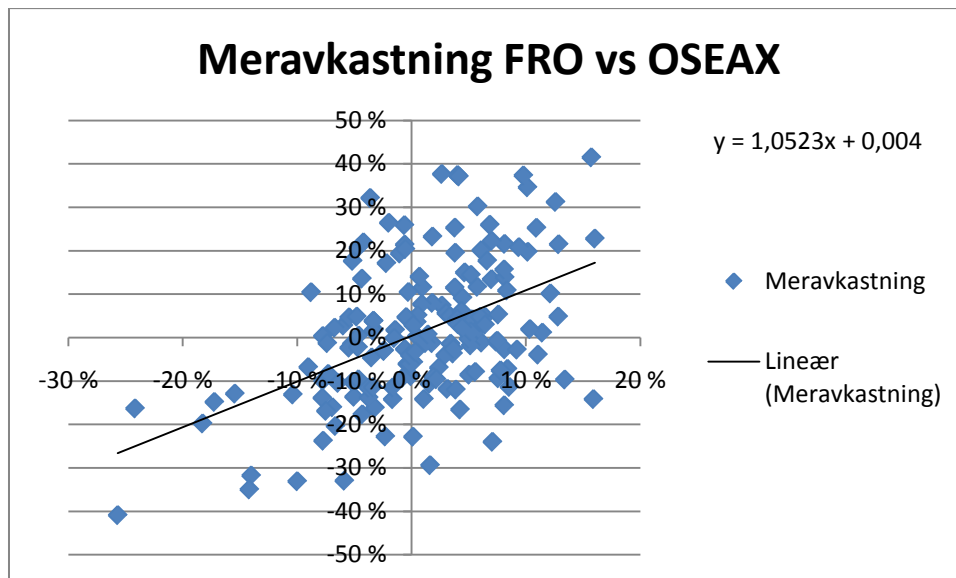
Når vi har valgt risikofri rente for å beregne avkastningskrav, har vi valgt å bruke renten på norske statsobligasjoner med forfall om 10 år. Norske statsobligasjoner er blant de sikreste i verden (ratet AAA av Standard & Poor, hvilket betyr at byrået antar at Norge har ekstremt gode evner til å innfri forpliktelser (Standard & Poor, 2011)), og vi mener at de møter kravet om risikofrihet i stor grad.

Vi har tatt utgangspunkt i Oslo Børs og All Share-indeksen notert der for å beregne markedspremie (r_m) og betaverdi for Frontline. All Share-indeksen i Oslo (OSEAX) representerer alle selskapene som er notert på børsen, og den gjenspeiler dermed avkastningen i markedet i større grad enn OBX (De 25 mest likvide aksjene på Oslo Børs) og OSEBX (Oslo Børs' referanseindeks).

Beregningene vi har gjort gir en betaverdi (β_i) for Frontline gjennom hele tidsperioden på 1,0523. Det betyr at Frontline historisk sett har hatt større utslag i avkastning enn det OSEAX har hatt, og at aksjekursen dermed er følsom for svingninger i markedet ellers. Vi har samtidig beregnet en alfaverdi (α_i) på 0,004, noe som betyr at man over en tidsperiode der OSEAX-indeksen har nullavkastning, kan man vente seg 0,4 % avkastning for Frontline.

Datamaterialet har en korrelasjon på 47 % , noe som betyr at det er en viss samvariasjon, men at resultatene ikke nødvendigvis kan sees på som holdbare i et matematisk perspektiv. I denne

oppgaven bruker vi resultatene fra betaberegningene som et hjelpemiddel for å finne et veiledende egenkapitalkrav.



Figur 7 Betaberegning Frontline

4.4.2. CAPM

Vi legger til grunn 5-årige statsobligasjoner for 2010 som risikofri rente. Denne var på 2,83 % (Norges bank). For å komme frem til risikopremie har vi prøvd forskjellige tilnærminger. Først prøvde vi å basere oss på historisk avkastning på Oslo børs. Dette følte vi ble feil da det ikke nødvendigvis er slik at historisk utvikling er representativt for fremtiden. Samtidig som at valg av forskjellig tidshorison ga store forskjeller. Derfor baserer vi oss på en risikopremie på 4 %, noe som er midt mellom 3 % og 5 % som Thoresen (2006) anbefaler. Med Betaberegningene gjort i foregående delkapittel der vi endte opp med en Beta på 1,0523, har vi det tallmaterialet som er nødvendig for å beregne avkastningskrav til egenkapitalen.

Under har vi beregnet CAPM med utgangspunkt i 5-årig og 10-årig risikofri rente. Det er derimot den 10-årige renten vi vil benytte oss av i våre videre beregninger.

	5-årig	10-årig
Risikofri rente	2,83 %	3,52 %
Risikopremie	4,00 %	4,00 %
Antatt avkastning i markedet \bar{r}_M	6,83 %	7,52 %
Beta=	1,052298279	1,052298279
CAPM	7,04 %	7,73 %

Tabell 1 - CAPM-beregning

4.4.3. WACC

Ettersom at Frontline lever i ett "skatteparadis" betaler dem så å si ikke skatt (T_m), derfor har vi valgt å se bort fra det i vår beregninger av WACC. Gjeldsandelen og egenkapitalandelen beregner vi ut ifra årsrapporten pr 31/12/2010. Vi bruker CAPM som avkastningskravet til egenkapitalen (k_e). For å beregne avkastningskravet til gjeld har vi brukt de forskjellige typene lån Frontline besitter, for så å regne gjennomsnittrenten av gjelden (Se Tabell 2 - Beregning gjennomsnittlig rentebærende gjeld)

Gjeldstype	Sum	Andel av total gjeld	Rentesats	Renteandel
Flytende rente	834659	28,60 %	4,50 %	0,01287
Obligasjoner	225000	7,70 %	4,25 %	0,0032725
Fastrentelån	303289	10,40 %	8,04 %	0,0083616
Annen rentebærende gjeld	1554993,94	53,30 %	4,50 %	0,023985
Sum	2917941,94	1	$r_d=$	4,85 %

Tabell 2 - Beregning gjennomsnittlig rentebærende gjeld

* Den flytende renten var i gjennomsnitt 3,2 % i 2010, men renten er forventet oppover, og en rente på rundt 4,5 % vil stemme overens med Norges Banks utsikter for renten.

På bakgrunn av de kalkulerte tallene, har vi det materialet som er nødvendig for å beregne WACC

	år 2010 (USD)
Total liabilities (debt)	3038883000
Total equity	759037000
Total liabilities and equity	3797920000
k_d	4,85 %
T_m	0
k_e CAPM	7,04 %
Gjeldsandel	80,01 %
Egenkapitalandel	19,99 %
WACC=	5,29 %

Tabell 3 - WACC-beregning

4.4.4. Oppsummering

Vi har altså kommet frem til avkastningskrav til egenkapitalen ved å bruke CAPM på 7,73% og ett vektet avkastningskrav til totalkapitalen ved bruk av WACC på 5,29%.

4.5. Regnskapsanalyse

For å kartlegge et selskaps økonomiske utvikling, kan man gjennomføre nøkkeltallsanalyser (Dahl, Hansen, Hoff, & Kinserdal, 1997). For å kunne si noe om utviklingen er man da nødt til å sammenligne tallene man får med noe, dette kan være historiske nøkkeltall. Desto lengre bak i tid man beregner nøkkeltall for, desto mindre relevante blir dem, men en god periode er å beregne for 3-5 år. (Huneide, Pedersen, Schwencke, & Haugen, 2009) På bakgrunn av dette har vi valgt å beregne nøkkeltall for Frontline for en 5-årsperiode, slik at vi får ett inntrykk av hvordan selskapet har utviklet seg.

4.5.1. Valg av nøkkeltall

Hvilke nøkkeltall man velger å analysere, kommer an på hva man ønsker å finne ut. I en verdsettelsessammenheng er det spesielt interessant å se på nøkkeltall som baserer seg på lønnsomhet og akjserelaterte forhold. I tillegg til dette vil vi se på finansierings- og lividitetsbaserte nøkkeltall, for å få ett inntrykk i hvor solid selskapet er. Noen av nøkkeltallene står eksplisitt i årsrapporten til Frontline, mens noen er vi nødt til å beregne selv.

4.5.2. Lønnsomhet

Samtlige av lønnsomhetstallene blir oppgitt i prosent.

Resultatgrad: Viser hvor stor prosent av totale inntekter som selskapet sitter igjen med, som kan brukes til å betjene egenkapitalen og gjeld. (Huneide, Pedersen, Schwencke, & Haugen, 2009)

Totalkapitalens omløpshastighet: “er et mål for hvor effektivt kapitalen utnyttes” (Sending, 2006). Dersom inntektene skulle øke raskere enn kapitalen, vil det si at man har en mer effektiv utnyttelse av kapitalen, hvilket er positivt.

Totalkapitalrentabilitet: Viser rentabiliteten på hele selskapet, dvs hviklen avkastning lederne i bedriften har oppnådd på totalkapitalen (EK+gjeld). Dette sier altså noe om størrelsen på “verdiskapningen balansens eiendelside har generert i løpet av en periode” (Tellefsen & Langli, 2005, s. 679) Ettersom vi allerede har beregnet resultatgraden og totalkapitalens omløpshastighet, velger vi å beregne totalrentabiliteten ut ifra Du Pont modellen. Du Pont modellen er en alternativ måte å beregne totalrentabiliteten på. Dette gjøres ved å gange resultatgraden med totalkapitalens omløpshastighet (Sending, 2006).

Netto driftsmargin: Er ett lønnsomhetsmål knyttet til selve driften av selskapet, og viser det prosentvise driftsresultatet av netto driftsinntekter.

Egenkapitalrentabilitet: Viser oppnådd avkastning på gjennomsnittlig egenkapital, altså den egenkapitalen selskapet har hatt i regnskapsåret. Desto høyere egenkapitalrentabilitet, desto bedre. Tellefsen, et al, 2005 foreslår CAPM som et normtall som man kan bruke til å sammenligne dette nøkkeltallet med.

4.5.3. Finansiell / Likviditet

Egenkapitalprosent: Viser forholdet mellom egenkapital og totalkapital. Dette er det mest brukte forholdstallet for soliditet, altså hvor egnet selskapet er for å takle de dårlige tidene. Dette forholdstallet bør i følge Sending 2006 være på minimum 1/3 av totalkapitalen. Selv om det ikke er gjeldende for Frontline, sier for øvrig den norske aksjeloven § 3-4 “*Krav om forsvarlig egenkapital:* Selskapet skal til enhver tid ha en egenkapital som er forsvarlig ut fra risikoen ved og omfanget av virksomheten i selskapet.” (Norges lover, 2007) Selv om dette er en norsk lov, så er det en lov Frontline absolutt bør følge.

Gjeldsnedbetalingsevne: Viser hvor mange prosent ett selskap i teorien kan bruke på å betale ned av gjelden sin. Med en slik evne på 10 % vil det følgelig kunne ta 10 år å betale ned gjelden sin, dersom de betaler ned så mye som de kan hvert år.

4.5.4. Aksjerelaterte

Felles for de aksjerelaterte nøkkeltallene er at

Fortjeneste pr aksje (EPS): Beregnes som årsoverskudd over antall aksjer. Det sier hvilken teoretisk avkastning en aksjonær har fått pr aksje han besitter.

Utdelingsforhold: Den andelen av resultatet som blir utdelt i utbytte.

Kurs/fortjeneste (P/E): Beregnes som markedsverdien pr aksje (børskursen), over resultat per aksje. Dette er et av de mest brukte forholdstallene i verdsettelsessammenheng da det sier hvor mange ganger dagens aksjeverdi er verdsatt i forhold til dets fortjeneste. Det betyr at den forteller deg hvor mange år det vil ta før du har tjent inn aksjens verdi, gitt at inntjeningen er den samme.

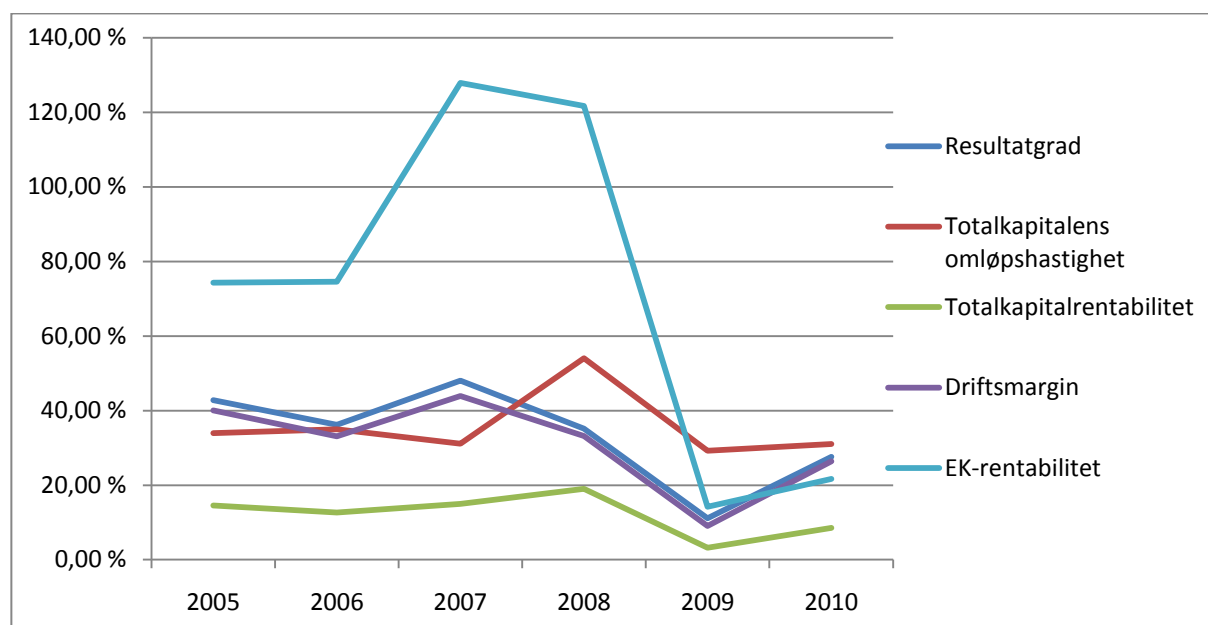
4.5.5. Resultatene fra regnskapsanalysen

Samtlige av beregningene er vist i tabellen nedenfor, disse blir deretter kommentert nærmere. Vi har også valgt å fremstille utviklingen grafisk på lønnsomhet og soliditet, da det gir ett bedre bilde av utviklingen.

Nøkkeltall	Utregning	År					
		2010	2009	2008	2007	2006	2005
Lønnsomhet							
Resultatgrad	$\frac{\text{Driftsresultat} + \text{Finansinntekter} * 100\%}{\text{Driftsinntekter}}$	27,58 %	11,09 %	35,17 %	48,06 %	36,17 %	42,80 %
Totalkapitalens omløpshastighet	$\frac{\text{Totale inntekter}}{\text{Gjennomsnittlig total kapital}}$	31,02 %	29,27 %	54,02 %	31,13 %	35,02 %	33,99 %
Totalkapitalrentabilitet	Resultatgrad * Totalkap. Omløpshastighet	8,55 %	3,25 %	19,00 %	14,96 %	12,67 %	14,55 %
Driftsmargin	$\frac{\text{Driftsresultat} * 100\%}{\text{Driftsinntekter}}$	26,4 %	9,06 %	33,21 %	43,88 %	33,11 %	40,09 %
EK-rentabilitet	$\frac{\text{Ordinært resultat} * 100\%}{\text{Gjennomsnittlig egenkapital}}$	21,7 %	14,23 %	121,72 %	127,91 %	74,58 %	74,32 %
Soliditet							
EK%	$\frac{\text{Egenkapital} * 100\%}{\text{Total kapital}}$	19,70 %	20,00 %	17,40 %	11,80 %	14,60 %	15,70 %
Gjeldsnedbetalingsevne	$\frac{\text{Ordinært resultat} + \text{Avskrivninger} - \text{utbytte} * 100\%}{\text{Gjennomsnittlig rentebærende gjeld}}$	7,73 %	3,52 %	9,67 %	5,45 %	6,47 %	15,09 %
Finansielle							
Fortjeneste per aksje (EPS)	$\frac{\text{Ordinært resultat}}{\text{Antall aksjer}}$	\$ 2,07	\$ 1,32	\$ 9,15	\$ 7,62	\$ 6,9	\$ 8,11
Utdelingsforhold	$\frac{\text{Siste års utbytte}}{\text{Ordinært resultat}}$	96,62 %	68,18 %	90,16 %	108,92 %	101,45 %	81,38 %
P/E	$\frac{\text{Børskurs per aksje}}{\text{Fortjeneste per aksje}}$	12,75	20,7	3,2	6,3	4,6	4,7

Tabell 4 - Resultat av regnskapsanalyse

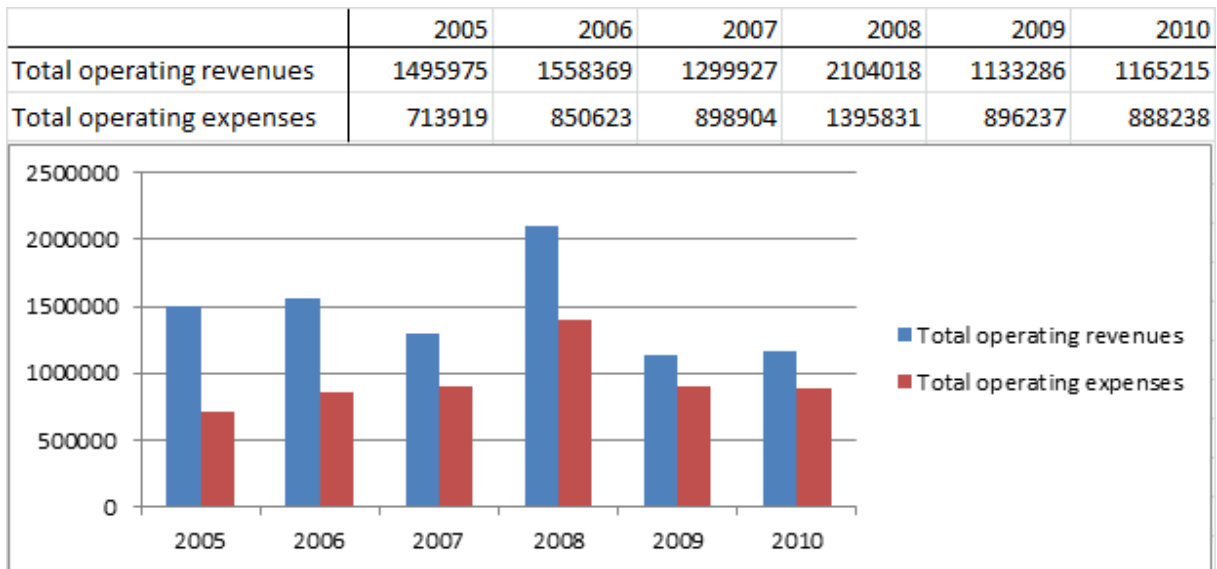
4.5.6. Lønnsomhet



Figur 8 - Grafisk fremstilling av lønnsomhetsanalyse

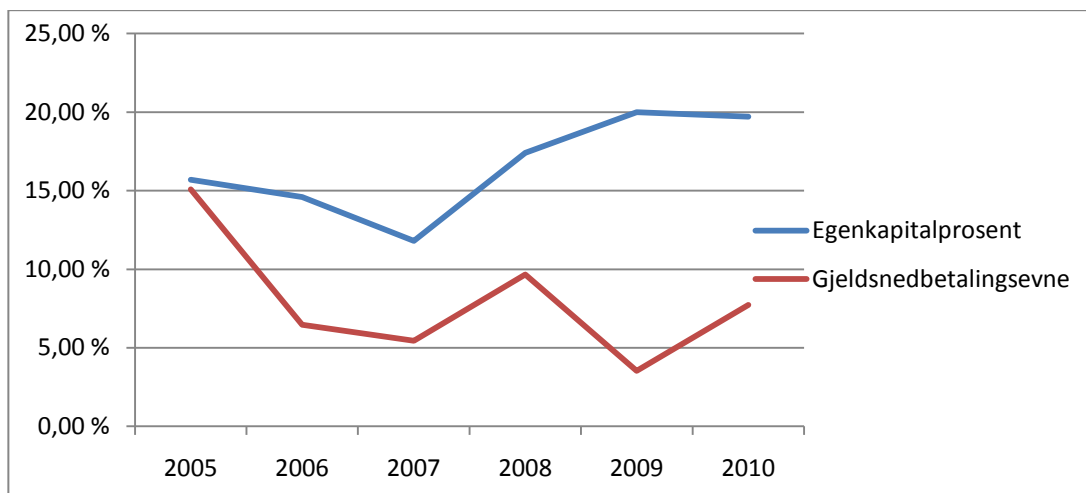
Som vi ser av den grafiske fremstillingen, så følger utviklingen på driftsmargin og resultatgrad hverandre. Det er naturlig i og med at eneste forskjellen er at resultatgrad inneholder finanskostnader. Felles for samtlige av de gjennomførte lønnsomhetsmålene, er at de er bedre desto høyere de er. Derfor ser vi at Frontline har utviklet seg i en negativ retning de siste årene, i og med at trenden på grafene er negativ. Egenkapitalrentabiliteten var unaturlig høy i 2007 og 2008, da den var over 100 %. De store svingningene i

egenkapitalrentabiliteten, skyldes i hovedsak Frontline sin strategi om å være spotorientert. Med 70 % av skipene sine i spotmarkedet, er de særdeles utsatt i svingningene i tankrater. Samtlige av nøkkeltallene er noe forbedret i 2010 kontra 2009, da ratene var bedre enn foregående år. Dette ser vi også av tabellen nedenfor, da Frontline i løpet av året økte inntektene med nesten \$ 32 millioner mens kostnadene sank med \$ 8 millioner.



Tabell 5 - Totale inntekter og kostnader

4.5.7. Soliditet



Figur 9 - Grafisk fremstilling av soliditetsanalyse

Egenkapitalprosenten er det eneste av nøkkeltallene som har forbedret seg i løpet av beregningsperioden. Til tross for dette er Frontlines egenkapitalprosent for 2010 på 19,70%, lavere enn deres konkurrenter Mol Group på 35,4% (Mol Group, 2011) og Nippon Yusen Kaisha på 30 % (Kaisha, 2011). Konkurrentene har altså ca 1/3 slik som Sending (2006)

anbefaler. Basert på dette så burde Frontline hatt en enda høyere andel egenkapital. Deres evne til å betale ned gjeld er svekket i løpet av perioden, og er lavere enn det den burde være. Dette til tross for en kraftig forbedring fra 2009. I perioden 2009 til 2010 fikk den fra 3,52% til 7,73%. Dette betyr at dersom resultatene fremover vil fortsette å være på 2010-nivå, vil det ta Frontline nesten 13 år ($100/7,73$) å nedbetale ned all rentebærende gjeld hvis dersom man bruker alt overskudd på dette. Frontline har derimot en strategi som går ut på å betale ut mesteparten av overskuddet som utbytte istedenfor å betale ned gjeld.

4.5.8. Finansielle / aksjerelaterte

I tråd med deres strategi har Frontline opprettholdt ett stabilt høyt utbyttesandel til sine aksjonærer. I år 2006 og 2007 betalte de ut mer enn 100% av resultatet i utbytte. Det vil si at de i forkant har spart opp mer midler enn dem trenger for å drifte normalt. I perioden 2005-2010 har dem i årsgjennomsnitt betalt ut 91,1 % av resultatet i utbytte. Det at de har så høy utbytteandel vil si at de ikke satser spesielt på vekst.

Etter å ha hatt lave P/E fra 2005 til 2008, ble den svært høy i 2009 og noe stabilisert i 2010. Dersom man snur P/E formelen får vi Earnings/Price, som er ett mål på aksjens realavkastning (Thoresen, 2006). I 2010 vil man da få en E/P på $1/12,75$, som indikerer en realavkastning på ca 7,84%. Sammenligner vi dette med våre CAPM-beregninger der vi fikk ett avkastningskrav på 7,73%, indikerer dette at aksjen er rett priset mtp 2010.

Finansielle							
Fortjeneste per aksje (EPS)	$\frac{\text{Ordinært resultat}}{\text{Antall aksjer}}$	\$ 2,07	\$ 1,32	\$ 9,15	\$ 7,62	\$ 6,9	\$ 8,11
Utdelingsforhold	$\frac{\text{Siste års utbytte}}{\text{Ordinært resultat}}$	96,62 %	68,18 %	90,16 %	108,92 %	101,45 %	81,38 %
P/E	$\frac{\text{Børskurs per aksje}}{\text{Fortjeneste per aksje}}$	12,75	20,7	3,2	6,3	4,6	4,7

Figur 10 - Finansielle nøkkeltall - Børsrelaterte

4.5.9. Oppsummering

Med unntak av egenkapitalandelen, så har samtlige av de beregnede nøkkeltallene hatt en negativ trend. Til tross for dette så virker det som at Frontline har tro på at sitt selskap har nødvendige finansielle midler, og at de kommer til å få den fremtidige inntjeningen som behøves for å drifte forsvarlig. Dette kan man begrunne utifra deres høye utdelingsforhold. Ut ifra dagens tankemarked går vi ut fra at marginene har falt noe hittil i første kvartal. Til tross for lavere egenkapitalandel enn sine konkurrenter, er den ikke faretruende lav i forhold til bransjens risiko.

5. Verdsettelse

5.1. Innledning

Vi vil i dette kapitlet presentere resultatene fra vår verdsettelse, samt hvordan vi kom frem til estimatene. Vi starter med den balansebaserte metoden, substansverdi, med hensikt å prise eiendelene i selskapet etter markedsverdi, før vi går i gjennom en scenarioanalyse av tankmarkedet. Denne analysen bygger opp til de fundamentale metodene. Vi har, etter å ha estimert fremtidige kontantstrømmer, kalkulert selskapsverdien basert på tre scenarier som representerer hvert sitt markedssyn. Til slutt vil vi også gå i gjennom resultat fra den komparative analysen hvor vi har brukt to multiplikatormodeller for å sammenlikne estimater og virkelig markedspris.

Scenarioanalysen vil ta opp kritiske faktorer i tankmarkedet, og samtidig prøve å stake ut en kurs videre. Dette gjøres gjennom en splittet konjunktur med tre markedssyn: det positive (bull), det “nøytrale” (basis) og det negative (bear) som vil legge grunnlag for våre beregninger av kontantstrømmer.

Vi har i vår verdsettelse brukt substansverdi, dividendemodellen, to kontantstrømbaserte modeller (fri kontantstrøm og EVA), samt P/B og P/E-multiplikatorer som forteller oss noe om hvordan prisingen vi kommer frem til står i forhold til dagens markedspris. Gjennom analysen får vi til sammen 10 individuelt kalkulerte kursestimater, samt sammenlikningstall mellom estimatene og det faktiske markedet. Som vi har lagt vekt på i analysedelen er ikke alle kursestimatene like sannsynlige, noe som gjør det nødvendig å vekte scenarioene etter sannsynlighet når vi skal gjøre vårt endelige kursestimat. Dette estimatet blir gjort på bakgrunn av resultatene fra hver modell vektet med sitt scenarios sannsynlighet.

5.2. Substansverdi

Her vil vi presentere fremgangsmåte for å komme frem til substansverdien til Frontline, samt presentere resultater som vi har kommet fram til. Selve beregningene ligger vedlagt (Vedlegg 02 – 03)

Frontline sier selv at de avskriver skipene lineært, slik at verdien etter skipets levetid er lik terminalverdien. Dette stemmer ikke helt i forhold til de markedsprisene vi har tilgjengelige. Informasjonen om markedsverdiene har vi hentet fra en rapport som Platou har offentliggjort

på sine nettsider. (RS Platou Oslo, 2011) Prisene sier hva det koster å legge inn bestilling for ett skip, hva det koster å kjøpe ett nytt skip, og hva det koster når det er hhv fem og ti år gammelt. Det er slik at ett skip som selges som nytt er verdt mer enn prisen for å bestille ett nytt fra ett verft. Slik er det ettersom at ett ferdigprodusert skip kan benyttes med en gang, mens det gjerne tar noe tid til det er ferdig produsert.

Frontline sin flåte består av tre typer skip, og det eldste ble bygd i 1991. De har dermed skip i alle aldre. Frontline oppgir i sin årsrapport at de avskriver skipene sine lineært over 25 år, som de sier er skipenes økonomiske levetid. Når 25 år er gått er skipet kun verdt deres residualverdi, altså verdien av stålet i skipet.

Som nevnt vet vi verdien av ett skip i bestilling, ett nytt skip, ett 5 år gammelt skip og ett 10 år gammelt skip innenfor de forskjellige skiptypene VLCC, Suezmax og OBO. Dette gjør at vi er nødt til å estimere prisen for de årsklassene som er imellom den informasjonen vi har. Ett annet problem er at prisene baserer seg på en spesifikk størrelse på skipet, mens samme type skip i realiteten kan ha flere 10 000 dwt i forskjell. Forskjellen på størrelse på skipet har vi håndtert med å estimere verdien av ett skip som en prosentdel av standardskipet. Slik at når vi for eksempel skal estimere verdien av en VLCC på 297 000 dwt, mens standardstørrelsen er på 305 000 dwt, så vektlegges skipet vi skal estimere som $297/305 = 97,38\%$ av verdien. Det at vi ikke vet verdiene på skip med forskjellig alder gjør at vi er nødt til å kalkulere årlige avskrivninger. Avskrivningene vi benytter tar utgangspunkt i verdifallet fra det er nytt, til det er 5 år gammelt, til det er 10 år gammelt og til det er verdt residualverdien. Mellom de forskjellige aldersgruppene bruker vi lineære avskrivninger. Residualverdien har vi beregnet ut ifra skipets lightweight (selve vekten av skipet), og stålprisen som Frontline bruker i sine beregninger, \$ 281/tonn. En standard VLCC på 300 000 dwt vil normalt veie 42 000 tonn (CENTER FOR TANKSHIP EXCELLENCE).

I vedlegg (02) ligger beregningene som danner grunnlag for de årlige avskrivningene vi benytter til VLCC, Suezmax og OBO.

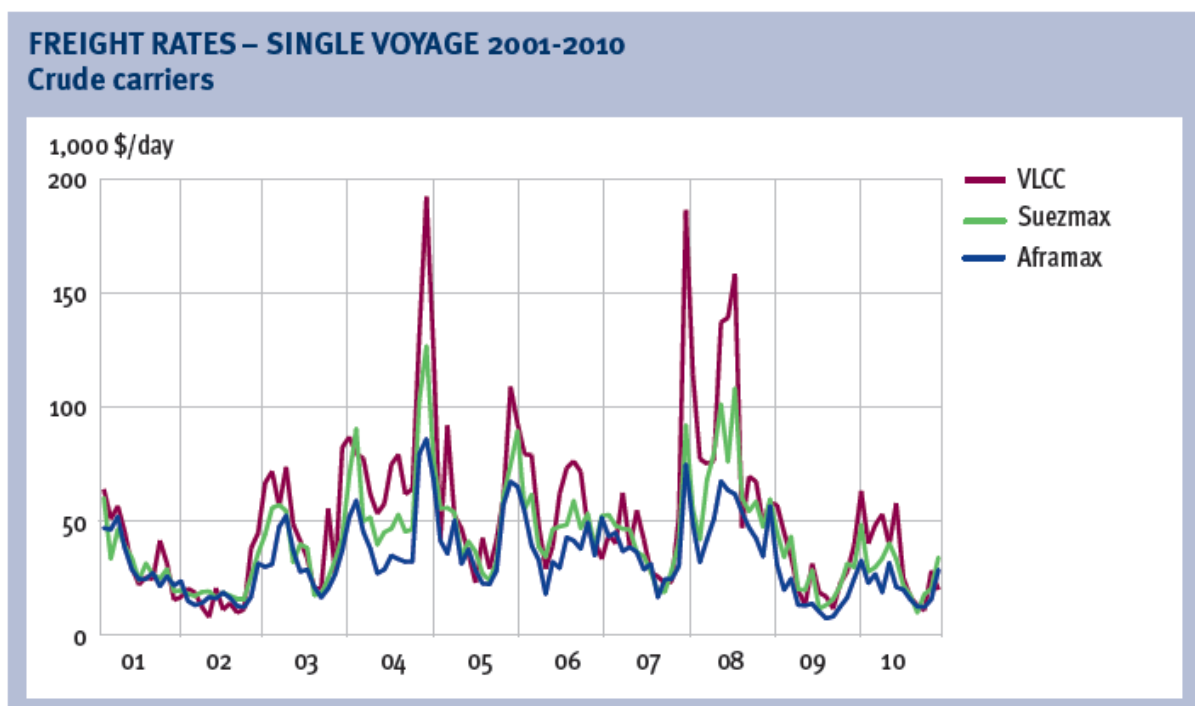
Ved å benytte fremgangsmåten ovenfor og de presenterte avskrivningene, har vi verdsatt hvert enkelt skip for å komme frem til en total verdi av flåten. Selve verdiberegningene ligger i vedlegg 03.

På bakgrunn av dette har vi kommet frem til at verdien av deres totale eiendeler er \$ 4,247 mrd. Dersom man da trekker fra deres totale gjeld fra balansen på \$ 3,039 mrd, ender vi opp

med en substansverdi på \$ 1,208 mrd. Dette er vesentlig under deres børsnoterte verdi på \$ 1,602 mrd. Disse summene tilsvarer en aksjekurs på hhv \$ 15,51 og \$ 20,58. Dette tyder på en nedside på nesten 25 % etter substansverdien å bedømme. Forskjellen blir mindre dersom man legger immaterielle eiendeler som for eksempel goodwill en verdi. Dette kan blant annet være merverdi i form av markedsposisjon (Dragesund, 1997). På bakgrunn av mulige merverdier i form av goodwill, velger vi å legge på 5 % av markedspris til substansberegningen. Da vil vi få en verdi av Frontline på \$ 1,288 mrd, altså en kurs på \$ 16,54/aksje.

5.3. Finanskrisen og shippingbransjen

Gjennom finanskrisen var shippingbransjen tidvis i fritt fall og i og med at ratene på sitt beste lå på bunnivået fra 2008, kunne ikke resultatene i 2009 sammenliknes med det foregående året. På slutten av 2009 og det første halvåret av 2010 fikk ratene en ny opptur (Se Figur 9 - Tankrater 2001 – 2010). Første halvår 2010 hadde en snittrate for VLCC-tankere på \$ 51000/dag, men et siste halvår med snittrater på \$19000/dag gikk året under ett i et snitt på \$38000/dagen for bransjen



Figur 11 - Tankrater 2001 – 2010

Kilde: RS Platou (s. 14)

Markedsutviklingen i 2010 skyldtes i første halvår forsinkelser av leveranser på nybygg og bruk av skip som lagringsplass fremfor frakt av olje (The Platou Report 2011; Annual Report 2010). Når skipene som ble brukt som lager returnerte til det vanlige markedet gikk ratene raskt nedover igjen, og de gode tidene i første halvår ble fort byttet ut med tall godt i underkant av driftskostnadene.

5.3.1. Tankbransjen i starten av 2011

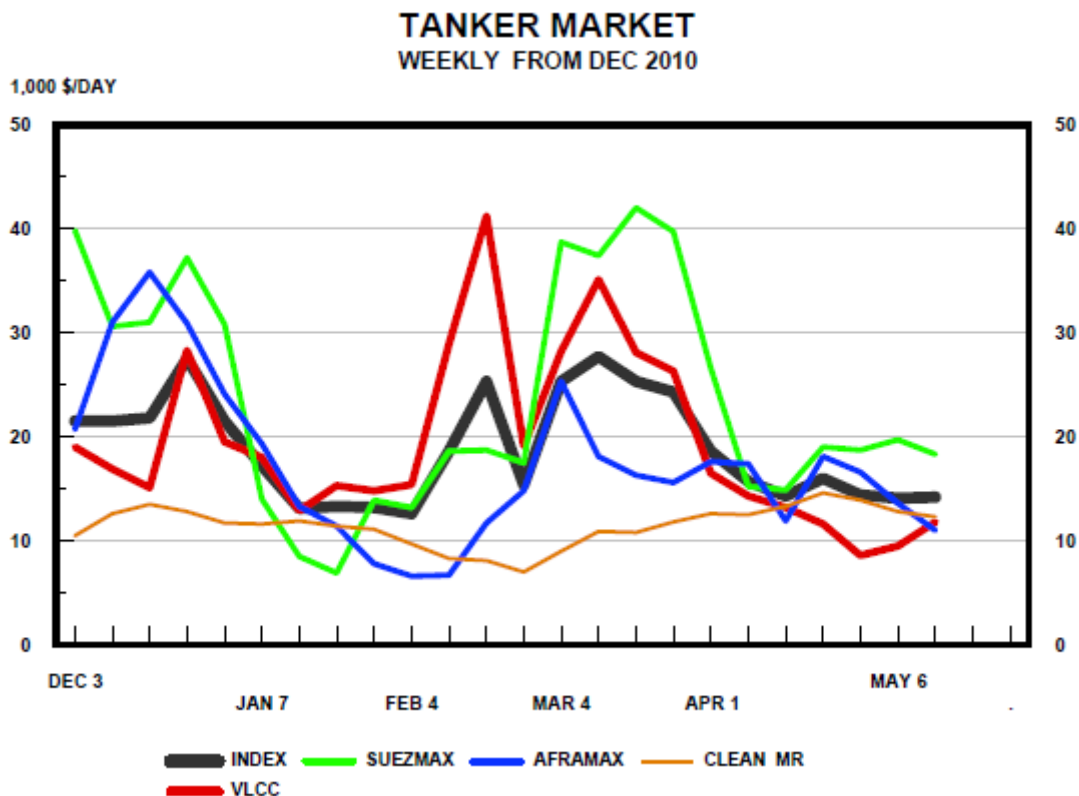
I 2011 har ratene variert mye, men kun i to tidsintervall har ratene ligget over Frontlines breakeven rate på \$30100 (s. 31) for VLCCer. I starten av mai har ratene duppet under \$10000/dagen (jfr. Figur 10 – Tankmarkedet: Desember 2010 - Mai 2011), rater som på langt nær møter Frontlines breakeven. For Suezmax-ene har Frontline en breakeven på \$24500/dagen, og som vi ser av figuren har ikke de gjennomsnittlige ratene i denne kategorien heller vært nok til å dekke kostnadene fra driften. I snitt har ratene ligget på rundt \$23 000/dagen for VLCC, og \$18500 for SUEZMAX (OBO-ene er antatt høyere basert på andel av driftsinntekter i årsrapport 2010).

I og med at vår verdsettelsesdato er satt til 11.05.11, har vi allerede vært gjennom en fjerdedel regnskapsåret. I har derfor utarbeidet et utkast til hvordan vi tror det har gått. Vi har lagt til grunn innsamlede rater fra Thomson Reuters Datastream og laget et gjennomsnitt for VLCC- og SUEZMAX-skip. Ratene vi har behandlet er knyttet til enkeltruter. Vi antar, på grunnlag av Frontlines store flåte, at skipene deres er fordelt relativt likt over hele verden, og at gjennomsnittsratene for de 7 (VLCC) og 4 (SUEZMAX) rutene vi har brukt derfor gir et passende bilde.

I alt antar vi at selskapet fikk et førstekvartal 2011 på -\$35 millioner i driftsresultat, som betyr at gitt like finansinntekter og – kostnader ville selskapet ha et perioderesultat på -\$67,3 millioner dollar. Det tilsvarer et resultat på ca -\$0,86 per aksje. Resultatet skyldes i all hovedsak at ratene på skip har vært lavere enn kostnadene, og da har man et scenario det er tilnærmet umulig å tjene penger i.

Q1 2001	Totalt	Per dag	Hentet fra
Driftsinntekter			
VLCC	\$90 332 520	\$23 068	Thomson Reuters Datastream
SUEZMAX	\$34 896 123	\$18 671	
SUEZMAX			*et anslag basert på 2010
OBO	\$19 940 642	\$ 28006*	regnskapet
Driftskostnader			
VLCC	\$117 871 600	\$30 100	Årsrapport 2010
SUEZMAX	\$45 790 500	\$24 500	
SUEZMAX			
OBO	\$17 444 000	\$24 500	
Driftsresultat	-\$35 936 815		
Finansinntekter	4076000		Kvartalsrapport Q1 2010
Finanskostnader	-35511000		(1st quarter 2010 results)
Perioderesultat	-\$67 371 815		

Tabell 6 - Overslag Q1 2011



Figur 12 – Tankmarkedet: Desember 2010 - Mai 2011Kilde: RS Platou (Weekly Rates 2011)

5.4.Valg av måleparametre:

Det store spørsmålet man må stille seg er: “Vil markedet holde de lave ratene videre gjennom 2011?”, og ikke minst “Hvordan vil markedet utvikle seg de neste årene?”. Vurderingene av disse spørsmålene er kritiske i forhold til vår verdsettelse, da selskapets antatte fremtidige kontantstrømmer vil basere seg på hvordan vi tror markedet vil utvikle seg. Vi har valgt å legge til grunn tre parametre som vi tror vil være avgjørende for utviklingen i inntjeningen i shippingbransjen fremover, nemlig tilbud og etterspørsel etter olje, flåtestørrelsen og flåteproduktiviteten.

De tre parameterne trekker markedet i hver sine retninger og påvirker på den måten inntjeningen. Mens verdens oljekonsum blir en slags etterspørselsfunksjon for tankskip, blir flåten tilbudet i markedet, fordi den legger begrensning på hvor mye som kan leveres fra rederienes side. Utnyttelsesgraden sier på sin side noe om hvor godt rederiene klarer å utnytte kapasiteten sin, med andre ord hvor effektiv driften av skipene er.

For å vise det store usikkerhetsmomentet det er å spå i fremtiden, har vi har valgt å lage tre scenarioer vi antar at kan inntreffe per parameter. Vi vil ha et “bull”-, et basis- og et “bear”-case, som representerer de tre holdningene man kan ha til markedet. Bull-caset blir vår vurdering av hvordan det vil gå med selskapet hvis markedet får en positiv utvikling, basiscaset blir det scenarioet vi finner mest sannsynlig at vil inntreffe, mens det tredje scenarioet, bear-caset, blir som tittelen angir vårt laveste anslag for markedsutviklingen.

5.4.1. Oljekonsum

Som en faktor for tilbud og etterspørselen etter olje, og dermed etterspørsel etter oljetransport, har vi satt verdens konsum av olje. Det er mulig å anslå fremtidens oljeforbruk på bakgrunn av blant annet forventet økonomisk vekst, og våre tre scenarioer er vurderinger hentet fra henholdsvis det internasjonale energibyrået og den amerikanske energiinformasjons administrasjonen (EIA). Det internasjonale energibyråets anslag tar utgangspunkt i en forventet vekst i konsumet, mens de amerikanske anslagene er en vurdering av hvordan verdens oljekonsum vil påvirkes av skifter i oljeprisen. Endringen i oljekonsumet vil fungere som endringen i etterspørselen etter tanktransport, hvor vi samtidig forutsetter at tankbåter vil opprettholde sin markedsandel innenfor transport av olje.

Forbruk av olje (Mill. tonn)	2010*	2011	2012	2013	2014	2015	2035
EIA Lav oljepris **	4006	4147	4288	4429	4569	4710	6135
Δ Konsum/år	3,30 %	3,50 %	3,40 %	3,30 %	3,20 %	3,10 %	1,33 %
IEA ***	4006	4074	4127	4231	4303	4363	5323
Δ Konsum/år	3,30 %	1,00 %	1,30 %	2,50 %	1,70 %	1,40 %	1,00 %
EIA Høy oljepris ****	4006	4039	4072	4105	4137	4170	4775
Δ Konsum/år	3,30 %	0,82 %	0,81 %	0,80 %	0,80 %	0,79 %	0,68 %

Tabell 7 - Verdens forbruk av olje 2009 – 2035

Kilde: (British Petroleum, 2010)*, (Low Oil Price case, 2010) **, (s. 36) (Bloomberg Businessweek, 2010)*, (High Oil Price case, 2010) ******

Som vi ser av tabellen (Se Tabell 7 - Verdens forbruk av olje 2009 – 2035) er det en god spredning mellom de tre scenarioene i 2011 til og med 2015, før målene samler seg rundt en årlig vekst på 1 % (+/- 1/3 %). De tre scenarioene gir tre mulige utviklinger i etterspørselen etter tanktransport. Basis- og bear-scenarioet ligger nærmest hverandre, noe som på mange

måter gjenspeiler vårt syn på markedet, mens bull-scenariet stikker seg markant ut med tanke på positivitet til markedet (Se Figur 11 - Scenarioanalyse: Oljekonsum 2010-2015). På tidshorisonten 2015-2035 har vi lagt inn beregningene fra EIA (Bull og bear), samt en 1 % vekstfaktor per år for basiscaset basert på konsum i 2015.

I dagens negative tankemarked er det lett at man blir preget av stundens alvor og dermed undervurderer markedet på grunn av en negativ innstilling. Vi tror derfor bull-scenariet i denne sammenhengen vil være med på å utfylle de to mer moderate anslagene. Samtidig mener vi at de tre scenarioene under ett vil gi en pekepinn når det kommer til konjunkturpåvirkning i tankmarkedet. Mens bull- og bear-caset har jevn stigning, har vi lagt inn markedets volatilitet som en slags variabel i basiscaset (Figur 12 - Scenarioanalyse: Endring Oljekonsum 2010-2015).

5.4.1.1. Bull-scenariet

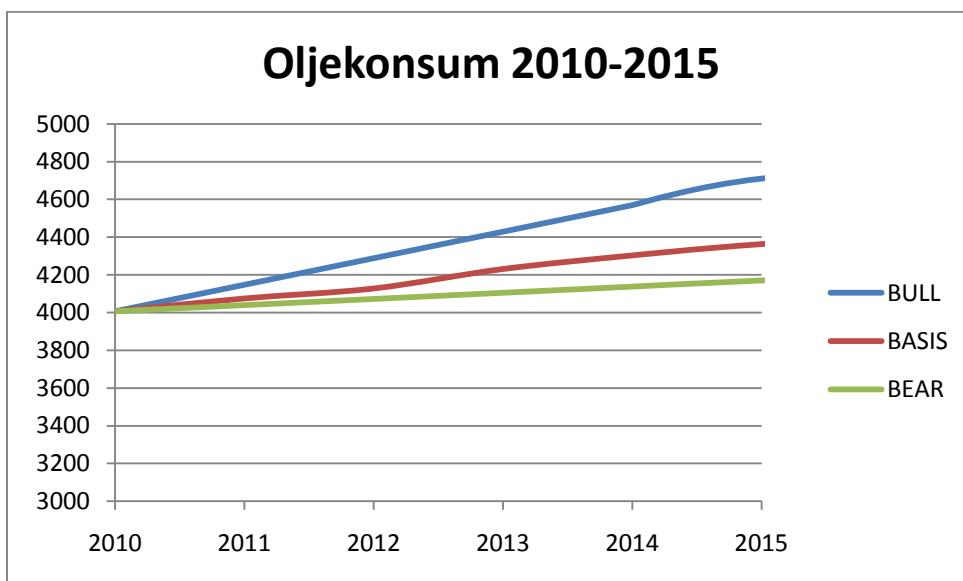
I bull-caset har EIA laget forventninger for årene fremover gitt en lav oljepris. Per dags dato ligger oljeprisen mellom \$110 og \$115 per fat, og kan ikke karakteriseres som særlig lav. Samtidig styres også oljeprisen av tilbud og etterspørsel, og oljeprisen fremover er ikke gitt. Bull-caset antar en lav oljepris, og mener at forbruket med det vil gå opp. Det forventes en økning på rundt 3,25 % årlig i dette scenarioet.

5.4.1.2. Basis-scenariet

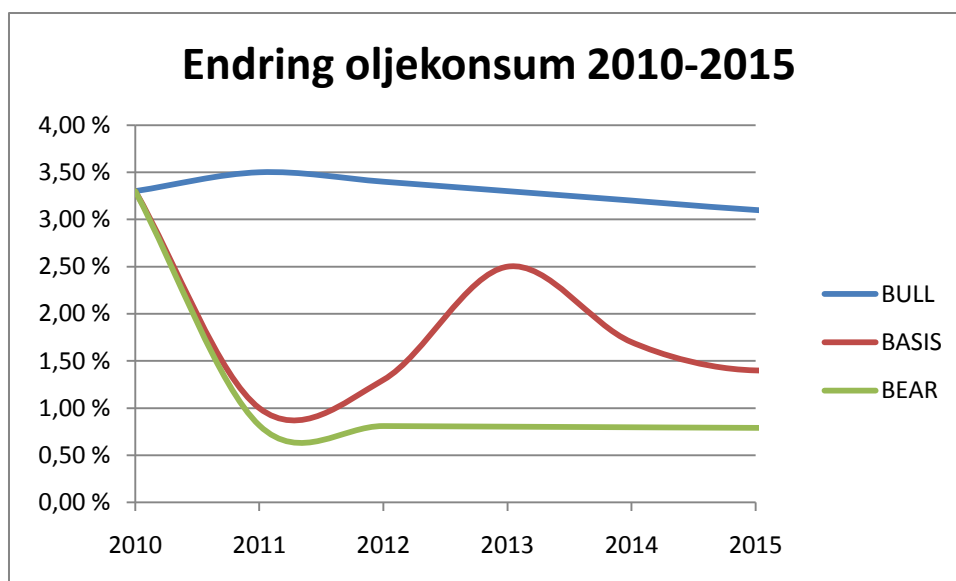
Basiccaset er litt mer konservativt i forhold til "bull" og er etter vår vurdering det mest sannsynlige scenarioet av de tre. Det tar utgangspunkt i IEAs antakelser om rundt 1 % økning i året frem mot 2015, et synspunkt begrunnet i en antakelse om at ledig produksjonskapasitet i OPEC vil falle gjennom 2011 og kanskje kunne falle helt ut i 2012 (Bloomberg Businessweek, 2010). I forhold til IEA-estimatet har vi endret tallene litt for prøve å korrigere med den typiske bransjesyklusen i tankbransjen, hvor man på typisk to til tre år går fra høykonjunktur til lavkonjunktur. Siste lavkonjunktur kom brått etter siste høykonjunktur (2009 (lav) etter 2008 (høy)), og med tanke på den negative utviklingen i tankbransjen i 2011 tror vi at markedet får en ny nedtur, og møter bunnen i år.

5.4.1.3. Bear-scenariet

Det mest negative estimatet på verdens oljekonsum, bear-scenariet, legger til grunn en høy oljepris som argument for en svak utvikling. Sannsynligheten for dette scenarioriet er absolutt tilstedeværende, både fordi vi i dag har en relativt høy oljepris, men også i forhold til hvordan denne kan utvikle seg i fremtiden. Sånn sett bygger IEAs analyse også opp under dette scenarioriet, da redusert produksjon i oljebransjen generelt sett gir høyere råvarepris, som igjen senker etterspørselen etter tanktransport.



Figur 13 - Scenarioanalyse: Oljekonsum 2010-2015



Figur 14 - Scenarioanalyse: Endring Oljekonsum 2010-2015

5.4.2. Verdens tankerflåte

Som et mål på tankbransjens tilbudsfunksjon har vi valgt å bruke veksten i tankflåten. 1.1.11 var verdens tankflåte på til sammen 432,8 millioner dwt. (s. 12). 2010 bød på en vekst i flåten på 5 %, men veksten kunne fort vært høyere. På grunn av forsinkelser i leveringer fra verftene ble kun 60 % av de skipene som skulle blitt levert i 2010 faktisk levert. Forsinkelsene henger igjen etter bestillingsboomen som kom i etterkant av kanonåret 2008 hvor det ble bestilt 47 millioner dwt (mot 10,3 i 2009 og 38,9 i 2010) (The Platou Report 2009; The Platou Report 2010; The Platou Report 2011).

Verft har lengre leveringstid enn leverandører i andre bransjer. Det gjør at når man bestiller inn nye skip i oppgangstider blir de gjerne levert først to/tre år etter bestilling, både på grunn av ventetid i ordreboken og konstruksjonstid. Resultatet blir da at man får en ekstra vekst i flåten først noen år etter toppåret i konjunkturen, og med en bransjesyklus på fire/fem år mellom hver topp betyr det at veksten kan slå inn i nedgangsårene. Spesielt etter 2004, et år Frontline oppnådde en egenkapitalavkastning på 111,5 %, ble det en økt etterspørsel blant rederiene etter nye skip. Frem mot 2007 og 2008 hadde flåten en sterk vekst, nesten 100 millioner dwt fra 1.1. 2004 til 31.12. 2008 (det tilsvarer en vekst på ca 30 % over 4 år)(Se Tabell 8 - Flåtevekst og ROE 1999-2009). Den raske flåteveksten resulterte i 2009 i et svært svakt år resultatmessig i hele bransjen. Frontline klarte allikevel å levere positivt resultat, men veksten i 2009 og 2010 har vært med på å skape den markedssituasjonen man har i 2011.

År	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Δ		1,6	0,8		2,5		7,0	6,5			7,0
Flåte/år	2,5 %	%	%	-1,5 %	%	3,7 %	%	%	5,0 %	4,0 %	%
FRO	-15,6	30,5	30,6		26,9	111,5	74,3	74,6	127,9	121,7	14,2
ROE	%	%	%	-0,7 %	%	%	%	%	%	%	%
Flåte 1.1	290,5 8	298 298	302,9 302,9	305,3 305,3	300, 8	308,5 2	320,4 320,4	344,5 344,5	368,4 4	387,8 3	404 404

Tabell 8 - Flåtevekst og ROE 1999-2009

Kilde: The Platou Report (2000-2008; 2009; 2010), Frontline Annual Report (2000-2010; 2011)

For tankbransjen er det bra med et tilbud som dekker etterspørselen, uten at tilbudet blir for høyt. Et høyt tilbud i forhold til etterspørsel vil være med på å senke skipenes dagsrater, og dermed også Frontlines inntjening.

Tilbudet styres av flere variabler. I vår analyse har vi lagt vekt på ordreboken for skipsbyggerindustrien og endringer i denne, knyttet til både levering og nye order. Vi har også lagt inn den forventede andelen skip som skrapes eller bygges om i løpet av hvert år.

Leveranser av nye skip hever tilbudet, mens skraping og ombygginger trekker skip ut av markedet, og senker med det tilbudet. Samtidig som bestillinger kommer inn, må verftene ha kapasitet ledig for å bygge skipene. Når verftene ikke har kapasitet blir det gjerne forsinkelser, og båter med forventet leveringstid ett år kan ende opp å bli levert først i det neste.

Som utgangspunkt for våre tre scenarier har vi brukt skipsmeglerfirmaet RS Platous årlige utgivelse, The Platou Report. I rapporten skriver selskapet om året som har gått, samt om året som kommer. I rapporten presenteres både velrenomerte bransjeanalytikere og statistikkbyråers antakelser sammen med Platous egne meninger om neste år. Platou mener 2011 vil likne på 2010 ved at forsinkelsene på verftene vil fortsette, og antar at rundt 68 % av forventet levert tonnasje vil bli levert. De ser for seg en kraftig vekst i den totale verdensflåten, 7 %, en vekst som henger sammen med bestillinger noen år tilbake. Platou-rapporten (det samme gjelder Frontline) antar at den resterende andelen enkeltskrogsbåter i flåten skal ut av markedet i løpet av 2011. Utfasingsperioden av disse båtene har tatt lengre tid enn man på forhånd antok, og man mente blant annet i samme rapport i fjor at 2010 skulle være året da enkeltskrogsbåter gikk ut.

Vi har i våre anslag tatt hensyn til både Frontline og Platous synspunkter, men vi har også tatt inn egne vurderinger. Spesielt gjelder det for årene 2012-2015, da tidsperioden ikke omtales i rapportene. Informasjon for den tidsperioden er ikke lett tilgjengelig, og vi baserer derfor utviklingen for endringer i flåten på våre antakelser om markedsutviklingen på etterspørselssiden. Vi sammenlikner samtidig med fortiden, hvor spesielt bestilling/leveringsmønstre for høy- og lavkonjunkturer blir vektlagt.

I de tre scenarioene har vi tatt det for gitt at 2011 blir et år der det ikke er alt for mye variasjon over de fleste variablene. Det har gjort at vi har behandlet alle scenarioene likt når det kommer til planlagte og faktiske leveringer samt nye bestillinger. Forsinkelsene fra i fjor på leveranser av nye skip tror vi kommer til å vedvare med kun en liten økning, noe som er i tråd med Platous syn (2011, s. 18).

Vi vet at man har gått gjennom første kvartal i 2011 med lave rater, noe som påvirker bestilling av nye skip for senere leveranse i negativ retning. En annen faktor som trekker i den samme retningen er størrelsen på ordreboken, en variabel vi tror skal ned på sikt for å skape større likevekt i markedet. Vi tror på svært lav bestillingsaktivitet og har derfor ikke differensiert denne over de tre scenarioene, da det ikke ville vært realistisk. En reduksjon i ordreboken er også med på å senke de årlige leveransene, og verftenes mulighet til å oppfylle bestillingene som ligger inne øker.

5.4.2.1. Bull-scenario

Bull	Alle tall (utenom proSENTSATSER) i millioner dwt						
År	2010	2011 (e)	2012 (e)	2013 (e)	2014 (e)	2015 (e)	2035 (e)
Flåte 1.1	413,92	432,82	447,82	460,74	483,96	474,88	579,45
Ordrebok 1.1.	113,80	113,40	83,40	73,26	70,04	79,12	
Planlagte leveringer	60,00	59,00	42,13	33,21	15,93	28,52	
Nye leveringer	38,90	40,00	37,92	33,21	15,93	28,52	
% av planlagte leveringer	65 %	68 %	90 %	100 %	100 %	100 %	
Nye bestillinger	38,50	10,00	27,78	30,00	25,00	28,52	
Skraping/ombygging	20,00	25,00	25,00	10,00	25,00	25,00	
Ordrebok 1.1. / Flåte	27 %	26 %	19 %	16 %	14 %	17 %	
Δ Flåte/år	5 %	3 %	3 %	5 %	-2 %	1 %	1 %

Tabell 9 - Scenarioanalyse: Flåteutvikling BULL

I vårt positive case (Tabell 9 - Scenarioanalyse: Flåteutvikling BULL) har vi lagt til grunn en jevn skrapings- og ombyggingssats på rundt 25 millioner dwt i året. Unntaket blir 2013, som vi fra etterspørselsvariabelen har markert som et toppår ut fra historisk bransjesyklus. 25 millioner dwt tilsvarer i snitt 5,4 % av den totale flåten i året, et ikke urealistisk måltall på tonnasjeutskiftning. I 2013 antar vi en lavere skrape/ombyggingsandel på kun 10 millioner dwt av den grunn at det er sannsynlig å anta at et rederi ønsker å holde mer tonnasje i markedet i oppgangstider, en hypotese som gjelder for alle tre scenarioene.

I likhet med oppgangsårene 2004 og 2008 var det stor ekspansjon i flåten to til tre år i etterkant av toppen. Vi har i 2013 lagt inn ekstra bestillingsordre for å gjenspeile den effekten gode tider historisk sett har hatt på flåteveksten i årene etter.

Gjennomsnittlig ligger bull-scenariet med en vekstrate på 2,05 % i året fra 2011-2015, og en gjennomsnittlig vekst fra 2015-2035. Tidshorisonten fra 2015-2035 er et bilde på det langsiktige leddet i nåverdiformelen.

5.4.2.2.Basis-scenario

Basis	Alle tall (utenom prosentsatser) i millioner dwt						
År	2010	2011 (e)	2012 (e)	2013 (e)	2014 (e)	2015 (e)	2035 (e)
Flåte 1.1	413,92	432,82	457,82	478,24	504,96	498,11	664,99
Ordrebok 1.1.	113,80	113,40	83,40	64,92	58,21	65,06	
Planlagte leveringer	60,00	59,00	42,13	33,21	13,15	21,80	
Nye leveringer	38,90	40,00	37,92	33,21	13,15	21,80	
% av planlagte leveringer	65 %	68 %	90 %	100 %	100 %	100 %	
Nye bestillinger	38,50	10,00	19,44	26,50	20,00	21,80	
Skraping/ombygging	20,00	15,00	17,50	6,50	20,00	12,00	
Ordrebok 1.1. / Flåte	27 %	26 %	18 %	14 %	12 %	13 %	
Δ Flåte/år	5 %	6 %	4 %	6 %	-1,4 %	2 %	1,5 %

Tabell 10 - Scenarioanalyse: Flåteutvikling BASIS

Basis-caset (Tabell 10 - Scenarioanalyse: Flåteutvikling BASIS) har en mer variabel skrap- og ombyggingssats, men det samme mønsteret rundt 2013 opptrer også her. Gjennomsnittlig

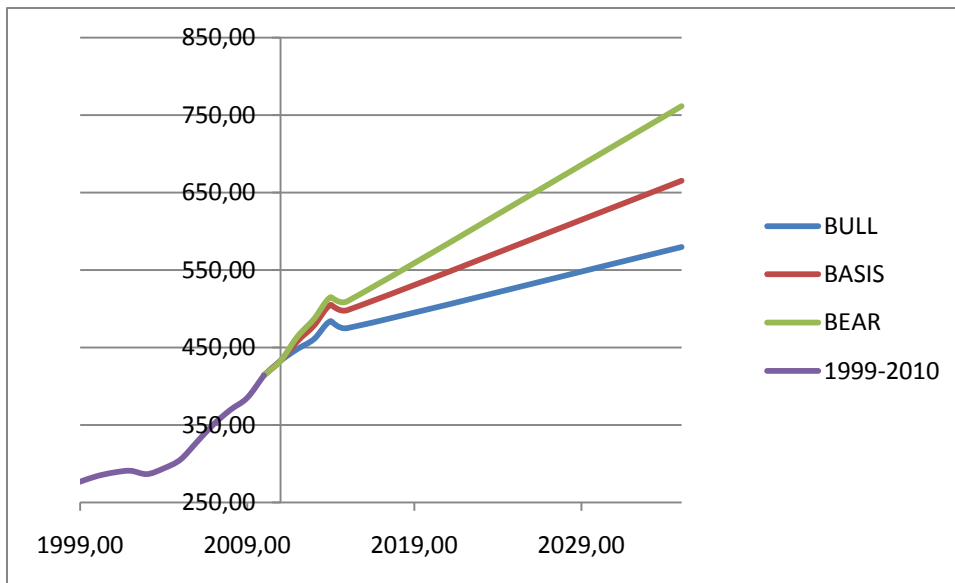
ligger skrap- og ombygging på 3,4 % av den totale flåten, noe som er med på å øke den gjennomsnittlige veksten i flåten til 3,29 % årlig. På lang sikt (2015-2035) legger vi til grunn en vekstrate på 1,5 % per år for den totale verdensflåten.

5.4.2.3.Bear-scenario

Bear							
Alle tall (utenom prosentsatser) i millioner dwt							
År	2010	2011 (e)	2012 (e)	2013 (e)	2014 (e)	2015 (e)	2035 (e)
Flåte 1.1	413,92	432,82	463,82	486,74	514,96	509,68	761,52
Ordrebok 1.1.	113,80	113,40	96,28	78,82	70,61	75,88	
Planlagte leveringer	60,00	59,00	42,13	33,21	12,22	19,44	
Nye leveringer	38,90	40,00	37,92	33,21	12,22	19,44	
% av planlagte leveringer	65 %	68 %	90 %	100 %	100 %	100 %	
Nye bestillinger	38,50	10,00	16,67	25,00	17,50	19,44	
Skraping/ombygging	20,00	9,00	15,00	5,00	17,50	5,00	
Ordrebok 1.1. /Flåte	27 %	26 %	21 %	16 %	14 %	15 %	
Δ Flåte/år	5 %	7 %	5 %	6 %	-1 %	3 %	2 %

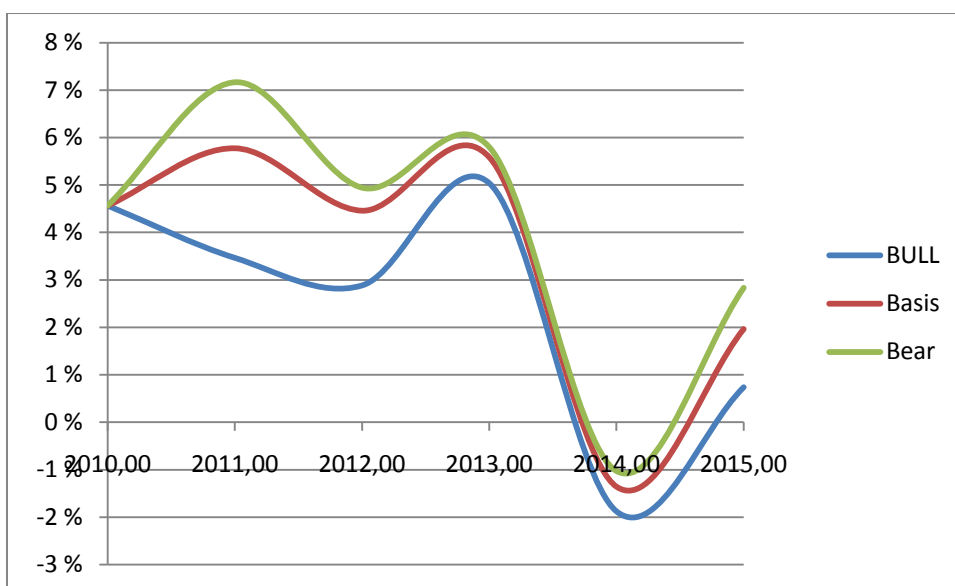
Tabell 11 - Scenarioanalyse: Flåteutvikling BEAR

Vårt mest negative scenario (Tabell 11 - Scenarioanalyse: Flåteutvikling BEAR) legger en enda lavere skrapings- og ombyggingsrate til grunn for flåteutviklingen, hvor gjennomsnittlig kun 2,4 % av den totale flåten antas å tas ut av markedet årlig, hvis 2013 holdes utenfor gjennomsnittsberegningen. Bear-scenariet har en gjennomsnittlig vekstrate i den totale flåten på 3,94 %, og er også det scenarioet med høyest antatt årlig vekst i det langsiktige perspektivet (2015-2035) med 2 % vekst årlig.



Figur 15 - Scenarioanalyse: Forventet flåteutvikling total tonnasje 2010-2035

Sett i forhold til tonnasjeutviklingen i tankbransjen siden 1999 gir de tre scenarioene forskjellige veier videre, hvis man ser det i et vekstperspektiv (Figur 13 - Scenarioanalyse: Forventet flåteutvikling total tonnasje 2010-2035). Bear- scenarioet gir en tilnærmet lik økning fra 2015 til 2035 som den man har hatt fra 2003 til 2010. Bull- og basis-scenariet gir hver sin mer og mindre avtagende, men fortsatt positive utvikling.



Figur 16 - Scenarioanalyse: Forventet flåteutvikling per år 2010-2015

I motsetning til etterspørselsfunksjonen følger alle tre scenarioene relativt like konjunkturer i tilbudsfunksjonen (Figur 14 - Scenarioanalyse: Forventet flåteutvikling per år 2010-2015). Fordi den historiske bransjesyklusen er såpass lett å identifisere, blir det relevant å ha den med i minst en av funksjonene. Vi har valgt å inkludere den i tilbudsfunksjonen fordi det er her den er mest observerbar i datamaterialet.

5.4.3. Flåteproduktivitet

Flåteproduktivitet er et mål på rederiets effektivitet. Jo høyere effektivitet, jo flere dager seiler skipene med rateinntekter fra leverandørene. På tross av mer moderne utstyrte båter som tåler dårlig vær og vanskelige forhold bedre og bedre, og med det har mer effektive seilaser, inntreffer gjerne de effektivitetsreducerende omstendighetene når skipene ligger til kai. Lasting og lossing krever tid, og det samme kan skifte av mannskap og liknende gjøre.

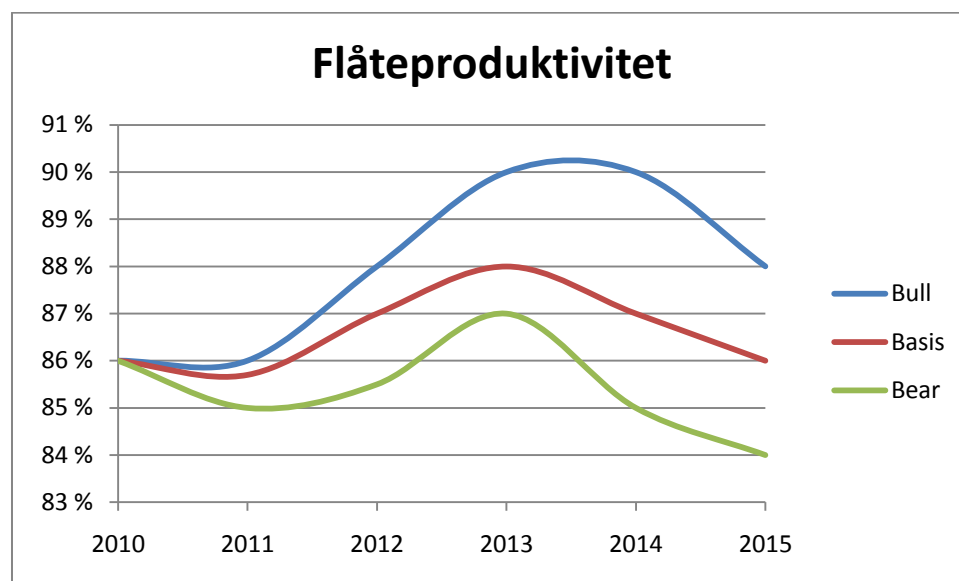
Flåteproduktivitet handler også om å drive lastetransport oftere enn man går med ballast. Hvis skip regelmessig går fra for eksempel Persiabukten, rundt Afrika, til Vest-Europa med olje og tilbake igjen uten olje, vil skipet i praksis kun tjene penger den ene veien, som ikke utgjør mer enn halvparten av tidsbruken på rundturen. Dette kan minimeres ved såkalt “cross-trading”. Frontline driver “cross-trading” på den måten at hvis et skip først går fra Persiabukten, og til Vest-Europa, går det videre over Atlanteren til det karibiske hav eller til Vest-Afrika med levering i østen, før skipet går tilbake til Midt-Østen. På den måten maksimerer man i mye større grad utnyttelsen av skipene, og andelen av året som skipet går i aktiv handel øker.

Spesielt etterspørselen i markedet etter tankskip påvirker utnyttelsesgraden for skipene. Stor etterspørsel gir skipene mulighet til å kunne gå mye i handel, og på den måten drive opp andelen transportdøgn per år. The Platou Report (2011) melder at grunnet forsinkelsene i leveransene i 2010 og mulighetene for at de vil vedvare i 2011 er høye, er det rimelig å anta at flåteproduktiviteten holder seg på 2010-nivå (85 %) også i 2011. De mener også at med den riktige utskiftningsraten i flåten kan flåteproduktiviteten komme på nivå med den enorme vekstperioden fra 2003 til 2008 (90 % utnyttelsesgrad).

Også for flåteproduktiviteten har vi utarbeidet tre forskjellige scenarioer (Se Tabell 12 - Scenarioanalyse: Flåteproduktivitet og Figur 15 - Scenarioanalyse: Flåteproduktivitet). Scenarioene varierer rundt dagens nivå, med innslag fra The Platou Report, samt egne antakelser rundt utviklingen.

	År	2010	2011 (e)	2012 (e)	2013 (e)	2014 (e)	2015 (e)	2035 (e)
Scenario								
Bull		86 %	86 %	88 %	90 %	90 %	88 %	87 %
Basis		86 %	86 %	87 %	88 %	87 %	86 %	86 %
Bear		86 %	85 %	86 %	87 %	85 %	84 %	83 %

Tabell 12 - Scenarioanalyse: Flåteproduktivitet



Figur 17 - Scenarioanalyse: Flåteproduktivitet

5.4.3.1. Bull-scenariet

Vi har valgt å basere Bull-scenariet på Platous antakelser ved lav flåtevekst, og ser for oss at 90 % kapasitetsutnyttelse blir nådd i 2013 (Se Tabell 12 - Scenarioanalyse: Flåteproduktivitet). Det passer godt med konjunktorene vi har vist i under både oljekonsum og flåteutvikling basert på historiske data. Vi antar også at man vil holde produktiviteten gjennom 2014, hjulpet av blant annet reduksjonen i flåten som vi tror vil finne sted på dette tidspunktet (jfr. Figur 14 - Scenarioanalyse: Forventet flåteutvikling per år 2010-2015). Flåteproduktivitet reduseres så gradvis til 88 % i 2015 og holder seg mellom 88 og 87 % i snitt i et 20-års perspektiv.

5.4.3.2.Basis-scenariet

Basis-scenariet legger til grunn en flåteproduktivitet på 2010-nivå, men med en jevn stigning i 2011 og 2012 frem mot en topp på 88 % i 2013. Etter en jevn nedgang mot 86 % i 2015, tror vi produktiviteten gjennomsnittlig vil ligge rundt det nivået på lang sikt. Denne utviklingen finner vi plausibel på grunn av etterspørselsutviklingen vi ser for oss.

5.4.3.3.Bear-scenariet

Bear-scenariet skal prøve å gjenspeile effekten av flåtevekst. For stor vekst bidrar til å senke produktiviteten fordi det blir større konkurranse om ordrene (høyere tilbud-/etterspørselsrate), og fører til at skip må ligge lengre i havn eller får problemer med å etablere “cross-trading”. Også i dette scenarioet finner vi en topp i 2013, men sammen med lavere forventet tilbudsvekst i denne perioden blir ikke utslagene like store i bear-scenarioet sett under ett.

5.4.4. Oppsummering scenarioanalyse

Vi har i dette delkapittelet satt opp tre scenarioer der markedstrendene og selskapets inntektsgrunnlag endres. Scenarioene dekker både et positivt, et nøytralt og et negativt markedssyn, og gir med det rom for å vise hvordan endret inntjening påvirker årsresultatet i flere retninger. Vi har sett på hvordan tankmarkedets etterspørsel endres i tråd med oljekonsumet i verden og hvordan tilbudet styres av tilgangen på tankskip, hvor tilgangen på ny tonnasje spiller en stor rolle. Vi har også sett på hvordan rederiene selv kan øke effektiviteten i flåten på tross av store avstander fra laste- og lossehavn.

År	2011	2012	2013	2014	2015	2035
Bull						
Endring etterspørsel	3,50 %	3,40 %	3,30 %	3,20 %	3,10 %	1,33 %
Endring flåten	3,47 %	2,89 %	5,04 %	-1,87 %	0,74 %	1,00 %
Flåteproduktivitet	86 %	88 %	90 %	90 %	88 %	87 %
Basis						
Endring etterspørsel	1,00 %	1,30 %	2,50 %	1,70 %	1,40 %	1,00 %
Ending Flåten	5,78 %	4,46 %	5,59 %	-1,36 %	1,97 %	1,50 %
Flåteproduktivitet	85,70 %	87,00 %	88,00 %	87,00 %	86,00 %	86,00 %
Bear						
Endring etterspørsel	0,82 %	0,81 %	0,80 %	0,80 %	0,79 %	0,68 %
Endring flåten	7,16 %	4,94 %	5,80 %	-1,02 %	2,83 %	2,00 %
Flåteproduktivitet	85,00 %	85,00 %	85,00 %	85,00 %	85,00 %	85,00 %

Tabell 13 - Scenarioanalyse: Oppsummering

Tendensene i tallmaterialet er sammenfallende, men scenarioene viser spredningen i antakelsenes variasjon og volatilitet. Den generelle trenden i analysen baserer seg på markedets historiske konjunkturmønster hvor et de gode årene etterfølges av noen magre, med en gjennomsnittlig bølgelengde på 4 år fra topp til topp, og 2 år fra topp til bunn. Dette er en trend vi ønsket å få med i datamaterialet, samtidig som kildene vi har brukt også taler for dette mønsteret.

Den matematiske sammenhengen mellom tilbud, etterspørsel og kapasitetsutnyttelse er ikke nødvendigvis gitt, men analysen gir oss et bearbeidet tallmateriale å jobbe med når vi skal estimere de fremtidige kontantstrømmene for selskapet. De forventede kontantstrømmene blir med det basert på mer enn kun våre subjektive antakelser. Ved å bruke informasjonskilder som for eksempel skipsmeglerselskaper blir ikke datamaterialet noe mer korrekt, da ingen kan spå i fremtiden, men når det er konsensus rundt utviklingen i markedet blir antakelsene i det minste mer kvalifiserte.

5.5. Kontantstrømmodeller

I forbindelse med verdsettelsen har vi benyttet oss av kontantstrømbaserte modeller for å få flere kursoverslag å jobbe med. Kontantstrømbaserte modeller baseres på prinsippet om at verdien av et selskap er lik nåverdien av dets fremtidige kontantstrømmer. Det finnes dog ingen 100 % korrekt måte å vurdere verdien på til selskaper på, så vi har derfor tatt for oss tre av de mest populære: dividendemodellen, fri kontantstrøm og EVA-modellen.

Utregningsmetoden for de tre modellene er relativt like, men det er beregningsgrunnlaget som bidrar til forskjellene hva angår verdi.

5.6. Dividendemodellen

Dividendemodeller baserer sitt kursestimat på nåverdien av fremtidig utbytte. Som en “utbyttmaskin” passer Frontline godt inn i modellen, og man trenger ikke ta noen ekstra forutsetninger utover et forventet utbyttensnivå på 95 % av fortjeneste per aksje, per år. Modellen gir oss som følge av scenarioinndelingen tre forskjellige svar(Se Tabell 14 - Resultater: Dividendemodell)..

Scenario	Bull	Basis	Bear
Dividendemodellen	15,63	9,39	8,38
Aksjekurs NOK	85,9875515	51,6616912	46,0862466

Tabell 14 - Resultater: Dividendemodell

Prisestimatet gir en basis-pris på rundt \$9,4, eller rundt 51,7 kroner per aksje. Vi har et litt lavere estimat i Bear-scenariet med \$8,38, mens Bull trekker opp gjennomsnittet med \$15,6. Dette blir priser selskapet forsvarer jamfør dividendemodellen, gitt at de estimerte dividendene i årene fremover blir lik de faktiske

5.7. Fri kontantstrøm

Fri kontantstrøm er en verdsettelsesmodell som bruker hele kontantstrømmen som genereres fra driften av selskapet, med andre ord årsresultat korrigert for avskrivninger og endringer i arbeidskapitalen som verdsettelsesgrunnlag. Det gjør at også gjeldskostnader må trekkes inn i likningen, og man bruker derfor WACC som diskonteringsrente for kontantstrømmene. Summen av nåverdiene utgjør selskapets bruttoverdi, og hvis man korrigerer for netto gjeld finner man verdien av egenkapitalen i selskapet.

Scenario	Bull	Basis	Bear
Fri kontantstrøm	28,8831771	20,4268883	9,49083286
Aksjekurs NOK	158,857474	112,347885	52,1995807

Tabell 15 - Resultater: Fri kontantstrøm

Som vi ser av resultatene fra kontantstrømanalyse (Tabell 15 - Resultater: Fri kontantstrøm, for beregninger se vedlegg (08-10) er spredningen stor mellom de tre estimatene. Faktisk er det nesten \$20 per aksje i forskjell mellom Bull og Bear, mens Basis-anslaget har lagt seg noenlunde midt i mellom. Spredningen mellom estimatene er i og for seg store på enkeltnivå, men hvis man ser på hele selskapet betyr det en verdivurderingsspredning på \$ 1,5 milliarder.

5.8. EVA – Economic Value Added

Verdsettelsesmodellen EVA går inn under kategorien residualverdimodeller. Det betyr at man ikke regner verdi i et selskap ved mindre det klarer å generere avkastning utover avkastningskravet. På den måten regner man investorenes muligheter for å få avkastning på investeringene sine på høyde med hvordan man i tradisjonelle regnskap regner debitorer inn i resultatregnskapet.

Scenario	Bull	Basis	Bear
Residualverdi - EVA	20,7905859	14,9434721	14,3537706
Aksjekurs NOK	114,348222	82,1890968	78,945738

Tabell 16 - Resultater: EVA Beregninger se vedlegg (07)

Som vi ser av resultatene fra EVA-verdsettelsen (Se Tabell 16 - Resultater: EVA), er de ulike anslagene relativt mye nærmere hverandre i denne analysen enn i de foregående. Spredningen er kun 6 dollar, men spesielt hvor nær Basis og Bear er hverandre er interessant. Det betyr at på tross av at de to scenarioene omhandler forskjellige markedsituasjoner, har de svært lik superavkastning.

Komparativ analyse

5.9. Multippelmodeller

Bruken av multipler er relativt utbredt, spesielt i finansmiljøer, som et mål på prising av selskaper både i forhold til interne forhold og i sammenlikning med konkurrentene. Som tallstørrelse har de ingen funksjon uten sammenlikningsgrunnlag, fordi de fleste bransjer har

noen særegenheter som gjør at et forholdstall som virker unormalt ikke er noe annet enn helt normalt.

Multiplikator	Frontline			Teekay Corp.		Bransjen	
	Bull	Basis	Bear	5-år høy	5-år lav	5-år høy	5-år lav
Pris/inntjening – P/E	15,03	15,83	10	35	2,3	23,8	4,2
Pris/bokført EK – P/B	2,27	1,55	1,12	1,08		2,89	

Tabell 17 - Resultater: Multiplikatormodeller

Kilde: (Msn Money, 2011) og Vedlegg (4-6)

Som vi ser av tabellen (Tabell 17 - Resultater: Multiplikatormodeller) ligger våre estimater sammenliknet med Teekay Corp., en av Frontlines største konkurrenter, og med bransjen for øvrig innenfor de vanlige rammene innenfor shippingbransjen, hva P/E og P/B angår. Vi ser at P/B gjennom de tre scenarioene ligger fordelt utover hele feltet som er avgrenset av Teekay og bransjen. P/E-en er litt mindre volatil og ligger rundt midten av feltet for Bull og Basis, mens Bear er nede på 10-tallet.

5.10. Samlet verdsettelse kontantstrøm

Vi har i dette kapitlet sett de ulike måtene å verdsette etter kontantstrømmetoden. Det vi derimot ikke har gjort er å fastsette verdien av selskapet fullt og helt etter denne metoden. Vi har valgt å vekte utfallene fra de ulike analysene på den måten at Basis-caset utgjør 50 % av analysen fordi vi hele tiden har tatt utgangspunkt i at den skal være den mest sannsynlige av de tre. Videre har vi vektet både Bull og Bear med 25 % hver. Det sikrer at verdsettelsen ikke blir for ensformig, og drar inn sannsynlighetene for både et oppadgående og er nedadgående marked.

Scenario	Bull	Basis	Bear
Fri kontantstrøm	28,88317708	20,4268883	9,49083286
Dividendemodellen	15,63410028	9,39303476	8,37931757
Residualverdi - EVA	20,79058587	14,9434721	14,3537706
Gjennomsnittskurs	21,76928774	14,9211317	10,741307
Gjennomsnittskurs vektet 25-50-25		15,5882145	

Tabell 18 - Resultater: Vektet kontantstrømvurdering

Som vi ser av figuren (Tabell 18 - Resultater: Vektet kontantstrømvurdering) gir en 25-50-25-vektning av de 9 ulike kursestimatene et fellesestimat på \$15,59 /aksje. Det tilsvarer en markedsverdi for selskapet på \$1,21 milliarder. Dette tilsvarer rundt 75 % av dagens kurs på \$20,58.

5.11. Oppsummering resultater

De forskjellige verdsettelsesmodellene gir forskjellige svar. Et enkelt nåverdiprinsipp har flere veier til flere mål, men felles for de alle er at de gir en god indikasjon på hva den egentlige prisen for aksjen er. Ved bruk av substansverdien av selskapets eiendeler har vi anslått verdien av disse til \$1,288 milliarder dollar, noe som tilsvarer en kurs på \$16,54/aksje. Dette betyr en potensiell nedside på 24,4 % fra dagens nivå på \$20,54

Gjennom bruk av forskjellige kontantstrømbaserte modeller har vi vist en annen vei til målet. Den vektete aksjekursen på \$15,59 ligger også her under dagens nivå, og viser en potensiell nedside i aksjen på 32 % fra dagens kurs.

Samlet sett gir dette oss en verdsettelse av selskapet Frontline Ltd. på \$15,875 per aksje, noe tilsvarer en markeds kapitalisering på rundt \$1,236 milliarder for selskapet. Sammenliknet med prisen som aksjen omsettes på i dag tilsvarer dette en nedside i aksjen på nesten 30 %.

6. Konklusjon

I denne oppgaven hadde vi som mål å gi svar på problemstillingen "Hva er verdien av det børsnoterte selskapet Frontline Ltd?". Selskapet har hovedkvarter på Bermuda, men har sterk tilknytning til Norge gjennom å ha kontorer her, samt at styrelederen John Fredriksen opprinnelig kommer herfra. Selskapet er verdens største tankskiprederi målt i dwt.

Vi har gjennom våre strategiske analyser trukket frem de viktigste momentene internt i og eksternt rundt selskapet som skaper verdi. Gjennom scenarioanalyser har vi prøvd å avdekke de avgjørende faktorene i markedet og hva som påvirker disse. Konklusjonen fra analysene har vi brukt i estimering av kontantstrømmer for årene som kommer.

Vi har presentert verdsettelsesteorier, samt teorier for avkastningskrav for både total kapital og egenkapital. Gjennom praktisk bruk av disse har vi beregnet selskapets verdi basert på dertil hørende avkastningskrav. I selve verdsettelsen har vi benyttet oss av flere modeller for å få et mer nyansert bilde av verdien i selskapet. Gjennom bruk av kontantstrømmodeller som fri kontantstrøm og EVA, samt dividendemodell og substansverdi har vi dannet oss et bilde av verdiene i selskapet.

Gjennom et vektet gjennomsnitt av de ulike verdiene vi har kommet frem til etter scenarioanalysen, har vi kommet frem til at verdien i selskapet er \$1,235 milliarder, noe som tilsvarer en aksjekurs på \$15,873. Dette tilsvarer i dagens kronekurs 87,3 NOK. På New York-børsen handles aksjen for \$20,58, noe som betyr at selskapet har en markedsverdi på \$1,6 milliarder. Aksjen har dermed en potensiell nedside på 22,9 %. På Oslo Børs handles aksjen for 113 NOK.

Bibliografi

bbc.co.uk. (2010, Mars 12). *China's oil demand increase 'astonishing', says IEA*. Hentet Mai 11, 2011 fra <http://news.bbc.co.uk/2/hi/business/8563985.stm>

Bloomberg Businessweek. (2010, Juni 23). *IEA Says World Oil Demand Growth to Slow Through 2015*. Hentet Mai 14, 2011 fra Bloomberg Businessweek: <http://www.businessweek.com/news/2010-06-23/iea-says-world-oil-demand-growth-to-slow-through-2015.html>

Boye, K., & Koekebakker, S. (2006, November 02). *Kapitalverdimodellen – tips til praktisk implementering*. Hentet Mai 02, 2011 fra <http://finansielleemner.cappelendamm.no/binfil/download.php?did=17180>

Boye, K., & Meyer, C. B. (1998). *Fusjoner og oppkjøp*. Oslo: Capellen Akademisk Forlag.

Brealey, R. A., Myers, S. C., & Allen, F. (2008). *Principles in Corporate Finance*. New York: McGraw-Hill/Irwin.

Brealey, R. A., Myers, S. C., & Allen, F. (2008). *Principles of Corporate Finance*.

British Petroleum. (2010, Juni 4). *Statistical Review of World Energy 2010*. Hentet Mai 14, 2011 fra BP: Oil Consumption: http://www.bp.com/liveassets/bp_internet/globalbp/globalbp_uk_english/reports_and_publications/statistical_energy_review_2008/STAGING/local_assets/2010_downloads/Statistical_Review_of_World_Energy_2010.xls

caplex. (2011). *caplex*. Hentet fra caplex: <http://www.caplex.no/Web/ArticleView.aspx?id=9307910>

CENTER FOR TANKSHIP EXCELLENCE. (u.d.). *Glossary*. Hentet fra <http://www.c4tx.org/ctx/gen/glossary.html>

Dahl, G. A., Hansen, T., Hoff, R., & Kinserdal, A. (1997). *Verdsettelse i teori og praksis*. Oslo: Cappelen Akademisk Forlag.

Dragesund, P. (1997). Verdsettelse av shippingsselskaper. I G. A. Dahl, T. Hansen, R. Hoff, & A. Kinserdal, *Verdsettelse i teori og praksis*.

Energilink. (u.d.). *Ormen lange-fakta*. Hentet 5 11, 2011 fra <http://energilink.tu.no/leksikon/ormen%20lange-utbyggingen.aspx>

Frontline Ltd. (2010, Mai 21). *1st quarter 2010 results*. Hentet Mai 14, 2011 fra Frontline.bm: Stock Exchange Releases: Reports: <http://hugin.info/182/R/1417813/368225.pdf>

Frontline Ltd. (u.d.). *Annual rapport 2010*. Hentet fra <http://hugin.info/182/R/1503904/438835.pdf>

Frontline Ltd. (u.d.). *Annual rapport 2010*. Hentet fra <http://hugin.info/182/R/1503904/438835.pdf>

Frontline Ltd. (2011). *Annual rapport 2010*. Hentet fra <http://hugin.info/182/R/1503904/438835.pdf>

Frontline Ltd. (2011, April 6). *Annual Report 2010*. Hentet April 6, 2011 fra Frontline.bm: <http://hugin.info/182/R/1503904/438835.pdf>

- Frontline Ltd. (2011). *Annual Report 2010*. Hentet April 6, 2011 fra Frontline.bm: <http://hugin.info/182/R/1503904/438835.pdf>
- Frontline Ltd. (2000-2010). *Annual reports 1999-2009*. Hentet Mai 10, 2011 fra Frontline: Stock Exchange Releases: Reports: <http://frontline.bm/IR/reports.shtml>
- Frontline Ltd. (2011, April 27). *Company Facts - History*. Hentet April 27, 2011 fra Frontline.bm: <http://frontline.bm/company/history.shtml>
- Frontline Ltd. (2011, April 28). *Company Facts - Strategy*. Hentet April 28, 2011 fra Frontline.bm: www.frontline.bm/company/index.html
- Frontline Ltd. (2011, Mai 10). *Directors and Executive Officers*. Hentet Mai 10, 2011 fra Investor Relations: <http://frontline.bm/IR/management.shtml>
- Gjesdal, F., & Johnsen, T. (1999). *Kravsetting, lønnsomhetsmåling og verdivurdering*. Oslo: Cappelen Akademisk Forlag.
- Grenness, T. (1997). *Innføring i vitenskapsteori og metode*. Oslo: universitetsforlaget.
- Grenness, T. (2001). *Innføring i vitenskapsteori og metode*. Oslo: Universitetsforlaget.
- Hegnar. (2011). *Informasjonsdump*. Hentet fra Historikk txt: http://norma.netfonds.no/paperhistory.php?paper=FRO.OSE&csv_format=txt
- Hellenic Carriers. (u.d.). *Glossary*. Hentet Mai 12, 2011 fra <http://www.hellenic-carriers.com/glossary.html>
- Huneide, J.-E., Pedersen, K., Schwencke, H. R., & Haugen, D. O. (2009). *Årsregnskapet i teori og praksis 2008*. Oslo: Gyldendal Norsk Forlag AS.
- International Maritime Organization. (2009, Oktober). *International Shipping and World Trade - Fact and figures*. Hentet Mars 17, 2011 fra International Maritime Organization: Knowledge database: Ships and shipping: The Role and Importance of International Shipping: http://www.imo.org/KnowledgeCentre/ShippingFactsAndNews/TheRoleandImportanceofInternationalShipping/Documents/International%20Shipping%20and%20World%20Trade%20-%20facts%20and%20figures%20oct%202009%20rev1___tmp65768b41.pdf
- Johannessen, A., Kristoffersen, L., & Tufte, P. A. (2008). *Forskningsmetode for økonomisk-administrative fag*. Oslo: Abstrakt forlag.
- Kaisha, N. Y. (2011). *Annual report 2010*. Hentet fra <http://www.nyk.com/english/ir/library/annual/pdf/2010.pdf>
- Kinserdal, A. (2005). *Finansiell rapportering og analyse*. Oslo: Cappelen.
- Koller, T., Goedhart, M., & Wessels, D. (2005). *Valuation: Measuring and managing the value of companies*. Hoboken: John Wiley & Sons.
- Koller, T., Goedhart, M., & Wessels, D. (2005). *Valuation: Measuring and managing the value of companies* (4.. utg.). Hoboken, New Jersey, USA: John Wiley & Sons.

Løwendahl, B. R., & Wenstøp, F. E. (2010). *Grunnbok i strategi*. Oslo: Cappelen.

marinemoney. (2010, Mars 16). *VLCC Tanker Market*. Hentet fra <http://www.marinemoney.com/forums/HK10/HKPresentations2010/Batra.pdf>

Marisec. (u.d.). Hentet fra <http://www.marisec.org/shippingfacts/worldtrade/>

Marisec.org. (2010, Oktober 31). *Number of ships (by total and trade)*. Hentet Mars 14, 2011 fra Shipping and World Trade: <http://www.marisec.org/shippingfacts/worldtrade/number-of-ships.php?SID=81b9b759d102d8d8d021861ca4d11be7>

Meyer, C. B., & Boye, K. (1998). *Fusjoner og oppkjøp*. Oslo: Cappelen Akademisk forlag.

Mol Group. (2011). *Annual report 2010*. Hentet fra <http://www.mol.co.jp/ir-e/library/pdf/ar-e2010.pdf>

MSN Money. (2011). *Historical prices FRO*. Hentet fra <http://moneycentral.msn.com/investor/charts/chartdl.aspx?PT=7&compsyms&D4=1&DD=1&D5=0&DCS=2&MA0=0&MA1=0&CF=0&D7&D6&showtablt=View+price+history+with+dividends%2Fplits&nocookie=1&SZ=0&symbol=FRO>

Msn Money. (2011, Mai 18). *Key Ratios - TNK*. Hentet Mai 18, 2011 fra Invest: Stocks:: <http://moneycentral.msn.com/investor/invsb/results/compare.asp?Page=PriceRatios&symbol=TNK>

Norges bank. (2003). *Statsobligasjoner*. Hentet fra <http://www.norgesbank.no/no/prisstabilitet/statsgjeld/statsobligasjoner>

Norges bank. (u.d.). *Statsobligasjoner. Årsgjennomsnitt*. Hentet fra <http://www.norgesbank.no/no/prisstabilitet/rentestatistikk/statsobligasjoner-rente-arsgjennomsnitt-av-daglige-noteringer/>

Norges bank. (2010). *Valutakurser*. Hentet fra <http://www.norgesbank.no/no/prisstabilitet/valutakurser/>

Norges lover. (2007). *Norges lover*. Bergen: Fagbokforlaget.

Roos, G., Van Krogh, G., Roos, J., & Fernström, L. (2005). *Strategi - En innføring*. Bergen: Fagbokforlaget.

RS Platou Oslo. (2011). *RS Platou Monthly*. Hentet fra http://www.platou.com/dnn_site/LinkClick.aspx?fileticket=J%2fqwfuPPgFM%3d&tabid=178

RS Platou. (2000-2008). *The Platou Report 2000, 2001, 2002, 2003, 2004, 2005, 2006, 2007, 2008*. Hentet Mai 16, 2011 fra RS Platou: Economic research: Previous reports:: http://www.platou.com/dnn_site/EconomicResearch/RSPlatouReport/Previousreports.aspx

RS Platou. (2009, Mars 12). *The Platou Report 2009*. Hentet Mai 16, 2011 fra RS Platou: Economic research: Previous reports:: http://www.platou.com/dnn_site/LinkClick.aspx?fileticket=VIMYQtIzI30=&tabid=119

RS Platou. (2010, Februar 19). *The Platou Report 2010*. Hentet Mai 16, 2011 fra RS Platou: Economic research: Previous reports::

http://www.platou.com/dnn_site/LinkClick.aspx?fileticket=75tJnRmn03M%3d&tabid=119

RS Platou. (2011, Februar 18). *The Platou Report 2011*. Hentet Mars 19, 2011 fra RS Platou: Shipping:

http://www.platou.com/dnn_site/LinkClick.aspx?fileticket=4pyOacnpros%3d&tabid=84

RS Platou. (2011, Mai 13). *Weekly Rates 2011*. Hentet Mai 13, 2011 fra RS Platou Shipping: Tankers:

http://www.platou.com/dnn_site/LinkClick.aspx?fileticket=osrd8pf3c3Y%3d&tabid=315

Sending, A. (2006). *Innføring i bedriftsøkonomi*. Bergen: Fagbokforlaget.

Standard & Poor. (2011). *Credit rating of Norway*. Hentet Mai 01, 2011 fra Find credit ratings:

<http://www.standardandpoors.com/prot/ratings/entity-ratings/en/eu/?entityID=269382§orCode=SOV>

Stopford, M. (2005). *Maritime Economics*. Hentet April 10, 2011 fra

http://books.google.no/books?id=tfsC6RUDn2QC&pg=PR1&lpg=PR1&dq=maritime+economics+second+edition+2005&source=bl&ots=OiNTsaMYV7&sig=BchMXyKq9E5FTVe9oC7gTUeclU0&hl=no&ei=MNy_TfKmEIPHswbc65HDBQ&sa=X&oi=book_result&ct=result&resnum=4&ved=0CDsQ6AEwAw#v=onepage

TANKER Operator. (2010, Mars 12). *2010 - Review of the year*. Hentet April 28, 2011 fra TANKER

Operator Subscribers - krever gratis registrering:

www.tankeroperator.com/pastissues/to2010review.pdf

Tellefsen, J. T., & Langli, J. C. (2005). *Årsregnskapet Huneide, Jens-Erik; Pedersen, Kirsten; Schwencke, Hans Robert; Haugen, Dag Olav*. Oslo: Gyldendal Akademisk.

Thoresen, O. (2006). *Verdsettelse av aksjer*. Oslo: Hegnar Media.

U.S. Energy Information Administration. (2010, Juli 27). *High Oil Price case*. Hentet Mai 14, 2011 fra International Energy Outlook 2010: Appendix D:: <http://www.eia.doe.gov/oiaf/ieo/pdf/ieohprce.pdf>

U.S. Energy Information Administration. (2010, Juli 27). *Low Oil Price case*. Hentet Mai 14, 2011 fra International Energy Outlook 2010: Appendix E:: <http://www.eia.doe.gov/oiaf/ieo/pdf/ieolprce.pdf>

UNCTAD. (2010). *Review of Maritime Transport*. Hentet fra

http://www.unctad.org/en/docs/rmt2010_en.pdf

World Shipping Council. (2007). *About the industry*. Hentet Mars 2011, 14 fra Trade statistics:

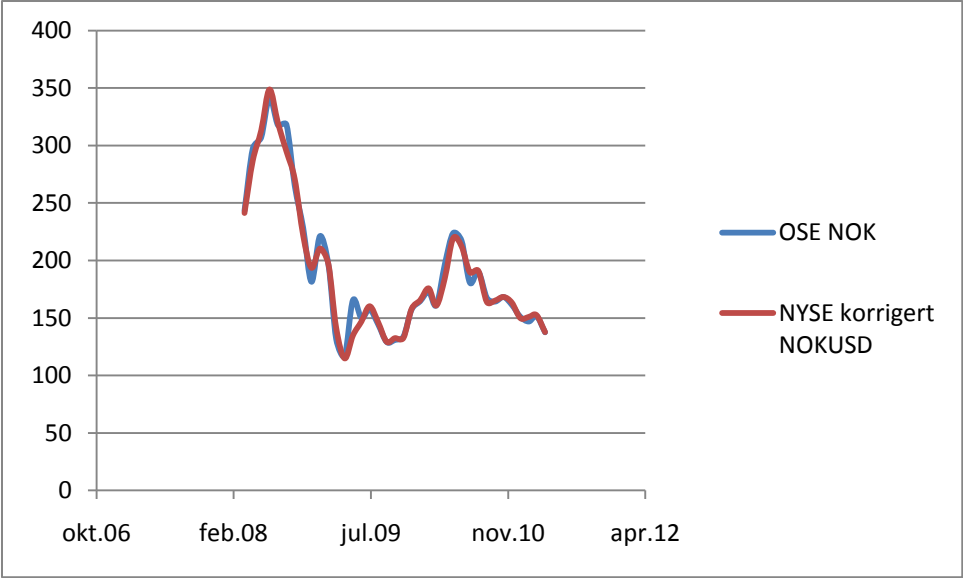
<http://www.worldshipping.org/about-the-industry/global-trade/trade-statistics>

Appendiks

Vedlegg 1- Tallmateriale og graf som bevis for valutaforskjellers påvirkning

Tallmaterialet baserer seg på Thomson Reuters hentet fra MSN Money (2011) og (Norges bank, 2010)

	NYSE	NOKUSD	NYSE - NOK	OSE	Diff.
apr.11	24,93	5,5198	137,608614	137,6	0,008614
mar.11	27,32	5,5783	152,399156	151,6	0,799156
feb.11	26,33	5,7303	150,878799	147	3,878799
jan.11	25,7	5,8286	149,79502	151,1	-1,30498
des.10	26,57	6,1456	163,288592	161,5	1,788592
nov.10	28,76	5,8491	168,220116	168,3	-0,079884
okt.10	28,18	5,8575	165,06435	164,3	0,76435
sep.10	26,4	6,2051	163,81464	167,5	-3,68536
aug.10	31,76	6,012	190,94112	190,2	0,74112
jul.10	29,07	6,5258	189,705006	180,8	8,905006
jun.10	32,47	6,5339	212,155733	217,1	-4,944267
mai.10	37,03	5,922	219,29166	223,8	-4,50834
apr.10	30,88	5,9812	184,699456	196,9	-12,200544
mar.10	26,98	5,9571	160,722558	161,2	-0,477442
feb.10	29,83	5,8913	175,737479	172,9	2,837479
jan.10	28,91	5,719	165,33629	164,6	0,73629
des.09	28,07	5,6259	157,919013	157,5	0,419013
nov.09	23,22	5,7067	132,509574	133,9	-1,390426
okt.09	22,79	5,8089	132,384831	131	1,384831
sep.09	21,47	6,0165	129,174255	129,2	-0,025745
aug.09	24,09	6,0687	146,194983	144,5	1,694983
jul.09	25,14	6,3706	160,156884	157,5	2,656884
jun.09	23,83	6,1613	146,823779	150	-3,176221
mai.09	20,49	6,5719	134,658231	165,5	-30,841769
apr.09	17,1	6,7077	114,70167	117	-2,29833
mar.09	19,73	7,1674	141,412802	131,75	9,662802
feb.09	28,04	7,0074	196,487496	196	0,487496
jan.09	30,09	6,9919	210,386271	221,25	-10,863729
des.08	27,45	7,0523	193,585635	181,5	12,085635
nov.08	33,49	6,6136	221,489464	228,25	-6,760536
okt.08	46,19	5,8661	270,955159	265	5,955159
sep.08	54,14	5,4466	294,878924	318	-23,121076
aug.08	62,23	5,1342	319,501266	317,5	2,001266
jul.08	68,75	5,0739	348,830625	341,5	7,330625
jun.08	61,21	5,1173	313,229933	307	6,229933
mai.08	55,9	5,1274	286,62166	297	-10,37834
apr.08	46,81	5,1545	241,282145	243,25	-1,967855



Vedlegg 2 – Avskrivninger

All data angående priser er hentet fra RS Platou Oslo (2011), bortsett fra prisene i “beregnet verdi”, som er justert slik at prisene baserer seg på samme størrelsen på skip.

VLCC

Alder/størrelse	Pris (mill \$)	Beregnet verdi som 310' dwt (mill \$)
Nybestilling	102	
Nytt, 310' dwt	105	105
5 år, 305' dwt	82	80,67742
10 år, 300' dwt	55	56,83333
25 år, 300' dwt	11,802	12,1954

Forskjellen på verdien på skip i bestilling og resalg av nye skip, er 3 millioner. På bakgrunn av dette anslår vi en merverdi som følge av bestillingstiden på hhv 1, 2 og 3 millioner på skipene som blir levert i 2011, 2012 og 2013.

Under bruker vi en VLCC på 310' dwt, basert på beregningene ovenfor.

Periode	Verdifall	Årlig avskrivning
Fra 0 år til 5 år	24,32258	4,864516
Fra 5 år til 10 år	23,84409	4,768817
Fra 10 år til 25 år	44,63793	2,975862

Suezmax

Alder/størrelse	Pris (mill \$)	Beregnet verdi som 160' dwt (mill \$)
Nybestilling	64	
Nytt, 160' dwt	68	68
5 år, 160' dwt	58	58
10 år, 150' dwt	42	44,8
25 år, 150' dwt	6,182	6,594133

Forskjellen på verdien på skip i bestilling og resalg av nye skip, er 4 millioner. På bakgrunn av dette anslår vi en merverdi som følge av bestillingstiden på 1 million for begge skipene som blir levert i 2013.

Under bruker vi en Suezmax på 310' dwt, basert på beregningene ovenfor.

Periode	Verdifall	Årlig avskrivning
Fra 0 år til 5 år	10	2
Fra 5 år til 10 år	13,2	2,64
Fra 10 år til 25 år	38,20587	2,547058

OBO

<u>Alder/størrelse</u>	<u>Pris (mill \$)</u>	<u>Beregnet verdi som 169' dwt (mill \$)</u>
Nybestilling	Uvisst	
Nytt, 180' dwt	55	51,63889
5 år, 172' dwt	46	45,19767
10 år, 170' dwt	35	34,79412
25 år, 150' dwt	6,182	6,965053

Under bruker vi en Suezmax på 169' dwt, basert på beregningene ovenfor.

<u>Periode</u>	<u>Verdifall</u>	<u>Årlig avskrivning</u>
Fra 0 år til 5 år	6,441214	1,288243
Fra 5 år til 10 år	10,40356	2,080711
Fra 10 år til 25 år	27,82906	1,855271

Vedlegg 3 – Verdiestimat av flåte og substansverdiberegning

Årlig avskrivning VLCC fra 0 til 5 år	4,864516 mill		Årlig avskrivning VLCC fra 5 til 10 år	4,768817 mill			
Verdi ny 310 000 dwt VLCC	105 mill		Årlig avskrivning fra år 10 til år 25	2,975862 mill			
			Residualverdi VLCC 310 000 dwt	12,1954 mill			
Tonnage Owned Directly							
VLCCs	Byggeår	Dato	Ca. DWT	Konstruksjon	Sammenligningsdato	Vurderingsgrunnlag	Verdi (Mill \$)
Antares Voyager	1998		310000	Doube-hull	11.04.2011	Selvberegnet avskr.	47,90575
Phoenix Voyager	1999		308500	Doube-hull	11.04.2011	Selvberegnet avskr.	50,37355
British Pioneer	1999		307000	Doube-hull	11.04.2011	Selvberegnet avskr.	49,86548
British Progress	2000		307000	Doube-hull	11.04.2011	Selvberegnet avskr.	52,84134
British Purpose	2000		307000	Doube-hull	11.04.2011	Selvberegnet avskr.	52,84134
Front Shanghai	2006	Januar	298500	Doube-hull	15.01.2011	Salgspris Januar	91,2 ⁽¹⁾
Front Kathrine	2009	08.jan	297974	Doube-hull	11.04.2011	Selvberegnet avskr.	91,19765
Front Queen	2009	18.mai	297000	Doube-hull	11.04.2011	Selvberegnet avskr.	90,86774
Front Eminence	2009		321300	Doube-hull	11.04.2011	Selvberegnet avskr.	99,09839
Front Endurance	2009		321300	Doube-hull	11.04.2011	Selvberegnet avskr.	99,09839
Front Cecilie	2010	10.jun	297000	Doube-hull	11.04.2011	Selvberegnet avskr.	96,13763
Front Signe	2010	09.aug	297000	Doube-hull	11.04.2011	Selvberegnet avskr.	96,94839
Hull J0025 (Under bygging)	2011		320000	Doube-hull	31.12.2010	Akkumulerte kostnader	3 *
Hull J0026 (Under bygging)	2011		320000	Doube-hull	31.12.2010	Akkumulerte kostnader	3 *
Hull J0027 (Under bygging)	2012		320000	Doube-hull	31.12.2010	Akkumulerte kostnader	2 *
Hull J0028 (Under bygging)	2012		320000	Doube-hull	31.12.2010	Akkumulerte kostnader	2 *
Hull J0106 (Under bygging)	2013		320000	Doube-hull	31.12.2010	Akkumulerte kostnader	1 *
Sum selveide VLCC							929,3756

Årlig avskrivning Suez fra 0 til 5 år	2 mill		Årlig avskrivning Suez fra 5 til 10 år	2,64 mill			
Verdi ny 160000 dwt Suezmax	68 mill		Residualverdi Suezmax 160000 dwt	6,594133 mill			
			Årlig avskrivning fra år 10 til år 25	2,547058 mill			
Suezmax Tankers							
	Byggeår		Ca. DWT	Konstruksjon	Sammenligningsdato	Vurderingsgrunnlag	Verdi (Mill \$)
Front Beta	1992		135915	Double-hull	11.04.2011	Selvberegnet avskr.	11,64035
Front Delta	1993		136055	Double-hull	11.04.2011	Selvberegnet avskr.	14,24691
Front Alfa	1993		150038	Double-hull	11.04.2011	Selvberegnet avskr.	20,18969
Cygnus	1993		157000	Double-hull	11.04.2011	Selvberegnet avskr.	23,14854
Altair Voyager	1993		136000	Double-hull	11.04.2011	Selvberegnet avskr.	14,22354
Sirius Voyager	1994		156000	Double-hull	11.04.2011	Selvberegnet avskr.	25,27059
Front Fighter	1994		147048	Double-hull	11.04.2011	Selvberegnet avskr.	21,46599
Front Hunter	1996		146286	Double-hull	11.04.2011	Selvberegnet avskr.	26,23626
Northia	2010		156000	Double-hull	11.04.2011	Selvberegnet avskr.	64,3
Naticina	2010		156000	Double-hull	11.04.2011	Selvberegnet avskr.	64,3
Front Odin	2010		156000	Double-hull	11.04.2011	Selvberegnet avskr.	64,3
Front Njord	2010		156000	Double-hull	11.04.2011	Selvberegnet avskr.	64,3
Hull 1161 (Under bygging)	2013	1. kvartal	157000	Double-hull	31.12.2010	Akkumulerte kostnader	1 *
Hull 1162 (Under bygging)	2013	2. kvartal	157000	Double-hull	31.12.2010	Akkumulerte kostnader	1 *
Sum selveide Suezmax							415,6219

Årlig avskrivning VLCC fra 0 til 5 år	4,864516 mill		Årlig avskrivning VLCC fra 5 til 10 år	4,768817 mill			
Verdi ny 310 000 dwt VLCC	105 mill		Residualverdi VLCC 310 000 dwt	12,1954 mill			
			Årlig avskrivning fra år 10 til år 25	2,975862 mill			
Tonnage Chartered in from Ship Finance							
VLCCs	Byggeår		Ca. DWT	Konstruksjon	Sammenligningsdato	Vurderingsgrunnlag	Verdi (Mill \$)
Ticen sun	1991		284000	Single-hull	11.04.2011	Selvberegnet avskr.	18,26826
Ticen Ocean	1991		284000	Single-hull	11.04.2011	Selvberegnet avskr.	18,26826
Titan Orion (ex-Front Duke)	1992		284000	Single-hull	11.04.2011	Selvberegnet avskr.	21,24413
Titan Aries (ex-Edinburgh)	1993		302000	Double-side	11.04.2011	Selvberegnet avskr.	30,31676 *
Front Ace	1993		276000	Single-hull	11.04.2011	Selvberegnet avskr.	21,51031 *
Front Vanguard	1998		300000	Double-hull	11.04.2011	Selvberegnet avskr.	44,51865
Front Century	1998		311000	Double-hull	11.04.2011	Selvberegnet avskr.	44,51865
Front Champion	1998		311000	Double-hull	11.04.2011	Selvberegnet avskr.	44,51865
Ovatella (ex-Front Comanche)	1999		300000	Double-hull	11.04.2011	Selvberegnet avskr.	47,49451
Golden Victory	1999		300000	Double-hull	11.04.2011	Selvberegnet avskr.	47,49451
Front Circassia	1999		306000	Double-hull	11.04.2011	Selvberegnet avskr.	49,52677
Front Opalia	1999		302000	Double-hull	11.04.2011	Selvberegnet avskr.	48,17193
Ocana	1999		300000	Double-hull	11.04.2011	Selvberegnet avskr.	47,49451
Front Scilla	2000		303000	Double-hull	11.04.2011	Selvberegnet avskr.	51,48651
Oliva	2001		299000	Double-hull	11.04.2011	Selvberegnet avskr.	53,10753
Front Serenade	2002		299000	Double-hull	11.04.2011	Selvberegnet avskr.	57,87635
Otina	2002		298000	Double-hull	11.04.2011	Selvberegnet avskr.	57,53764
Ondina	2002		299000	Double-hull	11.04.2011	Selvberegnet avskr.	57,87635
Front Falcon	2002		309000	Double-hull	11.04.2011	Selvberegnet avskr.	61,26344
Front Page	2002		299000	Double-hull	11.04.2011	Selvberegnet avskr.	57,87635
Front Energy	2004		305000	Double-hull	11.04.2011	Selvberegnet avskr.	69,44624
Onoba (ex-Front Force)	2004		305000	Double-hull	11.04.2011	Selvberegnet avskr.	69,44624
Sum Innleid VLCC fra Ship Finance							1019,263

Årlig avskrivning Suez OBO år 0 til 5	1,288243 mill	Årlig avskrivning Suez OBO år 5 til 10	2,087011 mill				
Verdi ny 169000 dwt Suezmax OBO	51,63889 mill	Residualverdi 169000dwt SuezOBO	6,965053 mill				
		Årlig avskrivning SuezOBO år 10 til 25	1,855271 mill				
Suezmax OBO Carriers	Byggeår	Dato	Ca. DWT	Konstruksjon	Sammenligningsdato	Vurderingsgrunnlag	Verdi (Mill \$)
Front Breaker	1991		169000	Double-hull	11.04.2011	Selvberegnet avskr.	16,20991
Front Climber	1991		169000	Double-hull	11.04.2011	Selvberegnet avskr.	16,20991
Front Driver	1991		169000	Double-hull	11.04.2011	Selvberegnet avskr.	16,20991
Front Guider	1991		169000	Double-hull	11.04.2011	Selvberegnet avskr.	16,20991
Front Leader	1991		169000	Double-hull	11.04.2011	Selvberegnet avskr.	16,20991
Front Rider	1992		169000	Double-hull	11.04.2011	Selvberegnet avskr.	18,06518
Front Striver	1992		169000	Double-hull	11.04.2011	Selvberegnet avskr.	18,06518
Front Viewer	1992		169000	Double-hull	11.04.2011	Selvberegnet avskr.	18,06518
Sum innleid OBX fra Ship Finance							135,2451

Årlig avskrivning Suez fra 0 til 5 år	2 mill	Årlig avskrivning Suez fra 5 til 10 år	2,64 mill				
Verdi ny 160000 dwt Suezmax	68 mill	Residualverdi Suezmax 160000 dwt	6,594133 mill				
		Årlig avskrivning fra år 10 til 25	2,547058 mill				
Suezmax Tankers	Byggeår	Dato	Ca. DWT	Konstruksjon	Sammenligningsdato	Vurderingsgrunnlag	Verdi (Mill \$)
Front Pride	1993		150000	Double-hull	11.04.2011	Selvberegnet avskr.	20,17354
Front Glory	1995		150000	Double-hull	11.04.2011	Selvberegnet avskr.	25,26765
Front Splendour	1995		150000	Double-hull	11.04.2011	Selvberegnet avskr.	25,26765
Front Ardenne	1997		150000	Double-hull	11.04.2011	Selvberegnet avskr.	30,36177
Front Brabant	1998		150000	Double-hull	11.04.2011	Selvberegnet avskr.	32,90883
Mindanao	1998		150000	Double-hull	11.04.2011	Selvberegnet avskr.	32,90883
Sum innleid Suezmax fra Ship Finance							166,8883

Årlig avskrivning VLCC fra 0 til 5 år	4,864516 mill	Årlig avskrivning VLCC fra 5 til 10 år	4,768817 mill				
Verdi ny 310 000 dwt VLCC	105 mill	Residualverdi VLCC 310 000 dwt	12,1954 mill				
		Årlig avskrivning fra år 10 til år 25	2,975862 mill				

Tonnage Chartered in from third Parties

VLCCs	Byggeår	Dato	Ca. DWT	Konstruksjon	Sammenligningsdato	Vurderingsgrunnlag	Verdi (Mill \$)
Front Chief	1999		311000	Double-hull	11.04.2011	Selvberegnet avskr.	51,22032
Front Commander	1999		311000	Double-hull	11.04.2011	Selvberegnet avskr.	51,22032
Front Crown	1999		311000	Double-hull	11.04.2011	Selvberegnet avskr.	51,22032
British Pride	2000		307000	Double-hull	11.04.2011	Selvberegnet avskr.	52,84134
Front Tina	2000		299000	Double-hull	11.04.2011	Selvberegnet avskr.	50,13167
Front Commodore	2000		299000	Double-hull	11.04.2011	Selvberegnet avskr.	50,13167
Front Eagle	2002		309000	Double-hull	15.03.2011	Salgspris	67 (2)
Hampstead	1996		298000	Double-hull	11.04.2011	Selvberegnet avskr.	37,88951
Kensington	1995		298000	Double-hull	11.04.2011	Selvberegnet avskr.	34,91365
Desh Ujaala	2005		316217	Double-hull	11.04.2011	Selvberegnet avskr.	78,01436
Sum innleid VLCC fra tredjeparter							524,5832

Suezmax Tankers	Byggeår	Dato	Ca. DWT	Konstruksjon	Sammenligningsdato	Vurderingsgrunnlag	Verdi (Mill \$)
Front Warrior	1998		153000	Double-hull	11.04.2011	Selvberegnet avskr.	34,18383
Front Melody	2001		150000	Double-hull	11.04.2011	Selvberegnet avskr.	40,55
Front Symphony	2001		150000	Double-hull	11.04.2011	Selvberegnet avskr.	40,55
Sum innleid Suezmax fra tredjeparter							115,2838

Tonnage under Commercial Management

VLCCs	Byggeår	Dato	Ca. DWT	Konstruksjon	Sammenligningsdato	Vurderingsgrunnlag	Verdi (Mill \$)
Saga Chelsea	1995		298432	Double-hull	11.04.2011	Selvberegnet avskr.	35,05997
Saga Julie	2000		299089	Double-hull	11.04.2011	Selvberegnet avskr.	54,19618
Saga Unity	2000		300000	Double-hull	11.04.2011	Selvberegnet avskr.	54,19618
Sum VLCC under "commercial management"							143,4523 **

Total flåteverdi **3450**

* Akkumulerte kostnader for skip under bygging (newbuildings) blir hentet fra balansen. I realiteten har de pr dags dato betalt mer på skipene, men da dette hentes fra kontantbeholdningen så blir nettoverdiene de samme. Summen som står oppført er kun assosiert med merverdien av å ha vært i bestilling en stund.

** Under commercial management vil si at de har ansvaret for utleie og lignende, dette er derimot ikke skip de har økonomiske forpliktelser ovenfor, men får noe inntekter fra. Verdien av dette blir følgelig trekt fra flåteverdien

(1) "Vessel was sold in January 2011 and chartered back in for approximately two years. The

vessel was renamed Gulf Eyadah and changed to the Panama flag.” (Frontline Ltd., 2011)
Effekten av (1) vil være å selge en båt til markedsverdi i januar, for så å kjøpe en tjeneste som tilsvarer det det koster å leie båten i 2 år. Disse transaksjonene gjør at den totale verdien man besitter tilsvarer markedsverdien av skipet på salgstidspunkt.

(2) Skipet ble kjøpt i mars, da Frontline benyttet seg av sin oppsjon på kjøp, deretter ble det solgt videre med en gang.

Current assets	(mill \$)	Current liabilities	(mill \$)
Cash and cash equivalents	176,639	Short-term debt and current portion of long-term debt	173,595
Restricted cash and investments	182,091	Current portion of obligations under capital leases	193,379
Marketable securities	51,481	Related party payables	33,278
Trade accounts receivable, net	56,316	Trade accounts payable	13,423
Related party receivables	7,225	Accrued expenses	72,2
Other receivables	17,2	Deferred charter revenue	6,86
Inventories	60,115	Other current liabilities	10,842
Voyages in progress	27,087	Total current liabilities	503,577
Prepaid expenses and accrued income	8,073		
Investment in finance lease	1,535	Long-term liabilities	
Total current assets	587,762	Long-term debt	1190,763
		Obligations under capital leases	1336,908
Long term assets		Deferred gains on sales of vessels	6,44
Restricted cash	62	Other long-term liabilities	1,195
Newbuildings	224,319 *	Total long-term liabilities	2535,306
Vessels and equipment, net	1344,997519 **		
Vessels and equipment under capital	1961,262888 **		
Investment in unconsolidated subsid	3,408		
Deferred charges	7,426		
Investment in finance lease	55,355		
Total long term assets	3658,768407		
Total assets	4246,53041	Total liabilities	3038,883
* akkumulerte kostnader			
**Basert på substansberegninger			

	(mill \$)	
Total assets	4246,53041	
Total liabilities	3038,883	
Substandverdi	1207,647407	
Totalt antall aksjer	77858502	
Aksjeverdi utfra substans	15,51079684	dollar/aksje
Aksjekurs 18.05.2011	20,58	dollar/aksje
Markedsverdi	1602,327971	
Valutakurs NOK/USD 18.05.2011	5,55459893	
Aksjekurs substans NOK	86,15625556	

Vedlegg 4 – Årsregnskap Bull

Årsregnskap	Bull	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016 ->
Time charter		602980	486361	365159	410187	424133,6532	438130,1	452150,2	466166,9	472368,7
Bareboat charter		57152	64526	71370	70000	70000	70000	70000	70000	70000
Voyage charter		1425968	565331	708008	703425	744256,6843	786290,3	756425,2	691374,3	722290
Annen inntekt		17918	11068	20678	11307	11338	11307	11307	11307	55383
Salg av varige driftsmidler		142293	3061	30935	31500	31500	0	0	0	0
Sum inntekter		2246311	1136347	1196150	1226419,585	1249728,337	1305727	1289882	1238848	1320042
Driftskostnader		1137086	628277	643504	652314	611358,491	629316,9	630976,1	643678,2	657434,5
Administrasjonskostnader		35226	30647	31883	32000	32000	32000	32000	32000	32000
Sum driftskostnader		1172312	658924	675387	684313,85	643358,491	661316,9	662976,1	675678,2	689434,5
EBITDA		1073999	477423	520763	542105,7349	606369,8465	644410,4	626906,4	563230	630607,2
Avskrivninger		223519	237313	212851	270055,96	271763,5533	2748316	273632,3	274097,3	274097,3
EBIT		850480	240110	307912	272049,7749	334606,2932	369578,9	353274,1	289132,7	356509,8
Finansinntekt		41204	22699	13432	15000	18000	25000	20000	18000	17500
Finanskostnad		-183925	-160988	-149318	-169776	-140603,5	-140604	-109559	-109559	-109559
Andre kostnader		-6495	3742	-7204	-2000	-2000	-2000	-2000	-2000	-2000
Skatt		-310	-361	-218	-2597	-2500	-2500	-2500	-2500	-2500
Minoritetsrenter		-2184	-2771	-2597	-2500	-2500	-2500	-2500	-2500	-2500
Arveskatt		698770	102701	161407	112774	207502,7932	249475,4	259215,1	193073,7	259950,8
Resultat per aksje		9,15	1,32	2,07	1,45	2,67	3,20	3,33	2,48	3,338738
Utbytte per aksje (97 %)		9,15	1,32	2,00	1,376014156	2,531854423	3,0433985	3,162824	2,355797	3,171802
Antall aksjer		76353	77859	77859	77859	77859	77859	77859	77859	77859
Totalt utbytte		698629,95	102774	155718	107135,0862	197127,6535	2370016	246254,3	183420	246953,3
Balanse										
Kontanter		190819	82575	176639	176639	176639	176639	176639	176639	176639
Avsat kontantbeholdning		370078	429946	182091	182091	182091	182091	182091	182091	182091
Andre omlopsmidler		260465	270661	229032	234671	245046	257520	270480	280134	293132
Varige driftsmidler		438161	678694	1430124	1479686,498	1522376,33	1599077	1569095	1580721	
Leaset driftsmiddel		2100717	1740666	1427526	1297824	1168122	1007189	846255	784809,6	
Nybygg		454227	413968	224319	331187	503461	675735			
Andre langsigte eiendeler		213261	98708	128189						
Sum Eiendeler		4027728	3715218	3797920	3702098,187	3797735,159	3898250	3044560	3004394	
Egenkapital		702217	741340	747133	752772	763147	775621	788581	798235	
Langsigte gjeld		2607944	779400	1198398	1359079,498	1643700,33	1839350	1583768	1061064	
Leasingforpliktelser		1579708	1336908	1336908	1143529	1013827	884125	723191,5	562258	
Kortsigte gjeld		710930	605362	503577	432599	432599	555581,5	555581,5	436848	
Egenkapitalprosent		17,43%	19,95%	19,67%	20,33%	20,09%	19,90%	25,90%	26,57%	

Vedlegg 5 – Årsregnskap Basis

Basis	År	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016 ->
Årsregnskap										
Time charter		602980	486361	365159	410187	415519,7	425907,7	433148,1	439212,2	445361,2
Bareboat charter		57152	64526	71370	70000	70000	70000	70000	70000	70000
Voyage charter		1425968	565331	708008	632624	650569,8	666834	661366,1	588080,4	668072,3
Annen inntekt		17918	17068	20678	11307	11338	11307	11307	11307	17000
Salg av varige driftsmidler		142293	3061	30935	31500	0	0	0	0	0
Sum inntekter		2246311	1196347	1196150	1155619	1147427	1174049	1175821	1108600	1200434
Driftskostnader		1137086	628277	643504	620900	595027,5	615698,8	619654,6	629180,1	613538,4
Administrasjonskostnader		35226	30647	31883	32000	32000	32000	32000	32000	32000
Sum driftskostnader		1172312	658924	675387	652900	627027,5	647698,8	651654,6	661180,1	645538,4
EBITDA		1073999	477423	520763	502718,8	520400	526350	524166,7	447419,6	554895,2
Avskrivninger		223519	237913	212851	270056	272754,8	276285,4	275379,8	276674,6	276674,6
EBIT		850480	240110	307912	232662,8	247645,2	250064,6	248786,8	170745	278220,6
Finansinntekt		41204	22969	13432	15000	18000	25000	20000	18000	17500
Finanskostnad		-183925	-160988	-149918	-169776	-140604	-140604	-109559	-109559	-109559
Andre kostnader		-6495	3742	-7204	-2000	-2000	-2000	-2000	-2000	-2000
Skatt		-310	-361	-218						
Minoriterinter		-2184	-2771	-2597	-2500	-2500	-2500	-2500	-2500	-2500
Årsresultat		698770	102701	161407	73387	120541,7	123961,1	154727,8	74686,01	181661,6
Resultat per aksje		9,15	1,32	2,07	0,94	1,55	1,67	1,99	0,96	2,333212
Utbytte per aksje (95 %)		9,15	1,32	2,00	0,895433	1,470794	1,585726	1,887918	0,911285	2,216552
Antall aksjer		76353	77859	77859	77859	77859	77859	77859	77859	77859
Totalt utbytte		698630	102773,88	155718	69717,48	114514,6	123463	1463991,4	70951,71	172578,5
Balanse										
Kontanter		190819	82575	176639	176639	176639	176639	176639	176639	176639
Avsatt kontantbeholdning		370078	429946	182091	182091	182091	182091	182091	182091	182091
Andre omløpsmidler		260465	270661	223032	232701	238728	245226	252963	256697	265780
Varige driftsmidler		438161	678694	1430124	1512728	1580199	1668465	1645825	1678193	
Leaset driftsmiddel		210077	1740666	1427526	1297824	1188122	1007189	846255	764327,8	
Nybygg		454227	413968	224319	331187	503461	675735			
Andre langsiktige eiendeler		213261	96708	128189						
Sum Eiendeler		4027728	3715218	3797920	3733171	3849241	3955345	3103773	3057948	
Egenkapital		702217	741340	747133	750802	756829	763327	771064	774798	
Langsiktig gjeld		2607944	779400	1196398	1332121	1701523	1908737	1660498	1158536	
Leasingforpliktelser			1579708	1336908	1143529	1013827	884125	723191,5	562258	
Kortsiktig gjeld		710930	605362	503577	432599	432599	555581,5	555581,5	436848	
Egenkapitalprosent		17,43 %	19,95 %	19,67 %	20,11 %	19,66 %	19,30 %	24,84 %	25,34 %	

Vedlegg 6 – Årsregnskap Bear

Bear	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016 ->
Årsregnskap									
Time charter	602980	486361	365159	410187	413511,65	416836,01	420160,37	423484,73	429261,05
Bareboat charter	57152	64526	71370	70000	70000	70000	70000	70000	71419,58
Voyage charter	1425968	565331	708008	668025	673438,9	678852,91	684266,91	602842,64	694368,61
Annen inntekt	17918	17068	20678	11307	11338	11307	11307	11307	11076,6
Salg av varige driftsmid	142293	3061	30935	31500	0	0	0	0	0
Sum inntekter	2246311	1136347	1196150	1191019,2	1168288,6	1176995,9	1185734,3	1107634,4	1206125,8
Driftskostnader	1137086	628277	643504	652314	624773,1	627937,69	633172,72	651670,35	664886,04
Administrasjonskostna	35226	30647	31883	32000	32000	32000	32000	32000	32000
Sum driftskostnader	1172312	658924	675387	684313,85	656773,1	659937,69	665172,72	683670,35	696886,04
EBITDA	1073999	477423	520763	506705,33	511515,45	517058,23	520561,57	423964,02	509239,8
Avskrivninger	223519	237313	212851	269999,96	269999,96	269999,96	269999,96	269999,96	269999,96
EBIT	850480	240110	307912	236705,37	241515,49	247058,27	250561,61	153964,06	239239,84
Finansinntekter	41204	22969	13432	15000	18000	25000	20000	18000	17500
Finanskostnader	-183925	-160988	-149918	-169776	-140603,5	-140603,5	-109559	-109559	-109559
Andre kostnader	-6495	3742	-7204	-2000	-2000	-2000	-2000	-2000	-2000
Skatt	-310	-361	-218						
Minoritetsrenter	-2184	-2771	-2597	-2500	-2500	-2500	-2500	-2500	-2500
Årsresultat	698770	102701	161407	77429	114411,99	126954,77	156502,61	57905,061	142680,84
Resultat per aksje	9,15	1,32	2,07	0,99	1,47	1,63	2,01	0,74	1,8325543
Utbytte per aksje (95 %)	9,15	1,32	2,00	0,9447579	1,3960029	1,5490442	1,9095734	0,7065311	1,7409266
Antall aksjer	76353	77859	77859	77859	77859	77859	77859	77859	77859
Totalt utbytte	698629,95	102773,88	155718	73557,906	108691,39	120607,03	148677,48	55009,808	135546,8
Balanse									
Kontanter	190819	82575	176639	176639	176639	176639	176639	176639	176639
Avsatt kontantbeholdn	370078	429946	182091	182091	182091	182091	182091	182091	182091
Andre omløpsmidler	260465	270661	229032	232903	238624	244972	252797	255692	262826
Varige driftsmidler	438161	678694	1430124	1532553,2	1608284,7	1701506,2	1684067,6	1731794,4	
Leaset driftsmiddel	2100717	1740666	1427526	1297824	1168122	1007188,5	846255	764327,76	
Nybygg	454227	413968	224319	331187	503461	675735			
Andre langsiktige eien	213261	98708	128189						
Sum Eiendeler	4027728	3715218	3797920	3753197,6	3877221,7	3988131,5	3141849,5	3110544,4	
Egenkapital	702217	741340	747133	751004	756725	763073	770898	773793	
Langsiktig gjeld	2607944	779400	1198398	1411946,2	1729608,7	1941778,7	1698740,6	1112137,4	
Leasingforpliktelser		1579708	1336908	1143529	1013827	884125	723191,5	562258	
Kortsiktig gjeld	710930	605362	503577	432599	432599	555581,5	555581,5	436848	
Egenkapitalprosent	17,43 %	19,95 %	19,67 %	20,01 %	19,52 %	19,13 %	24,54 %	24,88 %	

Vedlegg 7 – EVA

EVA - Basis	2011	779295,11
	2012	73081,757
	2013	57028,224
	2014	93739,129
	2015	27173,542
	2016 ->	133166,03
	Sum	1163483,8
	Sum pr. aks	14,943472
EVA - Bear	2011	783134,56
	2012	67552,554
	2013	54452,674
	2014	95183,223
	2015	14205,308
	2016 ->	103041,91
	Sum	1117570,2
	Sum pr. aks	14,353771
EVA - Bull	2011	816703,18
	2012	151524,17
	2013	159418,44
	2014	178757,91
	2015	118662,94
	2016 ->	193667,58
	Sum	1618734,2
	Sum pr. aks	20,790586

Vedlegg 8 – Fri kontantstrøm Bull

FRI KONTANTSTRØM		Bull		2011	2012	2013	2014	2015	2016 ->
EBIT									
+ Avskrivninger									
- Endringer i arbeidskapital									
= Fri kontantstrøm									
Diskonteringssrente									
Sum nåverdi									
Sum nåverdi 2011-2015									
Terminåverdi									
Sum nåverdi 2011-2015									
Netto gjeld									
Sum nåverdi 2011-									
Netto gjeld									
Verdi av egenkapital									
Antall aksjer									
Verdi per aksje									
Arbeidskapital									
2010									
2011									
2012									
2013									
2014									
2015									
2016+									
Omlopsmidler									
- Kortsiktig gjeld									
= Netto arbeidskapital									
Endring arb. kap.									
Netto gjeld-beregning									
Sum gjeldsforpliktelser									
- Kortsiktig gjeld									
- Kontantbeholdning									
Netto gjeld									

Vedlegg 9 – Fri kontantstrøm Basis

FRI KONTANTSTRØM	Basis						
		2011	2012	2013	2014	2015	2016+
EBIT		232663	247645	250065	248787	170745	278221
+ Avskrivninger		270056	272754,8	276285,4	275379,8	276674,6	276674,573
- Endringer i arbeidskapital		74647,34	6027,083	-116484	7736,391	122467,8	9083,07326
= Fri kontantstrøm		428071	514373	642834	516430	324952	545812
Diskonteringsrente		94,976 %	90,204 %	85,672 %	81,368 %	77,280 %	340,131 %
Sum nåverdi		406564,2	463984,9	550728,8	420206,9	251121,2	1856478,23
Per aksje							
Sum nåverdi 2011-2015	2092606						
Terminalverdi	1856478						
Sum nåverdi 2011-	3949084						
Netto gjeld	2358667						
Verdi av egenkapital	1590417						
Antall aksjer	77859						
Verdi per aksje	20,42689						
Arbeidskapital	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016+
Omløpsmidler	587762	591431,3	597458,4	603956,5	611692,9	615427,2	624510,248
Kortsiktig gjeld	503577	432599	432599	555581,5	555581,5	436848	436848
= Netto arbeidskapital	84185	158832,3	164859,4	48374,98	56111,37	178579,2	187662,248
Endring arb. kap.		74647,34	6027,083	-116484	7736,391	122467,8	9083,07326
Netto gjeld-beregning							
Sum gjeldsforpliktelser	3038883						
- Kortsiktig gjeld	-503577						
-Kontantbeholdning	-176639						
Netto gjeld	2358667						

Vedlegg 10 – Fri kontantstrøm Bear

FRI KONTANTSTRØM		Bear					
		2011	2012	2013	2014	2015	2016+
EBIT		236705	241515	247058	250562	153964	239240
+ Avskrivninger		269999,96	269999,96	269999,96	269999,96	269999,96	269999,96
- Endringer i arbeidska		74849,469	5720,5995	-116634,76	7825,1303	121628,75	-6017,957804
= Fri kontantstrøm		431856	505795	633693	512736	302335	515258
Diskonteringsrente		94,98 %	90,20 %	85,67 %	81,37 %	77,28 %	340,131 %
Sum nåverdi		221492,06	265922,31	341297,12	282705,64	233643,22	1752553,406
Sum nåverdi	1345060,3						
Terminalve	1752553,4						
Sum nåverdi	3097613,8						
Netto gjeld	2358667						
Verdi av eg	738946,76						
Antall aksje	77859						
Verdi per a	9,4908329						
Arbeidskap	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016+
Omløpsmid	587762	591633,47	597354,07	603701,81	611526,94	614422,19	621556,2324
- Kortsiktig	503577	432599	432599	555581,5	555581,5	436848	450000
=Netto arbe	84185	159034,47	164755,07	48120,307	55945,437	177574,19	171556,2324
Endring arb.kap.		74849,469	5720,5995	-116634,76	7825,1303	121628,75	-6017,957804