

DOF GROUP ASA**En strategisk regnskapsanalyse og fundamental verdsettelse****Elisabeth Raftevoll****Selvstendig arbeid innen masterstudiet i økonomi og administrasjon****Hovedprofil: Økonomisk styring****Veileder: Cathrine Kleppestø**

"Dette selvstendige arbeidet er gjennomført som ledd i masterstudiet i økonomi- og administrasjon ved Norges Handelshøyskole og godkjent som sådan. Godkjenningen innebærer ikke at Høyskolen eller sensorer innestår for de metoder som er anvendt, resultater som er fremkommet eller konklusjoner som er trukket i arbeidet."

Sammendrag

I denne masterutredningen utføres en strategisk regnskapsanalyse og fundamental verdsettelse av offshorerederiet DOF ASA. Utredningen bygger på offentlig tilgjengelig informasjon og har som formål å analysere de underliggende verdiene i selskapet og forventninger til fremtidig inntjening. Basert på analysen presenteres en vurdering av DOFs fundamentale verdi i forhold til aksjekursen til selskapet.

Utredningen innleder med å presentere DOF ASA og bransjen selskapet opererer i. Basert på en strategisk analyse av selskapet og bransjen, samt analyse av historiske regnskapstall, budsjetteres selskapets fremtidsregnskap. Ved å fremskrive og budsjettere regnskap, balanse og kontantstrøm gjøres deretter en fundamental verdivurdering både ved bruk av egenkapitalmetoden og selskapsmetoden. Kontantstrømmene og terminalverdien diskonteres med avkastningskravet til kapitalen for å finne dagens verdi på selskapet. Verdiestimat på egenkapitalen finnes ved å trekke verdien av netto finansiell gjeld fra selskapsverdien. Dette resulterte i et verdiestimat på henholdsvis NOK 22,29 for egenkapitalmetoden. Selskapsmodellen gav verdi NOK 39,40. For å finne et endelig estimat av egenkapitalen tas et gjennomsnitt av disse to modellene, og verdien settes til NOK 30,83.

Verdiestimatet avhenger av de forutsetningene som er lagt til grunn for den fundamentale verdivurderingen. Effekten av endringer i forutsetningene, analyseres gjennom en sensitivitetsanalyse. Deretter sammenlignes verdiestimatet også med et estimat fra komparativ verdivurdering. På bakgrunn av dette setter jeg opp følgende handlingsstrategi:

| Kjøp | Hold | Selg |
|-----------|-----------|-----------|
| NOK 20,00 | NOK 29,10 | NOK 38,20 |

Basert på nåværende aksjekurs vil jeg anbefale hold av aksjen, uavhengig av investors portefølje.

Forord

Denne masterutredningen er skrevet som et ledd i min mastergrad i økonomi og administrasjon ved Norges Handelshøyskole (NHH). I utredningen vil jeg gjennomføre en strategisk analyse og verdsette selskapet DOF ASA som er et norsk offshore serviceselskap notert på Oslo Børs. Verdivurderingen gjøres ved bruk av en fundamental metode, samt supplerende metoder. I denne oppgaven har jeg fått muligheten til å benytte den faglige forståelsen jeg har opparbeidet meg gjennom masterstudiene ved NHH. Oppgaven kombinerer fagområdene regnskap og strategi, samt finansforståelse, som jeg vil ha god nytte av i praksis. I tillegg har jeg fått muligheten til å øke min kunnskap om den norske offshorenæringen. Det har vært utfordrende, og svært lærerikt å arbeide med denne utredningen.

Oppgaven og forutsetningene i verdivurderingen er basert på offentlig tilgjengelig informasjon om DOF ASA og bransjen de opererer i. Ytterligere informasjon direkte fra selskapet kunne vært med på å gi et mer komplett bilde av driften og framtidsutsiktene, så begrenset informasjonstilgang kan være en svakhet ved oppgaven. Etersom potensiell ekstern investor heller ikke har tilgang til ytterligere informasjon, kan oppgaven likevel gi et fornuftig bilde av hvordan en strategisk regnskapsanalyse og verdivurdering kan gjennomføres, basert på nettopp offentlig tilgjengelig informasjon.

Jeg ønsker å takke min veileder Cathrine Kleppestø for gode og konstruktive tilbakemeldinger underveis i utredningen.

Bergen, 16. juni 2014

Elisabeth Raftevoll

Innholdsfortegnelse

| | | |
|-------|--|----|
| 1 | Innledning..... | 7 |
| 1.1 | Formål og valg av tema..... | 7 |
| 1.2 | Utredningens oppbygging..... | 7 |
| 2 | Presentasjon av bransjen..... | 9 |
| 2.1 | Avgrensning av bransjen..... | 9 |
| 2.1.1 | Offshore serviceskip..... | 11 |
| 2.1.2 | Undervannsentreprenører..... | 12 |
| 2.1.3 | Seismikkrederier..... | 12 |
| 2.2 | Hvem er bransjen?..... | 12 |
| 3 | Presentasjon av DOF ASA..... | 15 |
| 3.1 | Mål og strategi..... | 15 |
| 3.2 | Utdrag fra selskapets historie..... | 15 |
| 3.3 | Juridisk organisasjonsstruktur og organisering av selskapet..... | 16 |
| 3.3.1 | Operasjonell organisering..... | 17 |
| 3.4 | Segmenter..... | 18 |
| 3.4.1 | Flåten..... | 19 |
| 3.4.2 | Kontrakter..... | 20 |
| 3.5 | Operasjonsområder..... | 21 |
| 3.5.1 | Brasil..... | 22 |
| 3.5.2 | Vest-Afrika og Egypt:..... | 24 |
| 3.5.3 | Nordsjøen..... | 24 |
| 3.5.4 | Australia/Asia..... | 26 |
| 3.6 | Eierstruktur og aksjonærer i DOF..... | 27 |
| 3.7 | Aksjekursens utvikling..... | 28 |
| 3.8 | DOF i forhold til sammenlignende selskaper..... | 29 |
| 3.9 | Oppsummering..... | 30 |
| 4 | Strategisk analyse..... | 30 |
| 4.1 | Ekstern bransjeorientert analyse..... | 30 |
| 4.1.1 | Porters Five Forces..... | 31 |
| 4.2 | Intern ressursbasert analyse..... | 40 |
| 4.2.1 | KIKK – modellen..... | 40 |
| 4.2.2 | VRIO - analyse..... | 47 |
| 4.3 | Strategisk fordel eller ulempe?..... | 54 |

| | | |
|-------|--|-----|
| 4.3.1 | Bransjeorientert fordel..... | 54 |
| 4.3.2 | Ressursorientert fordel..... | 55 |
| 4.4 | Oppsummering | 55 |
| 5 | Verdsettelsesmodeller..... | 56 |
| 5.1 | Fundamental analyse | 56 |
| 5.1.1 | Egenkapitalmetoden | 57 |
| 5.1.2 | Selskapskapitalmetoden | 58 |
| 5.2 | Komparativ verdsettelse | 60 |
| 5.2.1 | Multiplikatormodellen..... | 61 |
| 5.2.2 | Substansverdimodellen..... | 63 |
| 5.3 | Opsjonsbasert verdsettelse..... | 64 |
| 5.4 | Verdsettelse av DOF | 65 |
| 6 | Regnskapsanalyse..... | 66 |
| 6.1 | Rammeverk for regnskapsanalyse:..... | 66 |
| 6.2 | Gjeldende skatteregler for rederier | 67 |
| 6.3 | Presentasjon av årsregnskapet | 69 |
| 6.4 | Omgruppering for investororientert analyse..... | 72 |
| 6.4.1 | STEG 1: Avsatt utbytte = egenkapital..... | 73 |
| 6.4.2 | STEG 2: Kartlegge "dirty surplus" og finne fullstendig nettoresultat. | 74 |
| 6.4.3 | STEG 3: Omgruppering for å skille mellom normale og unormale poster | 79 |
| 6.4.4 | STEG 4: Fordeling av skattekostnad..... | 84 |
| 6.4.5 | Omgruppert resultatregnskap | 89 |
| 6.5 | Omgruppering av balansen..... | 91 |
| 6.5.1 | Eventuelt avsett utbytte skal omgrupperes til egenkapital. | 91 |
| 6.5.2 | Drift kontra finansiering | 92 |
| 6.5.3 | Omgruppering fra total- til sysselsatt kapital | 95 |
| 6.5.4 | Omgruppering fra sysselsatt- til netto driftskapital | 98 |
| 6.6 | Analyse og justering av målefeil | 100 |
| 7 | Rammeverk for forholdstallanalyse..... | 102 |
| 7.1 | Analyse av risiko | 103 |
| 7.2 | Likviditetsanalyse – kortsiktig risiko | 104 |
| 7.2.1 | Likviditetsgrad 1..... | 105 |
| 7.2.2 | Kontantstrømanalyse | 106 |
| 7.3 | Soliditetsanalyse – langsiktig risiko | 107 |
| 7.3.1 | Egenkapitalprosent | 108 |
| 7.3.2 | Rentedekningsgrad | 109 |

| | | |
|--------|---|-----|
| 7.4 | Syntetisk rating, en oppsummering av risiko | 111 |
| 8 | Analyse av historisk avkastningskrav | 115 |
| 8.1 | Egenkapitalkrav | 115 |
| 8.1.2 | Beta til netto finansiell gjeld | 121 |
| 8.1.3 | Beta til netto driftskapital | 123 |
| 8.1.4 | Krav til netto finansiell gjeld | 124 |
| 8.1.5 | Krav til netto driftskapital | 125 |
| 9 | Analyse av lønnsomhet | 126 |
| 9.1 | Egenkapitalrentabilitet (<i>ekr</i>) | 126 |
| 9.2 | Dekomponering av egenkapitalrentabiliteten | 128 |
| 9.2.1 | Analyse av driftsfordeler | 129 |
| 9.2.2 | Analyse av finansieringsfordeler | 133 |
| 10 | Verdsettelse av DOF | 137 |
| 10.1 | Fremtidsregnskap | 137 |
| 10.1.1 | Budsjettering av driftsinntekt | 139 |
| 10.1.2 | Budsjettering av netto driftseiendeler | 143 |
| 10.1.3 | Budsjettering av netto driftsresultat | 144 |
| 10.1.4 | Budsjettering av netto finansiell gjeld | 145 |
| 10.1.5 | Budsjettering av netto finansiell kostnad | 147 |
| 10.1.6 | Budsjetterert balanse, resultatregnskap og kontantstrøm | 148 |
| 10.2 | Framskrivning av avkastningskrav | 150 |
| 11 | Verdsettelse | 154 |
| 11.1 | Fundamental verdsettelse | 154 |
| 11.1.1 | Egenkapitalmetoden | 154 |
| 11.1.2 | Selskapskapitalmetoden | 156 |
| 11.2 | Sensitivitetsanalyse | 159 |
| 11.2.1 | Driftsinntektsvekst | 160 |
| 11.2.2 | Netto driftsmargin | 161 |
| 11.2.3 | Endret omløp i NDE (onde) | 162 |
| 11.2.4 | Endret egenkapitalkrav | 162 |
| 11.3 | Komparativ analyse | 163 |
| 12 | Konklusjon av verdivurderingen | 166 |
| 12.1 | Handlingsstrategi | 167 |
| 13 | Bibliografi | 168 |

1 Innledning

1.1 Formål og valg av tema

Formålet med utredningen er å gjøre en verdivurdering av DOF ASA, heretter referert til som DOF. Selskapet er notert på Oslo Børs, og utredningen har som mål å kunne vurdere hvordan markedet priser selskapets aksje i forhold til den fundamentale verdien per aksje.

Utredningen er et ledd i min mastergrad i økonomisk styring, og temaet strategisk regnskapsanalyse og verdivurdering er valgt på bakgrunn av mitt ønske om å få bedre innsikt i metodene som benyttes ved regnskapsanalyse og verdivurdering. Gjennom utredningen har jeg hatt muligheten til å øke min bransjekunnskap og sette meg inn i fundamentale verdidrivere for offshore servicevirksomhet, både i Norge og internasjonalt. Det var denne interessen for norsk bidrag til offshore- og shippingvirksomhet som er årsaken til at jeg har valgt å analysere DOF. Utredningen bygger hovedsakelig på forelesningsnotater i fagene BUS 440 Regnskapsanalyse og verdsettelse, men andre kilder er også benyttet.

Sentrale norske offshore-rederier er blant andre Solstad Offshore, Farstad Shipping, Simon Møkster Rederi, Eidesvik Offshore, Siem Offshore, DOF og Bourbon Offshore Norway. (Næring- og Handelsdepartementet, 2013).

Jeg har valgt å sammenligne DOF med Solstad Offshore, Farstad Shipping og Eidesvik Offshore. Grunnen til at jeg har valgt disse er fordi de opererer på ganske likt grunnlag. De utfører tilnærmet like tjenester til offshoreindustrien, samt at de er registrert på Oslo Børs. Dette gjør det enklere å vise relativ størrelse av DOF i forhold til lignende selskaper i markedet.

1.2 Utredningens oppbygging

Innledningsvis presenteres offshore-service bransjen og DOF som selskap i denne bransjen. Jeg ønsker deretter å sette selskapet inn i en større sammenheng for å se om de har noen strategiske fordeler eller ulemper i forhold til sammenlignbare selskaper i bransjen, som kan påvirke verdien av selskapet.

Etter en dypere analyse av bransjen og selskapets interne og eksterne påvirkninger vil ulike verdivurderingsmetoder presenteres for å avgjøre hvilke metoder som er best egnet for

verdivurderingen av DOF. Valg av metode avhenger blant annet av tilgangen på informasjon og hvilken bransje selskapet befinner seg i.

Å forstå hvordan selskapet og bransjen har utviklet seg historisk vil være et viktig grunnlag for videre analyse av fremtidige verdidrivere, muligheter og trusler. Derfor ønsker jeg å presentere historiske regnskaper for å avdekke de underliggende økonomiske forholdene i virksomheten. For å få et så riktig bilde av virksomheten som mulig blir regnskapene normalisert og omgruppert.

DOFs kredittrisiko analyseres for å vurdere selskapets finansielle stabilitet. Denne vurderingen ligger til grunn for beregning av avkastningskravet, som også er viktig for vurderingen av lønnsomheten til selskapet. Lønnsomheten måles både mot avkastningskravet og mot bransjen for øvrig.

Regnskapsanalysen vil, sammen med en strategisk analyse av selskapet og bransjen, utgjøre grunnlaget for et estimert fremtidsregnskap for selskapet. Fremtidsregnskapet bygger på innsikt i historiske regnskap og viktige nøkkeltall bakover i tid. Perioden jeg har valgt å analysere er regnskapsårene 2007 til 2013. Fremtidsregnskapet vil estimere årene 2014 til og med 2023, med en antakelse om "steady state" fra 2023, som settes til tidspunkt T og T+1. Utfra de historiske regnskapstallene er målet å foreta best mulig prediksjoner for fremtiden, med den intensjon å danne et helhetlig bilde av selskapets verdi.

For å finne verdien på kapitalen til DOF diskonteres fremtidige kontantstrømmer fra drift og terminalverdien. Ved å trekke verdien av netto finansiell gjeld fra selskapsverdien finnes et estimat på egenkapitalverdien.

Ettersom verdivurderingen er basert på estimater er det fordelaktig å foreta sensitivitetsanalyse av viktige verdidrivere. Dette vil gjøres som avslutning i utredningen, for å se hvilke verdidrivere som vil påvirke estimatet mest. Verdiestimatets følsomhet overfor forutsetningene som er tatt analyseres, og rimeligheten ved estimatet vurderes ved å gjennomføre en komparativ verdivurdering og en sammenligning med verdiestimatene til andre analytikere.

Konklusjon og handlingsstrategi baserer seg på en vurdering av verdiestimatet per 31.12.2013 og 16.06.2014 i forhold til børskursen på disse tidspunktene.

2 Presentasjon av bransjen

For å finne virkelig verdi for DOF ASA som selskap, må man analysere både interne og eksterne forhold som kan påvirke selskapets verdi.

2.1 Avgrensning av bransjen

Før offshorerederiene presenteres, vil det være nyttig å avklare enkelte definisjoner, samt å sette bransjen inn i en større sammenheng nasjonalt og internasjonalt. Under et forskningsprosjekt er det i rapporten «En kunnskapsbasert maritim næring» (2011) kommet frem til følgende definisjon og avgrensning av den maritime næringen:

«Alle virksomheter som eier, opererer, designer, bygger, leverer utstyr eller spesialiserte tjenester til alle typer skip og andre flytende enheter (Jakobsen, 2011).»

Denne definisjonen gjelder for hele næringen, derfor har man valgt å dele den videre i fire hovedgrupper. De fire hovedgruppene er rederier, verft, maritimt utstyr og maritime tjenester. Under rederier finner vi offshorerederiene der DOF hører under. Selskapene som tilhører denne gruppen, er definert som:

«Eiere og operatører av forsyningsfartøy, ankerhåndteringsfartøy, konstruksjonsfartøy, seismikk- og andre offshorerelaterte spesialskip, samt undervannsentreprenører (Jakobsen, 2011).»

Selskapene som opererer i denne bransjen leverer tjenester som tauing av plattformer, transport av forsyninger, konstruksjons- og vedlikeholds utstyr til offshore installasjoner. Dette er tjenester som ligger utenfor oljeselskapenes kjernevirksomhet, og av den grunn blir oppdragene som regel satt ut til forsyningselskaper som kan dekke deres riktige behov. Tjenestene til offshorevirksomhet er hovedsakelig oljereelatert. Oljeselskapene administrerer leting etter olje og gass, og riggselskapene er leverandør av selve boringen og utvinning av olje. Etterspørselen etter offshore servicebransjen sine tjenester til riggene er derfor sterkt avhengig av aktiviteten i oljemarkedet, og påvirkes av aktivitetsnivået i bransjen. På denne måten er offshore- servicemarkedet volatil, på samme måte som oljemarkedet.

Typer servicefartøyer som benyttes i bransjen er hovedsakelig:

PSV – Plattform Supply Vessels

PSV fartøy transporterer produkter og materialer som skal benyttes i oljefeltet, og supplerer bore-og produksjonsriggene med det de trenger av utstyr for å kunne bore etter olje.

AHTS – Anchor Handling Tug Supply Vessels

AHTS er robuste fartøy som blir brukt for å ankre opp borerigger, eller å transportere/taue mobile plattformrigger og utstyr fra et havområde til et annet.

CSV – Construction Support Vessels

Under denne kategorien er det flere typer fartøy som kan bistå plattformene under produksjon. Disse båtene er de mest kompliserte og består av blant annet dykkerbåter, brønnstimuleringsfartøy, rørleggings-fartøy, og multifunksjonelle-forsyningsfartøy som har flere bruksområder.

ROV - Remote Operated Vehicle

Denne typen fartøy brukes ofte som et tillegg til CSV, fordi de kan utføre alt av arbeid under vann, og det finnes ulike funksjonaliteter utfra behov. Fartøyene blir styrt fra tilknyttede skip med hjelp av kontrollenheter som har lang rekkevidde, der ROVene kan gå ned til 4000 meter under havoverflaten.

AUV – Autonomous Underwater Vehicle

Dette er en type fartøy som er en del av dypvannsutstyret som ofte kontrolleres sammen med ROVer. AUV blir brukt for geografisk kartlegging av havbunnen og inspeksjon av rørnett, og er hovedsakelig en mer avansert form for ROV.

Den norske flåten av offshore servicefartøy inngår som et viktig ledd i hele verdens oljeproduksjon. Den norske flåten sies å være den mest moderne, og den nest største i verden (Norges Rederiforbund, 2012). Offshorerederiene har også vesentlig betydning for den maritime næringen i Norge, og er et viktig ledd i oljeselskapenes verdikjede.

Den typiske verdikjeden for offshorerederiene ser slik ut:

| Undersøkelse | Leting | Feltutbygging | Produksjon | Offshore | Transport | Avstengning |
|---|----------------------------|---|---|------------------------------|--------------------------|--|
| Seismikk (utredelse av havbunn), Survey | Lete- og produksjonsboring | Fra tegnebrett til installasjon av rør og andre subsealøsninger | Flytende produksjon (FPSO) og brønnboring | Forsyning og ankerhåndtering | Bøyelastere, oljetankere | Avslutter felt, tunge avanserte løft, (flytting av rigg og utstyr) |

Figur 1: Verdikjede for offshorerederier (Norges Rederiforbund, 2012)

Som figur 1 viser over, spiller offshorerederiene en viktig rolle gjennom hele oljeindustriens verdikjede. Før selskapene begynner å lete etter olje trenger de seismiske fartøy som kan gjøre undersøkelser og kartlegge havbunnen, for å finne ut hvor de skal bore etter olje. Under selve utbyggingen av feltene er det behov for konstruksjonsfartøy (CSV). I driftsfasen når oljen utvinnes er forsyningsfartøy (PSV) nødvendige for å transportere produkter og materialer som skal benyttes i oljefeltet, samt ankerhåndteringsmuligheter (AHTS). Oljeselskapene har behov for forsyningsfartøyene (PSV) i daglig produksjon, slik at oljefeltene skal kunne opprettholdes. Ved avstengning av oljefeltene i slutten av levetiden er det også bruk for fartøy som kan bidra til tunge, kompliserte løft og fjerning av plattformer.

Ut fra hvilke skip selskapene eier, kan offshorerederiene deles inn i tre undergrupper: offshore serviceskip, undervannsentreprenører og seismikkselskaper.

2.1.1 Offshore serviceskip

Offshore serviceskip består av serviceskip som utfører forsyning, ankerhåndtering samt andre typer spesialskip. De fleste offshorerederiene i Norge befinner seg langs strekningen fra Karmøy til Ålesund. Blant de største rederiene finner man Farstad, Solstad, Eidesvik, DOF, Siem Offshore og Island Offshore. Alle disse selskapene har stor aktivitet også i utlandet. Farstad har som et eksempel omkring 80 prosent av sine inntekter fra andre områder enn Nordsjøen. Innenfor denne gruppen av selskaper finner man de følgende båttypene

- Ankerhåndteringskip (AHTS)
- Plattformforsyningskip (PSV)

2.1.2 Undervannsentreprenører

Subsea-fartøy er skip som er spesielt designet for undervannsoperasjoner, hvor en installerer eller reparerer undervannsinstallasjoner brukt i produksjon av olje og gass.

Disse går gjerne under kategorien CSV. Disse båtene er de mest kompliserte og multifunksjonelle forsyningsfartøyene, som ofte har flere bruksområder. De største og mest avanserte skipene er over 150 meter lange og kan koste opp mot halvannen milliard kroner. Store deler av prisen skyldes tilleggsutstyret som kan monteres på skipet, og fordi fartøyene generelt er større og mer spesialiserte enn andre offshore servicefartøy.

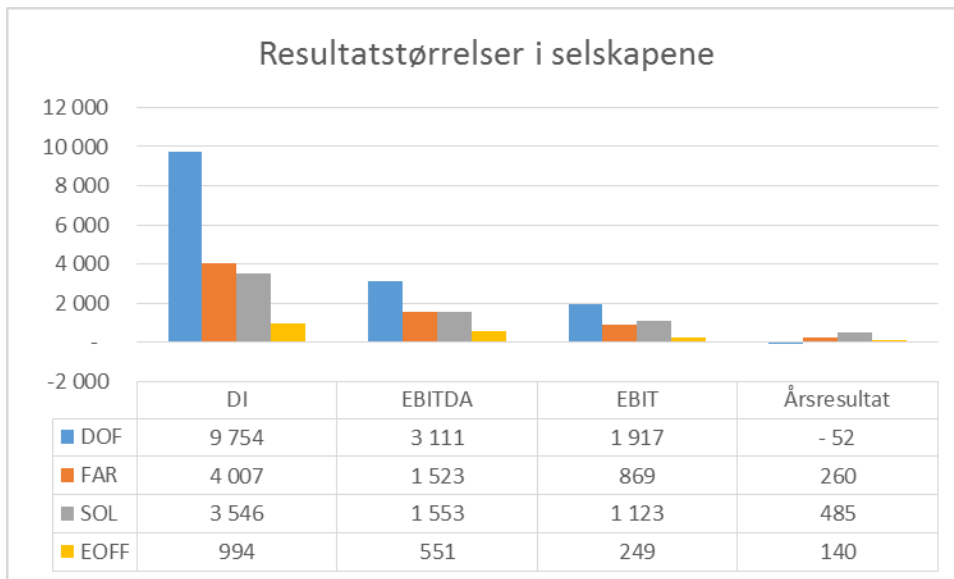
Utfra oljeselskapenes behov, er det utviklet en rekke ulike spesialskip for å utføre operasjoner på havbunnen. Flere av subsea-skipene støtter også bruk av fjernstyrte undervannsfarkoster (ROV). Eksempler på slike operasjoner ROV kan gjøre er oppmåling, undersøkelser, undervannsarbeid og konstruksjonsarbeid. De klart største selskapene innenfor denne kategorien er Subsea 7 og Technip, men DOF har gjennom sitt datterselskap DOF Subsea, hevdet seg innen dette feltet de siste årene.

2.1.3 Seismikkrederier

I motsetning til de andre offshore-rederier har seismikkselskapene hovedsakelig en type skip: seismikkfartøy. Seismikkselskapene opererer på det internasjonale markedet, og mange av de ledene aktørene er enten helnorske, har store norske avdelinger eller som tidligere har vært et norsk selskap som har blitt kjøpt opp og integrert i et internasjonalt konsern. DOF har ikke seismikk som en del av sin virksomhet, derfor går jeg ikke nærmere inn på dette. Av de sammenlignende konkurrentene er det kun Eidesvik som driver med seismikk.

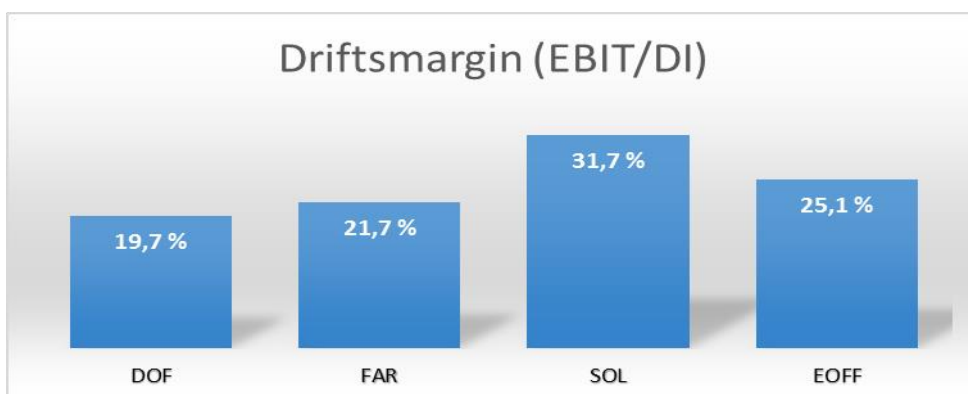
2.2 Hvem er bransjen?

Jeg har valg å sammenligne DOF med Solstad Offshore, Farstad Shipping og Eidesvik Offshore. For å vise hvordan de ulike selskapene er i forhold til hverandre, har jeg samlet informasjon fra årsrapportene fra 2013 og stilt de opp mot hverandre i følgende tabeller. Formålet er å vise hvordan selskapenes rapporterte resultater er i forhold til hverandre før jeg setter i gang med den strategiske analysen

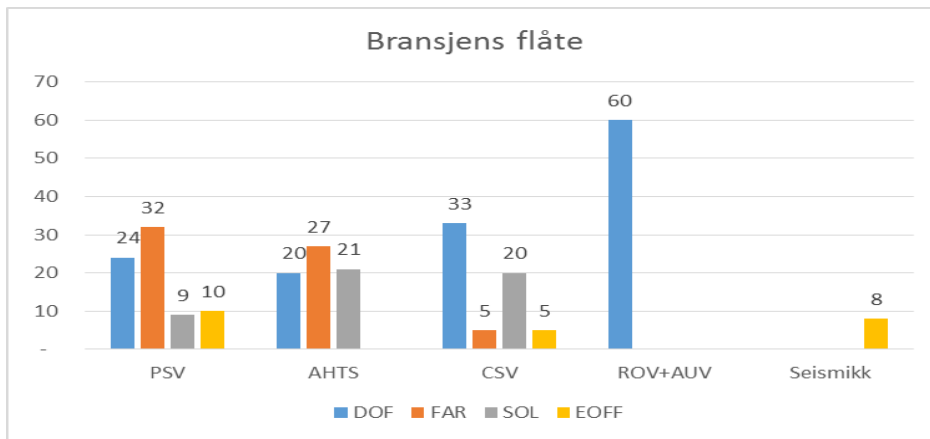


Tabell 1: Rapporterte resultater fra selskapene per 31.12.2013. (DOF ASA, 2014 a) (Farstad Shipping ASA, 2014) (Eidesvik Offshore ASA, 2014) (Solstad Offshore ASA, 2014)

Som vi ser av tabell 1 har DOF en ganske høy driftsinntekt i forhold til de andre i 2013. De har rapportert over dobbelt så høy driftsinntekt som Farstad (FAR), som kommer som nummer 2. Kostnadsnivået vil naturlig da også være høyere. DOF har likevel noe høyere resultater før avskrivninger, interesser og skatt enn de andre selskapene sett i absolutte størrelser. Likevel rapporterer DOF det dårligste resultatet med MNOK – 52 i 2013. Som vi kan se av tabell 2 under har DOF den laveste driftsmarginen, når vi ser på oppnådd driftsresultat (EBIT) i forhold til generert driftsinntekt. Jeg skal komme nærmere inn på bransjens økonomiske forhold i analysen, så her kommenteres det bare at tabell 1 og 2 kan signalisere om at DOF har store utfordringer knyttet til driften.

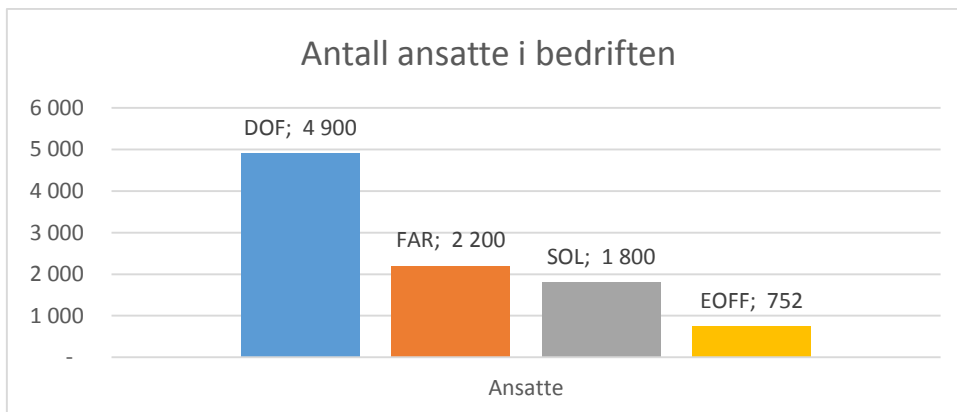


Tabell 2: Driftsmarginer i bransjen (DOF ASA, 2014 a) (Farstad Shipping ASA, 2014) (Eidesvik Offshore ASA, 2014) (Solstad Offshore ASA, 2014)



Tabell 3: Bransjens flåte (DOF ASA, 2014 a) (Farstad Shipping ASA, 2014) (Eidesvik Offshore ASA, 2014) (Solstad Offshore ASA, 2014)

Tabell 3 viser at de 4 selskapene er representert i forskjellig grad i de ulike segmentene. Det minste selskapet målt i antall fartøyer er Eidesvik (EOFF), og de er også de eneste som driver med seismikk. Tabell 3 viser også at DOF har en stor flåte, som kan by på administrative utfordringer.



Tabell 4: Antall ansatte i bransjen (DOF ASA, 2014 a) (Farstad Shipping ASA, 2014) (Eidesvik Offshore ASA, 2014) (Solstad Offshore ASA, 2014)

Tabell 4 viser antall ansatte i selskapene per 31.12.2013. DOF har høyest antall ansatte, noe som kan sees i sammenheng med at de har flest fartøy i flåten som skal bemannes. Bemanning innen subsea, CSV og ROV, krever flere ansatte enn ved PSV og AHTS fartøyer fordi ROV må ha egne styringspiloter til å gjennomføre dypvannsdykk. ROV-pilotene styrer ROV som en robot via kamera og elektronisk styringspanel fra CSV fartøyene.

3 Presentasjon av DOF ASA

I min utredning tar jeg utgangspunkt i DOF på konsernnivå som er et allmennaksjeselskap registrert i Norge. DOF som rederiselskap startet i Austevoll kommune, Norge i 1981, under navnet District Offshore AS. Senere ble navnet forkortet til DOF AS. Konsernet DOF Group har som hovedformål å eie, helt eller delvis, aksjer i sine operative og skipseiende datterselskaper. Morselskapet DOF ASA er ansvarlig for konsernet sine aktiviteter globalt både når det gjelder investeringer og drift. Det er morselskapet som har overordnet styring av konsernet og setter konsernets mål og strategier.

3.1 Mål og strategi

DOF konsernet opererer internasjonalt og drifter en flåte av skip og fartøy som brukes i tilknytning til oljeselskapenes utvinning av olje. Gjennom sine datterselskaper har de også teknisk kapasitet og kompetanse til å betjene subsea-markedet.

Etter 30 år i offshore supply-bransjen opererer konsernet med kontorer og fartøyer over hele verden. I takt med markedet er tjenestene som tilbys blitt mer komplekse over tid. Samarbeid mellom kunder og leverandører gir mer integrerte løsninger som løser offshorebransjens behov. DOF arbeider tett sammen med skipsverftene med det formålet om å kunne levere nyskapende skipsdesign, og bedre og mer effektive løsninger for bransjen (DOF ASA, 2014).

I følge DOF selv er deres visjon å være et integrert offshore selskap i verdensklassen, som leverer maritime tjenester og undervanns løsninger, på en ansvarlig måte. For å gjøre dette integreres nøkkelområder med hverandre for å møte oljebransjens utfordringer, og på en bedre måte kunne tilby skreddersydde løsninger for kundene (DOF ASA, 2014). I tillegg ønsker de å føre en strategi som gir langsiktig kontraktsdekning for å sikre en konservativ risikoprofil og god kontantstrøm (DOF ASA , 2012).

3.2 Utdrag fra selskapets historie

DOF fikk sine to første skip levert i 1983, og har siden dette stadig tilføyd nye skip i flåten sin. Da DOF ble notert på Oslo børs i 1997 hadde DOF 11 skip i flåten og ytterligere 4 var under bygging. I 2001 gikk DOF inn i det brasilianske markedet sammen med Solstad Offshore i joint venture-selskapet Norskan Offshore LTDA. DOF har siden 2006 hatt 100% eierkontroll over dette selskapet.

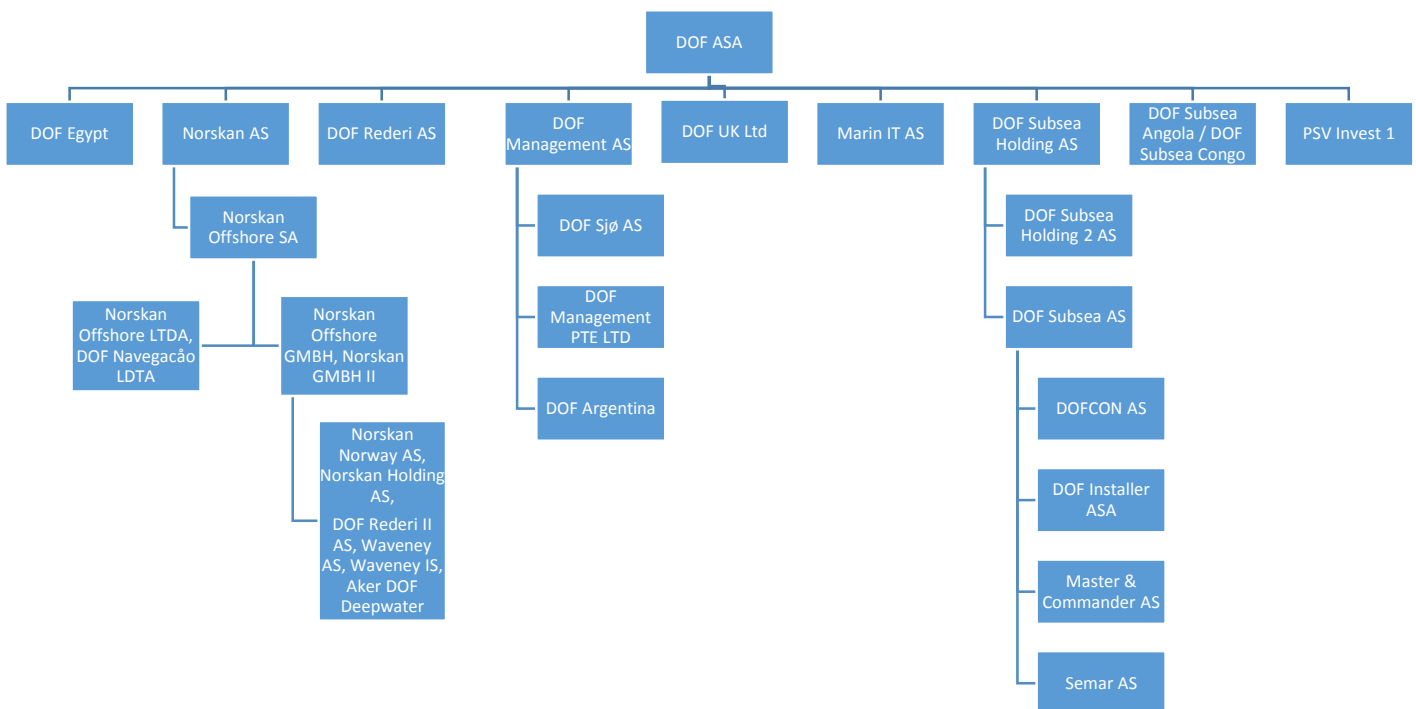
I 2005 kjøpte DOF et selskap som het Geo Group. DOF omdøpte selskapet til Geo ASA og noterte selskapet på Oslo Børs samme år. I 2007 skiftet de navn på selskapet som nå kjennes som DOF Subsea. DOF Subsea har hatt en betydelig vekst, som har gjort at de har hatt mulighet til å investere i flere fartøyer og selskaper siden 2005. Dette har åpnet opp store muligheter for DOF som konsern, ved å nå nye markeder og nye operasjonelle områder. Oppkjøpet var derfor både strategisk riktig og viktig for DOF for sikring av fremtidig lønnsomhet.

Ettersom DOF Subsea vokste raskt ble det opprettet et holdingselskap som overtok 100% av eierskapet til DOF Subsea AS. Dette selskapet eies av DOF sammen med egenkapitalselskapet First Reserve Corporation. DOF fikk majoritet med 51 % av aksjene i det nye selskapet, mens et datterselskap av First Reserve Corporation fikk 49%. DOF Subsea viser seg å være en tung bidragsyter for konsernets lønnsomhet i dag.

Fra 2006 har DOF konsernet investert betydelige beløp i konsernets flåte. Antall nybygg har ekspandert etter hvert som antall oppdrag og kontrakter er inngått. Investeringsfasen forventes å avta betraktelig og avsluttes innen 2017.

3.3 Juridisk organisasjonsstruktur og organisering av selskapet

Konsernet er inndelt i flere ansvarsenheter, og har følgende organisasjonskart per 2012.

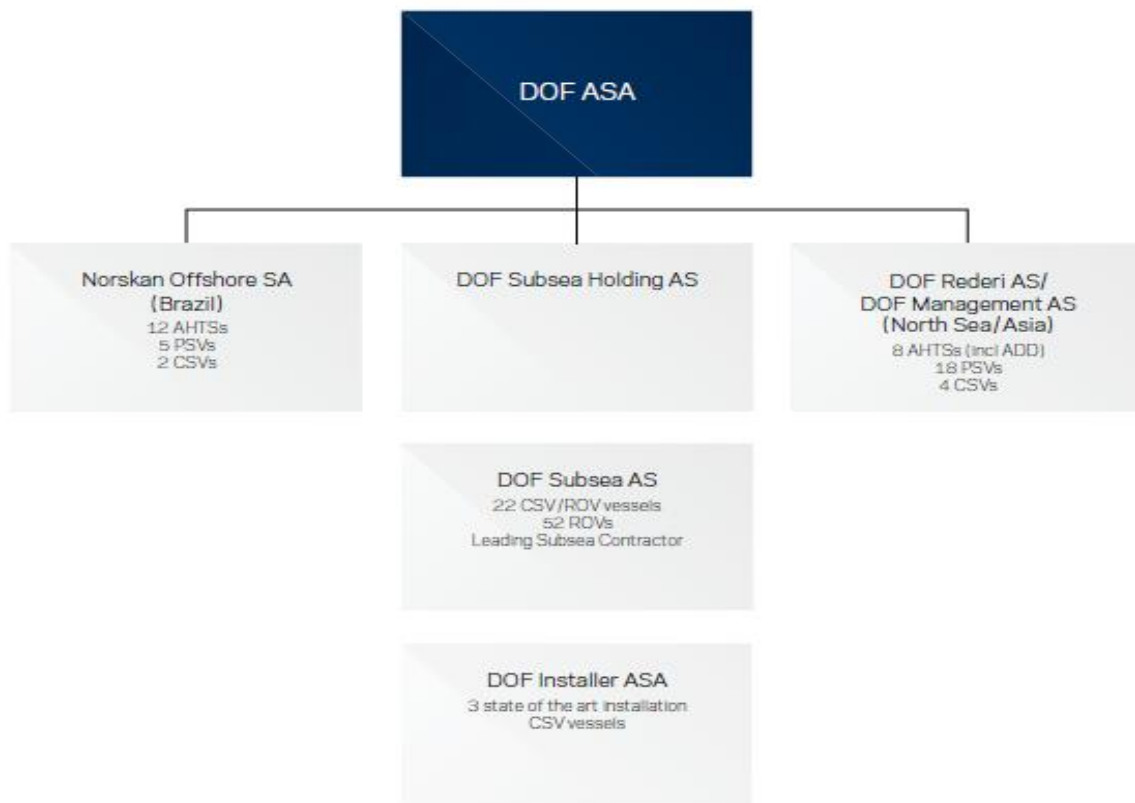


Figur 2: Organisasjonskart DOF (DOF ASA , 2012)

Organisasjonskartet i figur 2 vil være viktig i eventuelle fordelinger av inntekter, kostnader og ansvar internt i bedriften, men for den strategiske analysen er den kun tatt med for å vise at DOF konsernet har mange enheter knyttet til driften. En enhet kan for eksempel bestå av kun et skip, slik som Master & Commander AS.

3.3.1 Operasjonell organisering

DOF har valgt å dele driften sin inn i en enklere struktur, fordelt etter segmenter. Denne er ikke identisk med den juridiske organisasjonsstrukturen ovenfor i figur 2, men bygges utfra denne (DOF ASA, 2012). Grunnen til at DOF benytter denne forretningsstrukturen i praksis er både fordi de ønsker å forenkle organiseringen, og for å kunne kommunisere sine globale operasjoner på en enklere måte.



Figur 3: Forenklet organisasjonsstruktur (DOF ASA, 2014)

Norskan AS brukes synonymt med DOF Brasil, ettersom dette selskapet kun opererer i brasilianske farvann. Norskan AS er et heleid aksjeselskap registrert i Norge og er ansvarlig for hele konsernets virksomhet i Brasil, gjennom sine norske og brasilianske operative datterselskaper.

DOF Subsea Holding AS eies 51% av DOF konsernet og resterende 49% eies av First Reserve Corporation gjennom en aksjonæravtale. Datterselskapene DOF Subsea AS og DOF Installer ASA utgjør konsernets subsea-segment som utfører inspeksjon, vedlikehold og reparasjoner av offshoreinstallasjoner på dypvann. I tillegg til å eie og drifte den største delen av konsernets flåte, tilbyr DOF Subsea ingeniørtjenester for dypvannsinstallasjoner.

DOF SUPPLY er en felles benevnelse for alle andre datterselskaper utenom DOF Brasil og DOF Subsea (2. nivå, 3. kolonne i figur 3). Her inngår DOF Rederi/ DOF Management AS som ble stiftet i 1984 med hovedfunksjon å ha overordnet styring over flåten. Enheten er ansvarlig for alle tjenester som inngår i konsernet for servicefartøyene, utenfor Brasil. Disse operasjonene er styrt fra hovedkontoret i Norge, men fartøyene kan operere over hele verden avhengig av kontrakter. DOF Management har også overordnet kontroll over alle sertifiseringer av skip, og aktiviteter knyttet til HMS og de målene som er fastsatt av konsernet.

De ansatte under DOF Management utfører skipsstyring og tjenester for skipene som er eid av DOF-konsernet, og det kreves at de har erfaring og kunnskap til å operere skipene i henhold til eiernes og kundenes krav. De driver også aktivt med rekruttering, innkjøp, utvikle IT-løsninger, administrering fra fastland, prosjektskontrakter/leiekontrakter, samt planlegging og oppfølging av nybygg (skip) som bygges av forskjellige verft.

DOF Management er lokalisert på Storebø i Austevoll og i Bergen, men en del av forvaltningen skjer også i Aberdeen gjennom DOF UK Ltd og i Singapore gjennom DOF Management Pte Ltd.

3.4 Segmenter

DOF konsernet opererer innenfor tre segmenter i forhold til strategiske virksomhetsområder og skipstyper. De tre forretningssegmentene er inndelt i PSV, AHTS og CSV. Hoveddelen av CSV-flåten og subsea-ingeniørvirksomheten er eid via datterselskapet DOF Subsea AS. Alle PSV'er og hoveddelen av AHTS flåten er eid via heleide datterselskaper i Norge og i Brasil. I tillegg eier konsernet en moderne flåte av ROV'er.

3.4.1 Flåten

Konsernet har en moderne flåte av offshorefartøy med en gjennomsnittsalder rett under 8 år. De fleste fartøyer som er i drift i dag, er bygget etter år 2000. DOF har, og er fortsatt inne i, et intensivt investeringsprogram, der de har fått levert 41 nye fartøy i perioden 2006 til 2012.

Per februar 2014 eide konsernet 77 skip, hvorav 8 av disse fortsatt er under bygging og leveres i perioden 2014-2017. I fjerde kvartalsrapport for 2013 melder de også om utvidelse av 4 nye fartøy som skal bygges for Aker DOF Deepwater AS, i henhold til kontrakt som dette datterselskapet har inngått i Brasil. Ettersom DOF eier 50 % av dette selskapet er de ansvarlig for 2 av fartøyene, mens Aker Solution som eier de resterende 50 % av selskapet, står ansvarlig for de andre 2. Disse skipene leveres i løpet av 2016, og nybyggingen antas å opphøre i 2017. Med dette menes at den intensive investeringsperioden er over. Noe utskiftning av fartøyer vil være en naturlig del av driften videre, men det kan være rimelig å anta at avhending av gamle fartøyer og investering av nye fartøyer etter 2017 vil ligge på et tilnærmet likt nivå.

Flåten har en estimert markedsverdi per februar 2014 på NOK 46,7 milliarder.

Markedsverdien beregnes av eksterne meglere. Ved å ta hensyn til beregnet markedsverdi av flåten, vil gjennomsnittlig alder for flåten tilsvare 4 år (DOF ASA , 2014 q). Med andre ord er flåten godt opprustet med moderne og avansert teknologi.

Konsernets totale flåte inkludert nybygg er sammensatt som følger:

- 24 plattform forsyningsskip (PSV)
- 20 ankerhåndteringsskip (AHTS)
- 33 subsea/konstruksjons fartøy (CSV)
- 59 ROV'er + 1 AUV

Supply flåten er hovedsakelig eid av datterselskapene DOF Rederi AS (DOF Supply) og Norskan Offshore SA (Norskan) i Brasil.

3.4.2 Kontrakter

DOF ASA har hoveddelen av sin flåte på langsiktige kontrakter. Noen kontrakter er fastsatt for en viss periode, med opsjon for å forlenge kontraktperioden, mens noen er prosjektspesifikke. Det er subseavirksomheten som er preget av prosjektspesifikke kontrakter, siden etterspørselen er svært påvirket av marked og sesong (DOF ASA, 2014 q).

Backlog viser per februar 2014 at den nominelle verdien av DOF sine kontrakter er omtrent NOK 29 milliarder, eksklusiv opsjoner. Dersom man tar hensyn til opsjoner som kan forlenge kontraktene, er den nominelle verdien NOK 62 milliarder (DOF ASA, 2014 j). Med backlog menes ordrebok, som viser selskapets registrerte kontrakter fremover med tilknyttet forventet verdi.

| | PSV | AHTS | Subsea/CSV | Total flåte |
|--|-----------|-----------|------------|-------------|
| DOF ASA/DOF Rederi AS | 19 | 3 | 3 | 25 |
| Norskan Offshore | 5 | 12 | 2 | 19 |
| DOF Subsea AS | 0 | 0 | 25 | 25 |
| DOF Installer AS | 0 | 0 | 3 | 3 |
| AKER DOF Deepwater AS | 0 | 5 | 0 | 5 |
| Total flåte | 24 | 20 | 33 | 77 |
| Utnyttelsesgrad 2013 | 89 % | 93 % | 91 % | 91 % |
| Kontraksdekning 2014 | 78 % | 85 % | 76 % | 79 % |
| Kontraksdekning 2015 (eksl. opsjoner) | 55 % | 57 % | 45 % | 52 % |

Figur 4: Flåte og kontraksdekning per februar 2014 (DOF ASA, 2014 j)

Som vi kan se i figur 4 i kolonnen helt til høyre, var utnyttelsesgrad for den totale flåten 91 % for regnskapsåret 2013. For 2014 er denne estimert til å være 79 % på grunnlag av de kontraktene som er signert per februar 2014 (DOF ASA, 2014 j). Dette betyr at skipene som DOF eier, er og vil være, i drift mesteparten av tiden. Det er et klart mål for DOF å ha alle sine skip på kontrakter 100% av tiden, men på grunn av vedlikehold, ombygginger og nybygginger, er ikke dette fysisk mulig. Noen ganger vil uforutsette break-downs kunne oppstå, som påvirker utnyttelsesgraden.

Ordreboken vil øke etterhvert så lenge de har ledig kapasitet, og DOF greier å få tildelt flere kontrakter. Kontraksdekning for 2014 og 2015 kan derfor øke betraktelig i forhold til figur 4. DOF jobber kontinuerlig med å beholde de strategisk viktige kundene, samt utvide kundenettverket via samarbeid med andre leverandører. Å ha langsiktige kontrakter i

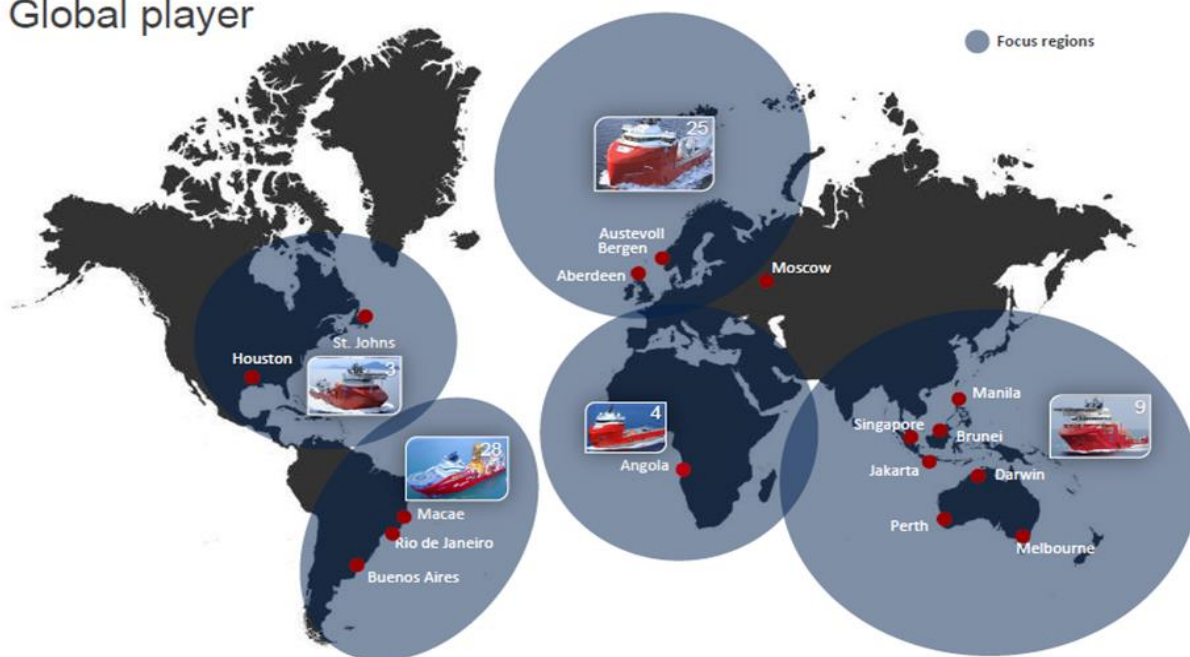
ordreboken er å foretrekke fremfor spotmarkedet, ettersom spotmarkedet er mindre forutsigbart. For å få spesialtilpasset utstyr eller skip må DOF ha en handfast kontrakt med kunden, slik at de kan få endringer eller nybygg utført av leverandørene (verftene). Tid fra en kontrakt er inngått med en kunde, til tjenesten er levert og prosjektet er ferdigstilt, kan utgjøre mange år dersom det kreves nye skip eller omfattende endringer av eksisterende skip. Derfor vil inntjeningen til DOF være avhengig av at de greier å dra i land langsiktige kontrakter med en realistisk estimert tidsramme.

3.5 Operasjonsområder

DOF-konsernets flåte opererer over hele verden, men de strategisk viktigste områdene er Brasil, Vest-Afrika, Nordsjøen og Australia/Asia. Markedene innen subsea-segmentet viser en positiv veksttrend, mens markedet for andre forsyningstjenester (supply) generelt er preget av ledig tonnasje og høy nybyggingsaktivitet. Tonnasje er betegnelsen for et fartøys lastestørrelse i tonn (Store norske leksikon, 2013). Ledig tonnasje betyr da at det finnes større skipskapasitet i markedet enn hva markedet etterspør.

De siste årene har veksten i flåten av store og mellomstore servicefartøy vært høy på verdensbasis. Aktivitetsnivået på oljeselskapenes lete- og produksjonsinvesteringer er driveren bak etterspørselssiden etter offshore servicefartøy. Som svar på større og kraftigere rigger (jack-up rigger og drillskip som er flytende enheter), har det også blitt investert i mange større og kraftigere fartøy. Den kraftige veksten i en større verdensflåte har ført til overkapasitet i markedet, noe som indikerer at det kommer til å være mindre investering i nybygg fremover, og tøffere konkurranse i områder med mange aktører.

Global player



Figur 5: DOF's operasjonsområder (DOF ASA, 2014 j)

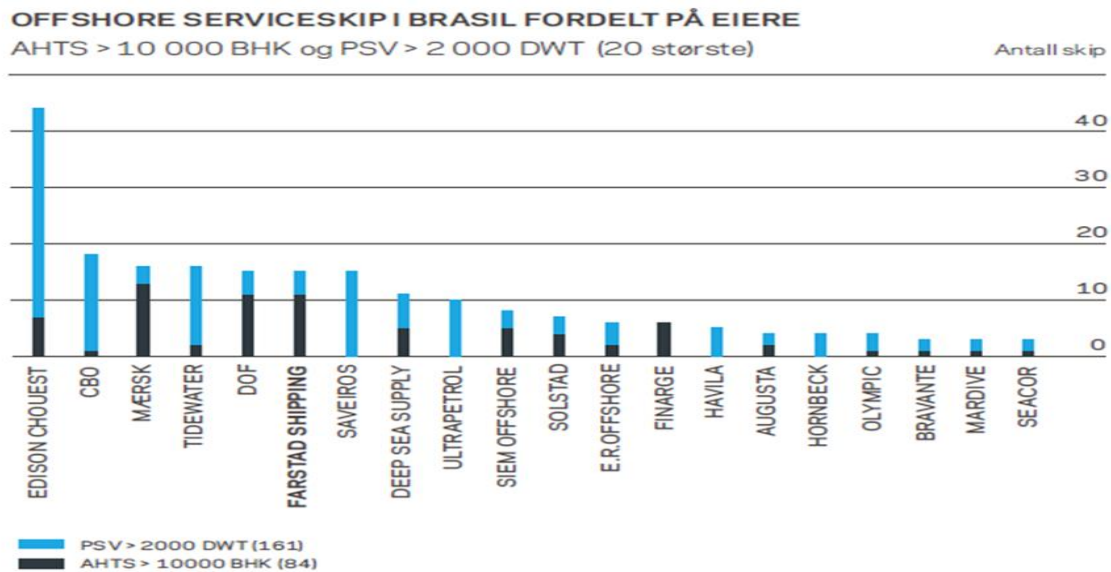
3.5.1 Brasil

DOF Brasil representerer den kombinerte kompetansen til Norskan Offshore Ltda, samt DOF Subsea Brasil Servicos Ltda. Fra 1. januar 2012 ble Norskan omorganisert slik at konsernet fikk etablert felles ledelse for de to søsterselskapene Norskan (marin drift) og DOF Subsea Brasil (subsea-service) (DOF ASA, 2013 b).

Norskan er ansvarlig for driften og vedlikehold av hele skipsflåten i det brasilianske farvannet, mens DOF Subsea Brasil står for alt av undervannsutstyr, og spesialisert kunnskap om subsea-service. Disse to selskapene kombinert dekker oljebransjens behov for rederitjenester både under og over havoverflaten. Dette er et marked som DOF har strategisk langsiktig fokus på, fordi aktiviteten har økt kraftig i området de siste 5 årene. Dette har resultert i at DOF har bestilt flere spesialtilpasset skip til å dekke behovet i olje og gass utvinningen i området. Noen er fortsatt under bygging per dagsdato, og blir levert i perioden 2014 – 2017 (DOF ASA, 2013).

Som vi ser av figur 6 under, er DOF likt representert i Brasil som Farstad, og mer synlig enn Solstad. Eidesvik er ikke representert i Brasil og er derfor ikke med i tabellen. Det er viktig å nevne at figur 6, som figur 7 og 8 som kommer senere, bare tar hensyn til PSV og AHTS som er offshore service-skip, og ikke undervannsfartøyene i kategoriene CSV og ROV. Om man

tar subseaktivisiteten med i beregningen vil DOF være mer tilstedeværende i Brasil enn sine sammenlignende konkurrenter.



Figur 6: Fordeling av markedet i Brasil (Farstad ASA, 2013)

Kontrakter i Brasil:

Den viktigste kunden for DOF i Brasilområdet er det brasilianske statseide oljeselskapet Petrobras. Petrobras er et stort selskap som driver med leting og utvinning av olje, derfor har de stadig behov for spesialisert offshore-tjenester. Petrobras har i august 2013 tildelt joint venture-selskapet mellom Technip og DOFs Norskan, åtte kontrakter for fire nye PLSV-fartøyer. PLSV er forkortelse for «pipelay support vessels», og inngår ofte i kategorien CSV-fartøyer. Disse PLSV-skipene skal installere fleksible rørledninger på brasiliansk sokkel. I henhold til joint venture-avtalen mellom DOF og Technip, skal Technip stå for installasjon av fleksible rør og DOF sitt datterselskap Norskan vil være ansvarlig for de marinerelaterte operasjonene. De nye PLSV-skipene vil bli levert i 2016 og 2017, mens selve kontraktene har en varighet på åtte år og kan bli forlenget for ytterligere åtte år. Technips andel av kontrakten er ifølge meldingen verdt € 1,35 milliarder (NOK 10.55 milliarder), mens DOF melder at deres andel er verdt omtrent NOK 10 milliarder (Petro Media, 2013).

Med andre ord er dette en kapitalintensiv bransje der kontraktene strekker seg over mange år. Kostnadskontroll, strategisk planlegging av fremtiden og analyse av risiko vil være kritisk nødvendige for å kunne drive lønnsomt i en slik bransje over tid.

3.5.2 Vest-Afrika og Egypt:

Kysten til Vest-Afrika ligger relativt nærme brasilianske farvann der DOF Brasil har sitt største marked. Veien til afrikanske farvann er derfor kort dersom de har fartøyer ledige, og etterspørsel er der. Selv om DOF ikke har mange skip i området per dagsdato, er dette et område som har blitt spådd høy vekst fremover. Vest-Afrika har de siste 10 årene blitt et større satsningsområde enn tidligere. Etterhvert som man har beregnet høyere estimater på oljeomfanget, er det blitt mer attraktivt for oljeoperatørene å lete etter olje i dette området. Undersøkelser viser at det er store uutforskede oljereserver på vestkysten av Afrika (Nordhaug, 2006). Når flere oljeoperatører satser her, øker også behovet for forsyning- og servicetjenester, derfor ønsker DOF å være synlige i dette området.

Kontrakter:

DOF har den 27 september 2013 inngått to kontrakter med Total Egypt om bemanning av to AHTS-skip i området. Kontraktene har en varighet på 100 dager, med opsjon om forlengelse på 40 dager. Verdien av kontraktene for DOF er estimert til omtrent NOK 43 millioner.

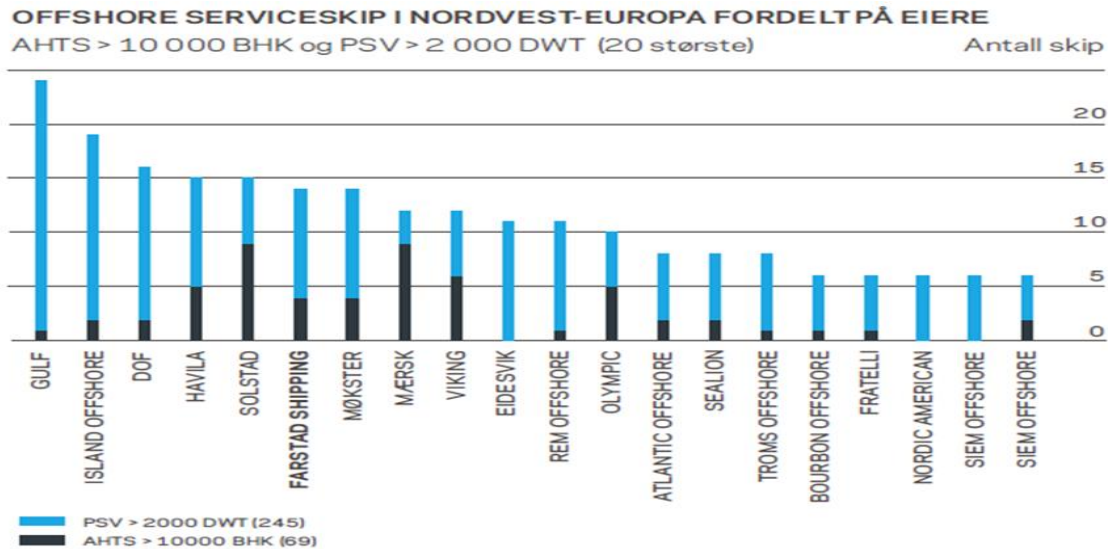
3.5.3 Nordsjøen

DOF Supply har Nordsjøen som sitt hovedområde. De opererer hovedsakelig på norsk sokkel, men de er også godt representert i Aberdeen området. Aktivitetsnivået i Nordsjøen er fortsatt høyt, og det finnes mange operatører i området. Feltstatestikk viser at det finnes gjenværende reserver på nesten 8 333 millioner fat olje på norsk sokkel. Med dagens oljepris er dette en verdi på 958 294 mill USD, eller NOK 5 720, 6 milliarder (Offshore.no, 2013).

De fire største operatørene på norsk sokkel er Statoil med 50% av totalt operatørskap, Conoco Phillips med 6,5 %, BP Norge 4,3%, Talisman North Sea 4,3%. Operatørene inngår videre kontrakter med rigg og boreselskaper, subsea-selskaper og offshore-supply, samt selskaper som utfører modifisering og vedlikehold.

Spotmarkedet for PSV og AHTS har vært svært svakt i 2013, der AHTS har vært mest volatil (DOF ASA, 2014 a). Inntjeningen på spotmarkedet i Nordsjøen er med andre ord svært lav, selv om aktivitetsnivået er relativt høyt enda. Det er tilgangen på nye fartøyer som fremdeles er for høy til å skape balanse i det korte bildet. Det finnes flere fartøy og nybygg enn det finnes etterspørsel, derfor er det vanskelig å oppnå 100 % kontraktsdekning av flåten.

I figur 7 ser vi at DOF, Farstad Shipping, og Solstad Offshore er ganske likt representert i dette markedet, noe som viser at det er her de konkurrerer hardest. Eidesvik ligger ikke så langt unna med 10 skip i dette markedet, der alle er av typen PSV.



Figur 7: Fordeling av markedet i Nordvest Europa (Farstad ASA, 2013)

Kontrakter i Nordsjøen:

I Storbritannia driver DOF Subsea flere prosjekter innen reinnstallasjon. I august 2013 melder DOF Subsea om at arbeidets omfang har blitt utvidet. En ny kontrakt innebærer transport og forankring av et flytende produksjonsanlegg, samt reinnstallasjon av subsea-strukturer inkludert, inkludert rørlegging. Dette gjør at flere skip vil bli benyttet av prosjektet i løpet av andre halvår 2013, inkludert "Skandi Skolten" og det nye skipet "Skandi Bergen". I etterkant (September 2013) har DOF valgt å selge det nybygde skipet "Skandi Bergen" med levering i første kvartal 2014. Dette gjør at DOF Subsea fra januar 2014 eventuelt må leie inn tredjepart for å dekke behovet for prosjektet. Salget av "Skandi Bergen" førte til en salgsgevinst på NOK 200 millioner for DOF, og er nok hovedgrunnen til at de solgte skipet. DOF har ikke kommet med en konkret uttalelse om hvorfor de solgte det nybygde skipet, men det kan tenkes at gevinsten dekker en god del av finansieringen og krav i forbindelse med nybyggingsprogrammet. I tillegg må selskapet vurdere egen kapasitet, slik at de ikke har for mange fartøy i forhold til hva markedet etterspør, og hva de selv greier å administrere. Lånene som er tatt opp i forbindelse med investeringene skal etterhvert betales tilbake. Inntektsføringen av gevinsten gjøres første kvartal 2014. Det påpekes at en del av gevinsten

vil forsvinne i alternative leiekostnader for et erstatningsskip.

Ifølge DOF har ordrebokens verdi i Nordsjøen økt ytterligere ved at de har fått tildelt et undervanns-konstruksjonsprosjekt for et større oljeselskap. Prosjektet er planlagt i tredje kvartal 2014, og involverer utskiftning av fleksible rør og tilkobling av nye fleksible rør til brønnhoder og undervannsmanifold.

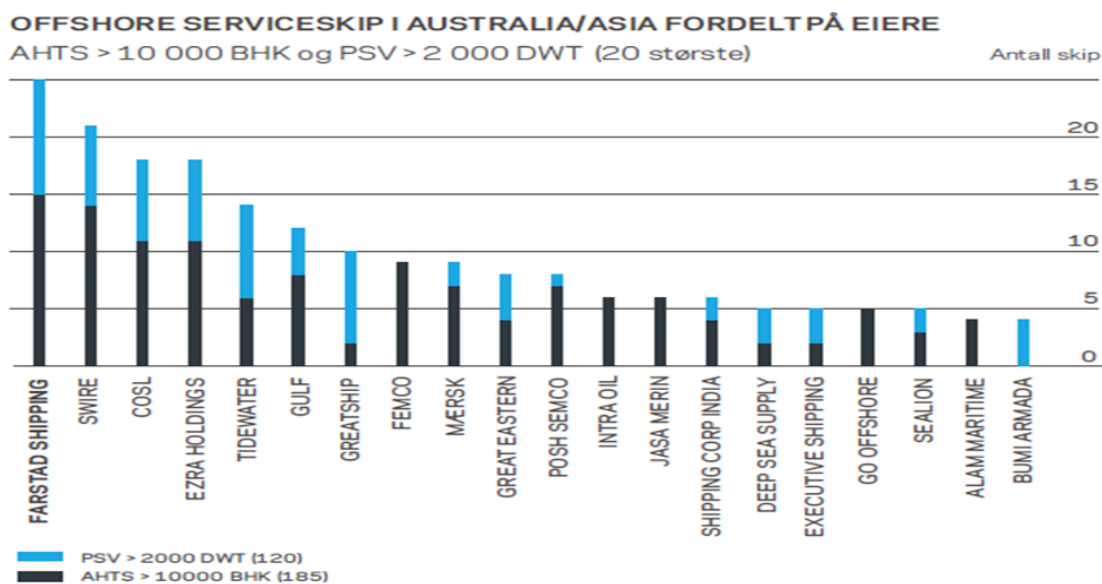
Technip, som er et fransk ingeniør og konstruksjonsselskap innen oljeindustri, har utvidet kontrakten for skipet "Geoholm" og Statoil har utvidet kontrakten for lett konstruksjonsstøtte for skipet "Geosund" (DOF ASA, 2013). På grunn av lange, kompliserte prosjekter i olje- og gassbransjen, er det ikke alltid at man greier å estimere nok tid på forhånd når kontraktene signeres. Dette viser at markedet er ofte avhengig av opsjoner for utvidelse av kontrakter, for å sikre at de pågående prosjektene ferdigstilles.

3.5.4 Australia/Asia

Markedet i denne regionen har i 2012 vært karakterisert av en fortsatt modernisering av forsynings- og serviceflåten, noe som er med på å bidra til at tilbudet av fartøyer fortsatt er større enn den økende etterspørselen. Rederiene opplever et svært konkurranseutsatt marked, og fortsatt nedgang i driftsmarginene. Aktive supply-flåter over en viss størrelse inneholdt 258 fartøyer i 2012 i denne regionen. I tillegg er det 187 supplyskip (49 AHTS og 138 PSV) inkludert opsjoner under bygging. Dette viser en svært drastisk økning i antall fartøyer. For å kunne dempe tilbudet av overflødig tonnasje i regionen, er man avhengig av en netto avgang av fartøyer til andre markeder.

Tilgangen til nye skip og generell vedlikehold av eksisterende flåte, er stor i området ettersom regionen består av mange "lavkostland". Markedet vil med dette være preget av å ha for mange skip i forhold til behovet, og det er vanskelig å drive langsiktig økonomisk dersom man ikke har veletablerte kontrakter med store kunder.

Via sitt kontor i Singapore er DOF representert i markedet med 9 fartøyer totalt, men de er svært små innen PSV og AHTS i forhold til de andre aktørene og vises derfor ikke på figur 8. Farstad har fokusert seg mer inn på dette markedet og ønsker prioritere sin tilstedeværelse her.



Figur 8: Fordeling av marked i Australia/Asia (Farstad ASA, 2013)

Kort oppsummering:

Som man ser av figurene er de sammenlignende selskapene ulikt representert i forhold til geografi. I alle områdene har de flere konkurrenter fra andre nasjonaliteter som også påvirker konkurranseforholdene og lønnsomhet. For DOF, Eidesvik, Farstad og Solstad er det hovedsakelig Nordsjøen som er det området de kjenner mest nærværet av hverandre. Dette kommer av at de alle seiler under norsk flagg, og Nordsjøen blir derfor et kjerneområde for de norske selskapene.

3.6 Eierstruktur og aksjonærer i DOF

Hovedaksjonæren i DOF ASA, Møgster Offshore, eies av familien Møgster via selskapet Laco AS. Familien har via selskapet Laco indirekte kontroll av 93% av aksjene i Møgster Offshore AS (DOF ASA, 2013 b). Holdingselskapet til Møgster-familien eier 4 børsnoterte selskaper som til sammen har en omsetning på 20 milliarder kroner per 30.12.2012 (Bergens Tidende, 2012). Selskapene familien kontrollerer er DOF ASA, Austevoll Seafood ASA, Lerøy Seafood ASA og Norway Pilagic. Familien sier til avisen BT at de har en langsiktig strategi om å beholde holdingselskapet innenfor familien, der de har majoritet i DOF og Austevoll Seafood. Med dette kan man anta at DOF ikke vil likvideres eller selges innen kort tid.

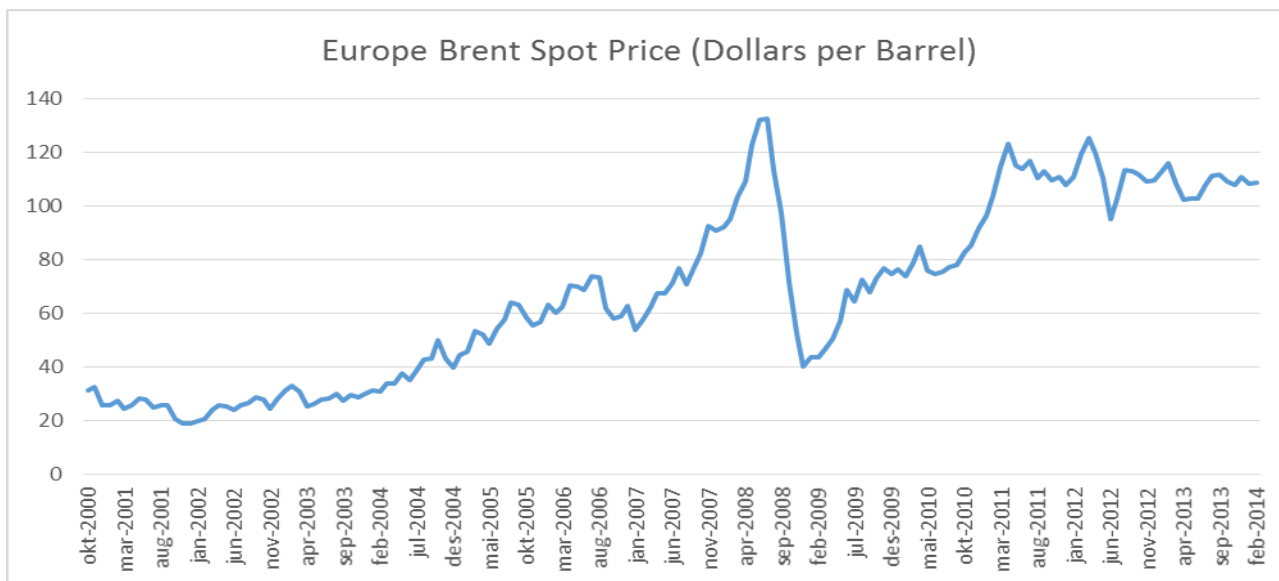
3.7 Aksjekursens utvikling

Utvikling i aksjekurs vises i figur 9 under. Her viser jeg utviklingen i aksjekurs tilbake til noteringsdato på Oslo Børs 04.10.2000, frem til 01.04.2014. Som vi ser har kursen hatt en positiv trend frem til toppunktet i juni 2007 med høyeste notering på kr 71,90. Deretter treffer finanskrisen inn og kursen faller kursen relativt raskt til under 25,00 kr i slutten av 2008. Etter dette er det svingninger, med ganske høy kurs i begynnelsen av 2011, mens det per 16.06.2014 er nede i finanskrisenivå med siste noterte kurs på 29,50 kr.



Figur 9: Utvikling i aksjekurs fra 04.10.2000 til 23.04.2014 (Netfonds, 2014)

Utvikling i aksjekurs for selskaper i oljebransjen har en tendens til å følge utviklingen i oljepris, fordi oljeprisen er en viktig verdidriver for aktivitetsnivået i oljebransjen. Figur 10 viser utviklingen i oljepris målt i dollar per fat olje i samme periode som aksjekursene fra DOF er hentet fra. Relativt målt kan man se en viss samvariasjon mellom oljeprisen og aksjekurs, som betyr at oljepris vil være en viktig del av driveren bak aksjens utvikling også for fremtiden.



Figur 10: Utvikling i oljepris fra 04.10.2000 til 23.04.2014 (U.S Energy Information Administration, 2014)

3.8 DOF i forhold til sammenlignende selskaper

Dersom vi sammenligner kursutvikling i de fire selskapene i figur 11, kan det se ut som selskapene følger hverandre i omtrent samme retning. De ser ut til å følge samme trend, stort sett. Farstad Shipping representerer øverste linje (gul) og DOF representerer den nederste linjen (rød). Farstad Shipping er den største aktøren per desember 2013 målt i markedsverdi (Dagens Næringsliv, 2014 a). Aksjekursen viser relativ avkasting i forhold til et gitt tidspunkt.



Figur 11: Utvikling i aksjekurser, sammenlignende selskaper (Dagens Næringsliv, 2014 a)

3.9 Oppsummering

Som innledningen viser er bransjen stor, med mange internasjonale aktører innenfor ulike segmenter. DOF aktørene jeg sammenligner DOF med, har enten differensiert seg ved å velge ulike segmenter slik som subsea eller seismikk, eller de har valgt ulik geografiske fokusområder som Brasil eller Asia. I et globalt marked vil det være kritisk å knytte nære bånd til sine kunder og leverandører, men også konkurrenter, for å kapre flest mulig kontrakter for fremtiden. Som presentasjonen indikerer, er det svært vanlig å danne flere datterselskaper og/eller joint-venture selskaper med andre aktører. En årsak til dette kan være å konsentrere kunnskap og kompetanse, men også for å dra fordeler av samarbeid på tvers av selskaper og segmenter. Ved samarbeid kan offshore serviceselskapene dra i havn flere kontrakter ved å tilby en helhetlig løsning som dekker kundene (riggselskapene) sine behov.

For offshore-rederiene er det en sterk trussel at det bygges flere skip for å modernisere flåten, som fører til ledig tonnasje. Dette skaper en ubalanse i tilbud og etterspørsel som gjør at det blir vanskeligere å drive lønnsomt. Med tanke på DOF sitt nybyggingsprogram som enda ikke er ferdig, vil dette kanskje virke negativt for fremtiden. Bransjen er svært kapitalintensiv, derfor er det svært ugunstig med priskonkurranse for å skaffe kontrakter. Dette vil jeg analysere videre i den strategiske analysen.

4 Strategisk analyse

Makroøkonomiske forhold som er vesentlige for konsernet DOF relaterer seg i hovedsak til utvikling i olje- og gassprisen og utbygging av oljefelt. Det meste av bedriftens virksomhet knyttes til oljerelatert eller tilhørende virksomhet. Den strategiske analysen skal avdekke forhold vedrørende selskapet, bransjen og konkurrentene som påvirker bedriftens fremtidige kontantstrømmer. Først vil jeg analysere de eksterne faktorene som kan påvirke DOF sine muligheter og trusler for vekst og inntjening i fremtiden. Deretter skal jeg belyse sterke og svake sider ved DOF sine interne ressurser og strategier som kan påvirke verdien av selskapet.

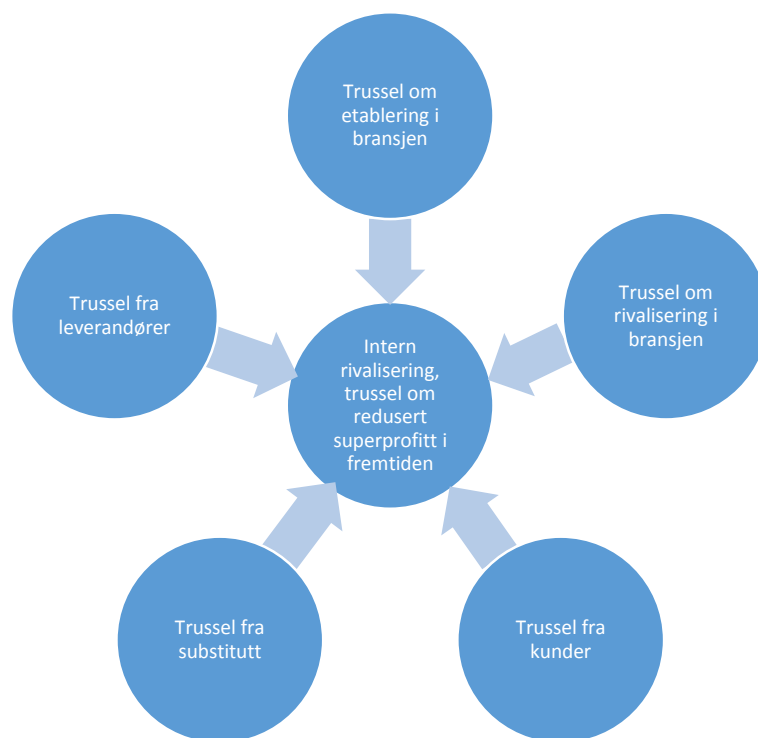
4.1 Ekstern bransjeorientert analyse

For å undersøke bransjen er Porters Five Forces et nyttig verktøy. Ved hjelp av denne modellen ønsker jeg å finne de viktigste eksterne forholdene som kan påvirke verdivurderingen av selskapet.

4.1.1 Porters Five Forces

Ved hjelp av Porters Five Forces analyserer jeg eksterne faktorer som styrker eller svekker DOF sin posisjon blant konkurrentene. Modellen som fremstilles i figur 12, er et nyttig verktøy for å identifisere de ulike aktørene i bransjen, vurdere lønnsomhet, og vise hvem som har sterk innflytelse og kan utnytte dette til å kapre verdier i markedet. I tillegg vil man identifisere muligheter og trusler som finnes i markedet som DOF opererer i. For å kunne gjøre en fullstendig vurdering av selskapets vekstmuligheter, må man se på alle disse faktorene, nettopp fordi de har direkte innvirkning på selskapets potensiale til å drive lønnsomt.

De fem kreftene som Porter refererer til, redegjør for aktuelle konkurrenter og rivaliseringen blant disse, leverandører og kunders forhandlingsmakt, samt trussel fra nye inntrengere og fra substitutter (Porter, 2008).



Figur 12: Porters Five Forces (Knivsflå, a) Strategisk analyse, 2011 a)

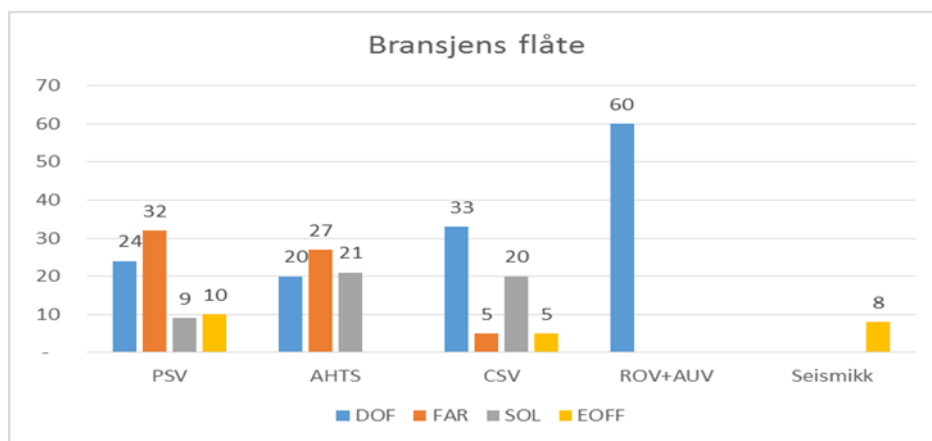
4.1.1.1 Rivalisering mellom bedrifter

En konkurrent er en bedrift i bransjen som tilbyr produkt eller tjeneste som dekker de samme behovene hos kundene. Dersom konkurransen mellom de forskjellige aktørene er sterk, vil det bli en utfordring for bedriftene som konkurrer å drive lønnsomt. En slik rivalisering mellom

aktørene og dens grad av styrke, avgjøres blant annet av konkurransestrukturen og etterspørselsforholdene, samt hvilke utgangsbarrierer som finnes (Porter, 2008).

Konkurransestrukturen vil gi informasjon om samhandlingen mellom de konkurrerende aktørene. Offshore servicebransjen, består av små og mellomstore rederier, som hovedsakelig eier og drifter skip til bruk i offshore sammenheng. Per i dag er det ingen av selskapene som er store nok til å ha en dominerende makt innenfor bransjen. Noen av selskapene ansees gjerne som å levere høyere kvalitet og mer innovative løsninger enn andre, men ingen av aktørene har klart å differensiere seg som en dominerende aktør slik at de kan sette standard i markedet.

For å vise den relative størrelsen på de sammenlignende selskapene i forhold til hverandre, kan vi for eksempel se på selskapenes flåter. Figur 13 viser samme figur som i kapittel 2 under presentasjonen av bransjen.



Figur 13: Antall fartøyer eid av de sammenlignende selskapene (DOF ASA, 2014 a) (Farstad Shipping ASA, 2014) (Eidesvik Offshore ASA, 2014) (Solstad Offshore ASA, 2014)

Som figur 13 viser, er Eidesvik det minste selskapet målt i antall fartøy, men det er også det eneste selskapet som driver med seismikk. Når man ser på DOF, Farstad og Solstad ser vi at disse selskapene også har valgt litt ulike fokusområder. DOF har absolutt flest CSV og er det eneste selskapet med ROV-fartøy, som betyr at DOF er best representert innenfor subsea-segmentet av de 4 selskapene. Farstad derimot har flest PSV og AHTS, mens Solstad har litt av alt i de tre hovedkategoriene PSV, AHTS og CSV. Dette kan være en indikasjon på bransjen bevisst bruker sine fartøyer til å differensiere seg på. Ved å ha ulike skip og fokus innen forskjellige segmenter, unngår de å konkurrere på grunnlag av pris i kontraktsrundene, sett mot hverandre.

Porter sier at rivalisering er spesielt destruktiv til lønnsomhet dersom rivaliseringen handler utelukkende om pris. Grunnen til dette er at priskonkurransen vil overføre fortjenesten og verdiskapingen direkte fra bransjen til kundene (Porter, 2008). Denne bransjen er svært sårbar dersom rivaliseringen handler om pris. Kostnadene for å eie og drifte et skip alene er svært høye, da er det klart at ingen av selskapene som konkurrerer mot hverandre ønsker å bli presset på pris.

Bransjens driftsinntekter baseres på kontrakter mellom oljeselskapene og supply-selskapene, og prisingen avhenger ofte av tid, aktivitet og prosjektets omfang. Det finnes også spotmarked for leie av ledige fartøyer til prosjekter, der prisen settes etter tilbud og etterspørsel. De fleste aktørene i supply-bransjen ønsker ikke å basere driften sin på å ha sine fartøyer i spotmarkedet, da slike markeder er svært usikre over tid. Risiko og kostnad er for høy til å utelukkende være i spotmarkedet. Grunnen til at selskapene prøver å unngå spotmarkedet så langt det lar seg gjøre, er at rederiene ikke har noen forutsetning for å vite om de greier å få fremtidige oppdrag som genererer driftsinntekt som er høy nok til å dekke kostnadene ved å eie skipene.

Forventet fremtidig etterspørselen vil også påvirke intern rivalisering. Dersom man forventer høy etterspørsel i fremtiden, vil konkurransen mellom selskapene avta ettersom det finnes flere oppdrag. Motsatt vil en forventning om dårlige tider gi lav etterspørsel, og aktørene må forberede seg til sterk konkurranse om å få signere kontrakter.

Som nevnt tidligere er markedene i dag preget av overkapasitet og lave priser (Næring- og Handelsdepartementet, 2013). Det er spesielt tilbudet av antall PSV og AHTS som er høyere enn hva markedet etterspør per dagsdato. Ettersom etterspørsel avhenger også av sesong og oljepris, vil markedet være svært følsomt på kort sikt. I høykonjunkturer oppstår det et stort behov for nye fartøyer på grunn av høyt aktivitetsnivå, og man argumenterer for nybygging på grunnlag av dette. Samtidig fører dette til at rederiene oppnår overkapasitet når lavkonjunkturer inntreffer, fordi det finnes altfor mange skip i forhold til hva aktivitetsnivået i utvinningen av olje krever.

Likevel vil spesialiserte markedssegmenter og marked for maritim offshorevirksomhet ha bedre utsikter, fordi det stadig trengs forsyning til utbygging, reovering og produksjon i oljebransjen. Flere oljefunn gjør at offshorerederiene har gode vekstutsikter på lengre sikt, med betydelig verdiskapingsmuligheter. Av figur 14 kan vi se at bare på norsk sokkel vil det være betydelig antall fremtidige prosjekter å betjene fremover, i tillegg til de allerede

eksisterende produserende anleggene som trenger forsyning av utstyr og ankerhåndtering (Offshore.no, 2013). PUD-godkjente felt betyr at feltene har godkjente planer for utbygging og drift av myndighetene.

| | Produserende felt | PUD-godkjent | Fremtidige prosjekter |
|------------------|--------------------------|---------------------|------------------------------|
| Barentshavet | 1 | 1 | 2 |
| Norskehavet | 17 | 1 | 10 |
| Nordsjøen Nord | 28 | 3 | 9 |
| Nordsjøen Midtre | 21 | 7 | 5 |
| Nordsjøen Sør | 14 | 1 | 5 |

Figur 14: Feltstatistikk på Norsk sokkel (Offshore.no, 2013)

Dagens oljemarked har gått fra svakt til middels, men viser tegn til bedring, og etterspørselen forventes å øke noe fremover. Veksten vil likevel ikke være like bratt som rett etter finanskrisen, og det forventes at veksten gradvis flates ut.

Ved å gå enda dypere i data fra den norske sokkel, kan man se at det er 854 millioner standard kubikkmeter (Sm^3) i gjenværende olje per 07.10.2013 av opprinnelig 4 666,20 millioner Sm^3 . Dette betyr at gjenværende reserver er 18,3 % i forhold til opprinnelig mengde av utvinnbar olje (Oljedirektoratet, 2013). Oljelagrene blir med andre ord mindre og mindre.

Det er foreløpig ingen makroøkonomiske signaler i markedet som tyder på større konkurser eller planlagte fusjoner, som vil kunne senke antallet konkurrenter innenfor forsyning- og subseafartøy til offshore. Så lenge trenden i oljebransjen holdes stabil og markedet har tro på oljeprisen, vil behov etter aktørene i denne bransjen fortsatt opprettholdes. På tross av usikkerhet som oppleves på grunn av politiske uroligheter i Midtøsten høsten 2013, er det estimert av IEA at oljeprisen vil ha moderat vekst på lang sikt (Finansdepartementet, 2013 a).

Når et selskap vurderer å etablere seg i en bransje med flere aktører, må også utgangsbarrierene kartlegges. Grunnen til dette er at disse barrierene vil være irreversible kostnader som selskapet ikke vil få igjen ved et eventuelt salg eller en nedleggelse. I supply-bransjen er det ofte nødvendig å gjøre relasjonsspesifikke investeringer for å dekke en kundes spesielle behov. Som økonomiske teorier sier, vil slike investeringer kun forsvares ved langsiktige kontrakter, fordi risikoen for tap er ganske høy ved et potensielt kontraktsbrudd. Dersom investeringen ikke kan benyttes av annen kunde eller overføres til annet bruk, vil verdien av investeringen gå tapt. Ettersom skipene utgjør de største verdiene for et offshore serviceselskap, vil dette representere en utgangsbarriere. Ved en utgang kan man riktignok

fortsatt sitte igjen med noe verdi ettersom skipene kan selges videre til ombygging, alternativt må de sendes til resirkulering.

Eksterne forhold legger til rette for at høy rivalisering kan oppstå mellom selskapene, fordi bransjen er svært kapitalintensiv og det er overkapasitet av skip i markedet. Ettersom det ikke er balanse mellom tilbud og etterspørsel av offshorerederienes fartøyer er det vanskelig å oppnå gode resultater uten rivalisering om kontraktene. Likevel har DOF, Eidesvik, Farstad og Solstad differensiert seg ved å ha hovedfokus på forskjellige fartøyer. Rivaliseringen vil være høyest der de har samme fartøy innen samme geografisk marked. Jeg konkluderer med at den interne rivaliseringen er middels, og til tider høy innenfor noen segment (Nordsjøen).

4.1.1.2 Trussel fra inntrengere

For å kunne vurdere om det finnes reelle trusler fra nye inntrengere, må man se på hvilke etableringsbarrierer som allerede eksisterer. Dersom det er vanskelig å komme inn på markedet, og kostnadene ved en entré er høy, vil sannsynligheten for nye aktører reduseres betraktelig. Motsatt vil lave inngangsbarrierer føre til at trusselen fra nye inntrengere øker.

Det finnes flere ulike etableringshindringer. Inngangsbarrierene som kan gjøre det mindre attraktivt for nye etableringer er blant annet skalafordeler, produkt differensiering, kostnadsfordeler, byttekostnader og etableringskostnader (Barney J. B., 1991).

Det kan tenkes at et selskap med en stor flåte vil få større kvantumsrabatter hos sine leverandører og kunne tilby lavere pris til sine kunder, eller få lavere kostnader per skip. Likevel tar det flere år å bygge opp en organisasjon og flåte som gir skalafordeler. Denne barrieren er derfor ikke uoverkommelig.

Når man ser på kostnadmessige fortrinn må faktorer som gjør det vanskelig for nye inntrengere å etablere seg, tas med i vurderingen. Man ser da på produksjonsteknologi, kontroll over innsatsfaktorer og patenter. Supply-selskaper som har operert i bransjen over lengre tid har en fordel med at de vet hvilke behov bransjen har, og vil kontinuerlig tilpasse og utvikle seg etter kundenes behov. De har for eksempel tilegnet seg kunnskap om de ekstreme forholdene ved dype farvann og hvor vanskelig uberørt havgrunn kan være. Teknologien de bruker er derfor tilpasset og designet utfra egne erfaringer, og blir en styrke i konkurranse med nye aktører. Slik erfaring tar lang tid å oppnå selv, eneste alternativ er

oppkjøp av allerede eksisterende selskaper, som allerede besitter erfaringen og kunnskapen man trenger.

Byttekostnader relateres til kundenes kostnader ved å bytte leverandør. Som tidligere beskrevet kan et kontraktsbrudd være svært kostbart, særlig dersom fartøyet er konstruert for å tilfredsstille en kundes spesielle behov. Det må sterke grunner til for at en kunde vil bryte en langsiktig kontrakt med eksisterende forsyningsleverandør. Nye aktører innenfor bransjen vil derfor, til en viss grad, kun ha mulighet til å konkurrere om nye prosjektskontrakter fra oljeoperatørene. Frem til oppstart av de tildelte kontraktene vil de måtte operere i det usikre spotmarkedet.

For å etablere seg som et offshore serviceselskap kreves det en enorm tilgang til kapital. Bransjen er som tidligere nevnt, svært kapitalintensiv. For å etablere egen flåte av PSV, AHTS og CSV og lignende fartøy, kreves det omfattende finansiering fra kredittinstitusjoner. Etersom mange banker har strammet inn på utlånsvilkår etter finanskrisen i 2008, vil dette i seg selv være en høy inngangsbarriere. Eksisterende supply-selskap vil ha opparbeidet seg erfaringer innenfor bransjen, samt ha fordeler med etablert kundeportefølje og godt utrustet flåte. Et allerede godt etablert selskap vil også lettere kunne skaffe kapital, da kredittinstitusjonene vil foretrekke lavest mulig risiko. Slike fordeler er imiterbare, men gjerne ikke i et kortsiktig tidsperspektiv, og det blir derfor en høy inngangsbarriere til bransjen.

De hindringene som vil være mest sentrale for offshore-supply bransjen er teknologisk erfaring, kostnadsfordeler, byttekostnader og kapitalinvestering. For nye aktører er det hovedsakelig kostnadsbildet som er den største inngangsbarrieren, samt manglende erfaring. Disse to faktorene er ikke uovervinnelige hinder, men de kan virke svært avskrekkende. På grunnlag av dette vurderes trusselen fra inntrengere som lav.

4.1.1.3 Substitutter

Et substitutt kan konkurrere mer eller mindre direkte med produktet og dekke behovet for forsyning til offshorebransjen, i form av at det kan gjøre samme nytte som supply-selskapene. Det er vanskelig å finne substitutt for forsynings- og undervannsfartøy som kan gjøre samme nytte, og dekke samme behov for offshore-næringen. Disse fartøyene er allerede spesialtilpasset til bransjen og dens behov, derfor vil andre typer skip eller fartøy ikke kunne

dekke samme behov eller fungere bedre enn de som allerede eksisterer. Trussel fra substitutter anses derfor å være lav.

4.1.1.4 Trussel fra kunder

Lønnsomheten til et selskap avhenger av kundenes forhandlingsmakt. En sterk kunde vil kunne overføre deler eller hele verdiskapningen til seg selv ved å presse på pris og kjøpsbetingelser, og på denne måten redusere fortjenesten til selskapet. Følgende forhold vil gi kunden økt makt; få kunder i markedet, produktet er ikke differensiert, produktet utgjør en stor del av kundens utgifter og kunden truer med baklengs integrasjon (Besanko, Dranove, Shanley, & Schaefer, 2007).

Den største kundegruppen til offshore- supplybransjen er riggselskaper, oljeproduksjons- og serviceselskaper som igjen har kontrakter med de store oljeoperatørene. Noen ganger er kontraktene også direkte mellom supply-selskapene og oljeoperatørene. Nærhet mellom operatørene som kunde og supply-selskapene som leverandør, avhenger av kompleksiteten i prosjektene og grad av relasjonsspesifikk investering. Lengden på kontrakter og lastekategori varierer både med hensyn til type marked og geografisk beliggenhet.

I dag konsentrerer oljeselskapene seg rundt kjernevirksomheten som er å finne olje og utvinne denne. En trussel for bransjen kan være at kundene begynner med vertikal differensiering. I stedet for å bruke leverandører, vil kundene kjøpe opp selskaper slik at de har tilgang til tjenestene som de trenger internt i bedriften. Til nå har slik integrasjon ikke vært en reell trussel, nettopp fordi selskapene ønsker å fokusere på kjernekompetansen. Denne trusselen anses derfor som lav. Det kan likevel tenkes at utviklingen i mer komplekse og større prosjekter kan føre til at trusselen blir reell i fremtiden.

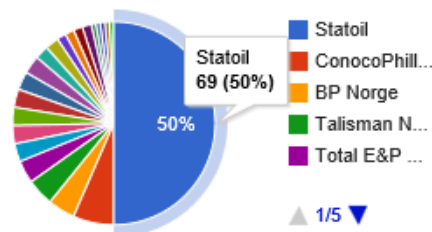
En annen trussel for supply-selskapene er selve graden av relasjonsspesifikke investeringer. Det er fare for at hold-up kan oppstå, som følge av kunder som prøver å presse på pris og betingelser underveis i kontrakten. Som nevnt tidligere, kan likevel byttekostnaden for kundene også være høy, ettersom eventuell ny flåte må tilpasses. Dette reduserer trusselen for hold-up problemer.

Kundemassen består av mange kunder av varierende størrelse fra hele verden. Ettersom markedene både blir delt etter type fartøyer og geografisk område, finnes det ingen kunder som er dominerende på verdensbasis. Det er så mange oljeoperatører i verden at det alltid vil

være en alternativ kunde. Dersom man ser på geografiske områder er kundene derimot sterkere til å kunne påvirke kontraktbetingelser. For eksempel er Statoil desidert den største av de 22 operatørene ved oljefeltene på den norske sokkel. Dette kan man se av figur 15:

Operatører

Grafen viser operatørene og antall operatørskap på norsk sokkel.



Figur 15: Operatører på norsk sokkel (Offshore.no, 2013)

I brasilianske farvann er det statseide Petrobras som er den største operatøren, mens i USA er de fleste store globale operatørene som for eksempel Statoil, Shell, BP, Baker Hughes og Transocean representert, og de fleste ligger i samme klynge. Texas i Houston er særlig kjent for å være et område i USA med høy grad av konkurranse innen oljeindustrien.

Med andre ord avhenger grad av kundemakt og trussel fra kundene, på hvilke område man befinner seg i. I noen klynger er det gjerne en sterk aktør, mens i andre klynger finnes det flere titalls operatører av relativ samme størrelse. Etersom kontraktene som inngås er basert på operatørens behov for å gjennomføre et spesifikt prosjekt, er leveringsbetingelsene som regel satt av kundene. Supply-selskapene har mulighet til å påvirke tidsperspektiv, kvalitet og pris til en viss grad, men den sterkeste part er operatørene/kunden. Som jeg har diskutert tidligere er det for tiden også overkapasitet i noen segmenter, som gjør at forhandlingsmakten til supply-selskapene er svak. Trussel fra kundene er derfor vurdert som middels til høy.

4.1.1.5 Trussel fra leverandører

Leverandørens forhandlingsmakt kan være en trussel dersom leverandørene har stor innflytelse på priser og betingelser i bransjen. Trusselen er størst når leverandørene er konsentrerte og godt organisert, og mulighet for andre alternativer eller løsninger er begrenset. De har også større innflytelse dersom de leverer unik eller best kvalitet, og kostnaden ved å skifte leverandør er høy. Her vil det være en fordel om man er en stor aktør og viktig kunde i forhold til leverandøren, og ikke motsatt (Besanko, Dranove, Shanley, & Schaefer, 2007).

Selskapene i denne bransjen benytter seg av skipsverft som leverer tjenester som reparasjoner og bygging av skip. Skipsverftene som leverandør utgjør en potensiell trussel fordi supply-selskapene er avhengig av nye skip, samt vedlikehold. Per i dag er det relativt mange skipsverft som konkurrerer om de samme kundene, både i Norge og internasjonalt. Lavkost land som Kina og Taiwan har historisk sett fått mange kontrakter om bygging av skip fordi de greier å bygge store skip til lave kostnader i forhold til land med høyere lønns- og produksjonskostnader. Likevel blir også norske verft ofte etterspurt på verdensbasis, fordi de har opparbeidet seg et rykte om å levere høy standard og svært avansert teknologi. Siden det finnes mange aktører på verdensbasis, har offshorerederiene flere leverandører å velge mellom, og de kan velge ut fra ønsket kostnads- og kvalitetsnivå. Av denne grunn vurderes trusselen fra leverandørene i markedet som lav.

4.1.1.6 Konklusjon

En strategisk posisjon for en bedrift, er en allokering av ressurser i en bedrift som innenfor bransjen gir en viss evne til å generere en strategisk fordel. På denne måten kan bedriften også oppnå en rentabilitet utover kravet som er satt.

DOF operer i en bransje med relativt liten forhandlingsmakt fra substitutter og leverandører. Den største trusselen kommer dels fra kundene, men hovedsakelig fra konkurrentene i den interne rivaliseringen. De har relativt samme type teknologi og erfaring, og opererer på de samme områdene som DOF. Ettersom operatørene/kundene har middels til høy forhandlingsmakt, er lønnsomheten til DOF klart truet av den interne rivaliseringen som oppstår når nye kontrakter skal forhandles om. I de områdene selskapene tilbyr de samme tjenestene og lik kompetanse, har de ikke annet å konkurrere på enn marginer. Slik rivalisering vil være en reell og sterk trussel om dårligere lønnsomhet for driften, og vil påvirke mine antagelser om fremtiden.

Rivaliseringen er likevel noe dempet mellom de sammenlignende selskapene i de områdene de opererer med forskjellige fartøyer og kompetanseområder. DOF har for eksempel egen kompetanse for subsea-markedet. Dette er en strategisk forskjell som DOF kan dra nytte av fordi de kan fungere som en leverandør av både «supply» og «subsea» til samme prosjekt. Dette kan være et argument for å velge DOF som prosjektsleverandør i forhold til konkurrentene.

Til tross for sterk konkurranse kan DOF greie å utnytte sin posisjon innenfor subsementet, til å øke antall kontrakter i ordreboken. Kontrakter som er inngått, men som enda ikke er påbegynt kalles ordreboken eller ordreserven. Som tidligere nevnt kan det ta flere år fra olje er funnet, til selve utvinningen av olje kan starte.

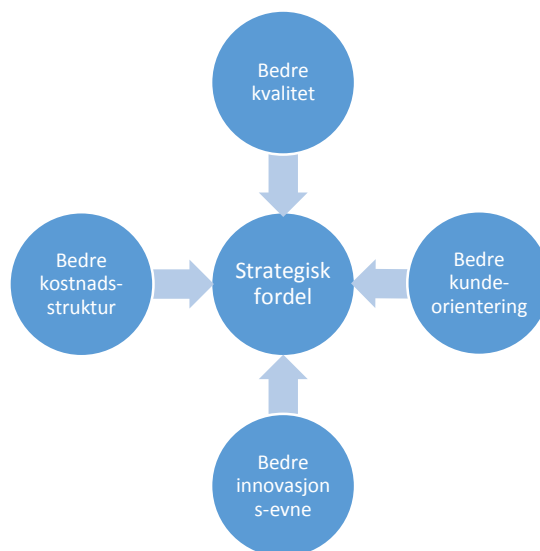
4.2 Intern ressursbasert analyse

I min utredning benytter jeg offentlig tilgjengelig informasjon. Mye av denne informasjonen blir hentet direkte fra DOF sine hjemmesider og årsrapporter. Denne informasjonen vil til en viss grad være skrevet med hensikt om å tiltrekke seg positiv oppmerksomhet. Dette er jeg bevisst på under analysen, og forsøker etter beste evne å være objektiv i vurderingen.

Intern analyse brukes for å kartlegge bedriftens interne forhold. En ressursanalyse vil vise DOF sine interne ressurser og evner, og der igjennom identifisere eventuelle konkurransefortrinn. Målet med ressursanalysen er å finne om DOF har mer av en ressurs enn de andre selskapene i bransjen, både når det gjelder mengde og kvalitet. (Knivsflå, 2011 a)

4.2.1 KIKK – modellen

Modellen som er vist i figur 16, vil identifisere om DOF har en strategisk fordel i forhold til andre selskaper i samme bransje. En strategisk fordel har opphav i at et selskap har bedre kostnadsstruktur, bedre innovasjonsevne, bedre kvalitet og/eller bedre kundeorientering enn sine konkurrenter.



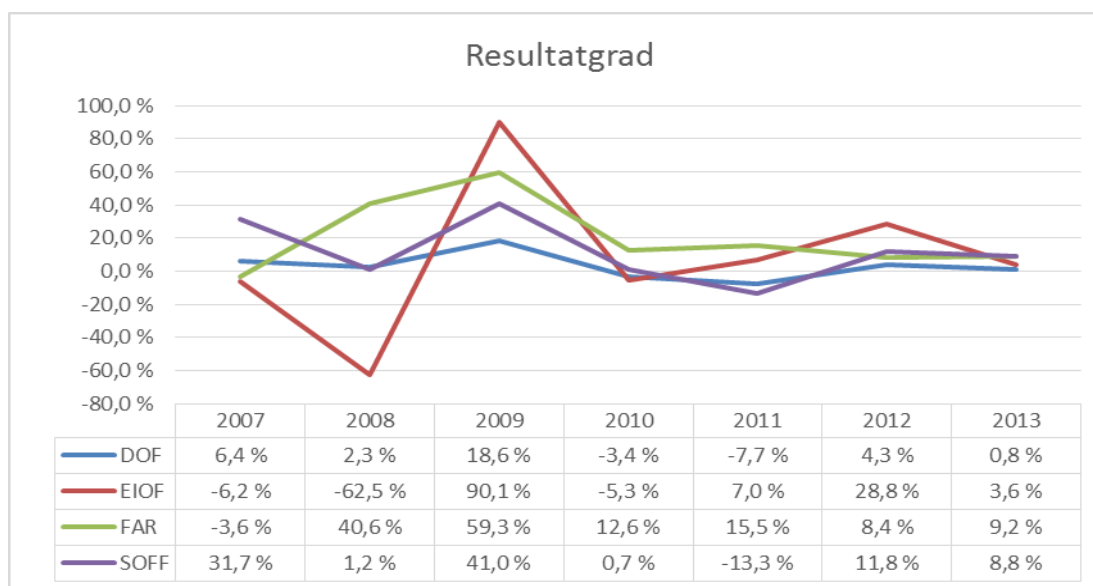
Figur 16: KIKK – modellen (Knivsflå, 2011 a)

4.2.1.1 Bedre kostnadsstruktur

Et *kostnadseffektivt* selskap vil ha lavere kostnader enn sine konkurrenter. Lavere kostnader kan resultere i høyere profitt, men gir også mulighet for lavere priser og økt markedsandel. Kostnadseffektivitet kan være en forutsetning for god lønnsomhet når det er middels eller høy grad av konkurransekrefter (Hill & Jones, 2011).

Offshore servicebransjen, har vært preget av overtonnasje de siste årene. Dette betyr at markedet har for mange fartøy i omløp og ledig kapasitet, kontra behovet for skips- og forsyningstjenester som bransjen tilbyr. Dette har ført til at offshorerederiene generelt har måtte foretatt noen innsparinger og effektivisering av driften for å redusere tap i nedgangstider. Eidesvik har blant annet måtte legge et helt nybygd skip i opplag i 2012, for å spare penger i en stille periode. I tillegg har de valgt å trekke seg ut av markedet i Brasil, og i den forbindelse solgt to fartøy. DOF har selv i 2013 solgt nybygget «Skandi Bergen» til en internasjonal kjøper, før de selv tok skipet i bruk. Dette skipet var tiltenkt en allerede inngått kontrakt i ordreboken. Med mindre de har et alternativt fartøy med samme funksjoner og lasteevne til disposisjon, må de leie inn skip fra spotmarkedet. Alternativt kan de inngå kontrakt med annen konkurrent som kan dekke samme behovet, for å ferdigstille prosjektet i ordreboken. DOF har ikke gitt utfyllende kommentarer om hvorfor de solgte dette skipet, men det er rimelig å anta at gevinsten de fikk ved salget har kommet godt med til å dekke noe av finansieringen av det intensive nybyggingsprogrammet de startet i 2006. Når markedet i tillegg er preget av overkapasitet, var kanskje kontantstrømmen fra gevinsten mer nyttig enn selve skipet for DOF.

Det er liten tvil om at DOF har store utfordringer når det gjelder kostnadsbildet, men dette vil også gjelde bransjen forøvrig. Dette er en bransje med høye driftsutgifter ved normal drift. Et feilskjær, eller en uventet break-down kan føre til store forsinkelser og høye tap. Tøffere markeder og konkurranse om marginer tilsier at DOF ikke har bedre kostnadsstruktur sammenlignet med sine selskaper. Resultat og avkastning er derfor kritisk avhengig av god kostnadskontroll. Figur 17 viser en enkel oversikt over rapporterte årsresultater i forhold til driftsinntekter, der DOF sine marginer historisk sett viser seg å være dårligere enn sine konkurrenter de siste 7 årene. Som figur17 også indikerer har tidligere marginfordeler for enkeltelskaper blitt jevnet ut, og resultatgrad for 2013 er på et relativt jevnt nivå i bransjen i forhold til tidligere.



Figur 17: Resultatgrader i sammenlignende selskaper (DOF ASA, 2013 b) (Eidesvik Offshore ASA, 2014) (Farstad Shipping ASA, 2014) (Solstad Offshore ASA, 2014)

4.2.1.2 Bedre innovasjonsevne

Innovasjon betyr fornyelse eller utvikling av eksisterende produkter eller prosesser, og kan sees på som den viktigste kilden til et varig konkurransefortrinn i offshore servicebransjen. En suksessfull innovasjon vil gi selskapet en unik mulighet til å kapre kontrakter med nye kundegrupper og i noen tilfeller oppnå høyere kontraktspris enn man ellers ville fått. Selskapet kan bli mer attraktiv som leverandør av sine supply- og subseatjenester. Innovasjon kan også være av en slik art at den gir bedriften muligheter til å redusere enhetskostnadene, og på den måten få et ytterligere konkurransefortrinn. Innovasjonsevne er et viktig konkurransefortrinn ettersom det kan bidra til å motvirke konkurransekraftene gjennom en bedre organisering og gjennomføring av aktivitetene i verdikjeden enn konkurrentenes (Hill & Jones, 2011).

Den største muligheten for nyskaping for DOF er gjennom dypvannsteknologi «subsea». Den nye trenden i markedet mot dypere farvann gir DOF gode muligheter til å utnytte sin undervannsteknologi og utstyr gjennom sitt datterselskap. Etterspørselen etter energi og alternative metoder til utvinning av olje og gass vil også trigge bransjen til innovasjon. Sett i et lengre perspektiv er den stadig fallende tilgangen av energi en trussel, som kommer av at flere av de eksisterende oljeproduksjonsfeltene har nådd toppen, eller snart er tom. Dette kan ha innvirkning på konvensjonell feltutvikling, som vil kunne oppleves gjennom noe lavere aktivitet i fremtiden.

DOF Subsea er den enheten av selskapet som har størst potensiale til å bruke innovasjon og ny teknologi som en suksessfaktor. Samtidig er det DOF Subsea som genererer høyest bidrag til selskapets resultat. I årsrapporten fra 2012 utgjør driftsinntektene fra CSV fartøyene i subseasegmentet 72% av total driftsinntekt fra fartøyene og i 2013 er denne 75 %. Målt i resultat før skatt utgjør CSV fartøyene 135% av resultatet i 2012 og 280 % i 2013. Med andre ord er det kun CSV fartøyene som har generert et positivt resultat til konsernet de to siste regnskapsårene. PSV og AHTS fartøyene har hatt negative resultater, og dermed redusert det totale resultatet før skatt disse årene (DOF ASA, 2013 b; DOF ASA, 2014 a).

Ettersom det finnes flere aktører som tilbyr PSV og AHTS og disse opererer i trangere markeder, må selskapene differensiere seg ved å levere bedre løsninger eller å tilby lavere kontraktspris. DOF har en nyere flåte PSV og AHTS enn sine konkurrenter, men funksjonene og tjenestene som fartøyene kan levere er tilnærmet like. DOF er derfor ikke mer innovative enn sine konkurrenter på dette området.

En økt evne til nyskaping og innovasjon innen subsea-segmentet vil være mer avgjørende for konkurransekraften i fremtiden for DOF. Ettersom det er i dette segmentet DOF genererer resultater, bør de satse på å være bedre enn sine konkurrenter på dette området, noe som de er per dagsdato. For å opprettholde denne fordelten er det viktig at DOF følger opp de nye trendene i nye energikilder etterhvert som markedet endrer seg. DOF har opparbeidet en fordel gjennom lang erfaring og spesialisert utvikling av dypvannsteknologier, slik at de har bedre tilpasningsevne enn sine konkurrenter innen subsea-segmentet. Dette er sett i forhold til de sammenlignende selskapene Eidesvik, Farstad og Solstad, som ikke er tungt representert innen subsea. Det er ikke tatt hensyn til utenlandske aktører som for eksempel Subsea 7, som er et selskap som er tungt representert innenfor subsea-segmentet i samme områder som DOF. DOF har med andre ord til dels et innovativt fortrinn innenfor subsea-segmentet.

Når det gjelder innovasjon er DOF avhengige av sine menneskelige ressurser. Kompetanse og kompetanseutvikling hos de ansatte viktig for å møte og tilpasse seg endringene i bransjen. Innovasjon skjer som oftest i samarbeid oljeselskapene, riggselskapene og verftene, i en maritim klynge. Kunnskapsdeling er derfor svært vanlig i denne bransjen, slik at konkurrentene har tilgang til samme kunnskap og kompetanse. Foruten subsea har DOF ikke bedre innovasjonsevne enn de sammenlignbare selskapene. Et varig konkurransefortrinn kan bare skje dersom DOF fortsetter å utvikle gode undervannsløsninger for markedet.

4.2.1.3 Bedre kvalitet

Med *kvalitet* menes at produktet eller tjenesten har den holdbarheten og de egenskapene man forventer. Høy kvalitet kan gi konkurransefortrinn fordi det øker produktverdi og betalingsvilje hos kundene, noe som kan bidra til at man oppnår en høyere pris. Kvalitet springer ut av et godt merkenavn, og DOF har gjennom DOF Subsea et konkurransefortrinn i dypvannsmarkedet ved å ha et godt omdømme innen dette segmentet. Fokus på kvalitet vil gi selskapet et godt omdømme ovenfor leverandører, samarbeidspartnere og ikke minst kundene. For at DOF skal beholde kvalitet som en strategisk fordel er det viktig at de stadig effektiviserer og søker etter nye innovative løsninger, særlig innen dypvannsteknologi, som også gir kundene en strategisk fordel. Løsninger som hever kvalitet hos DOF, vil også heve kvalitet for kundene, som bidrar til å styrke DOFs omdømme i bransjen.

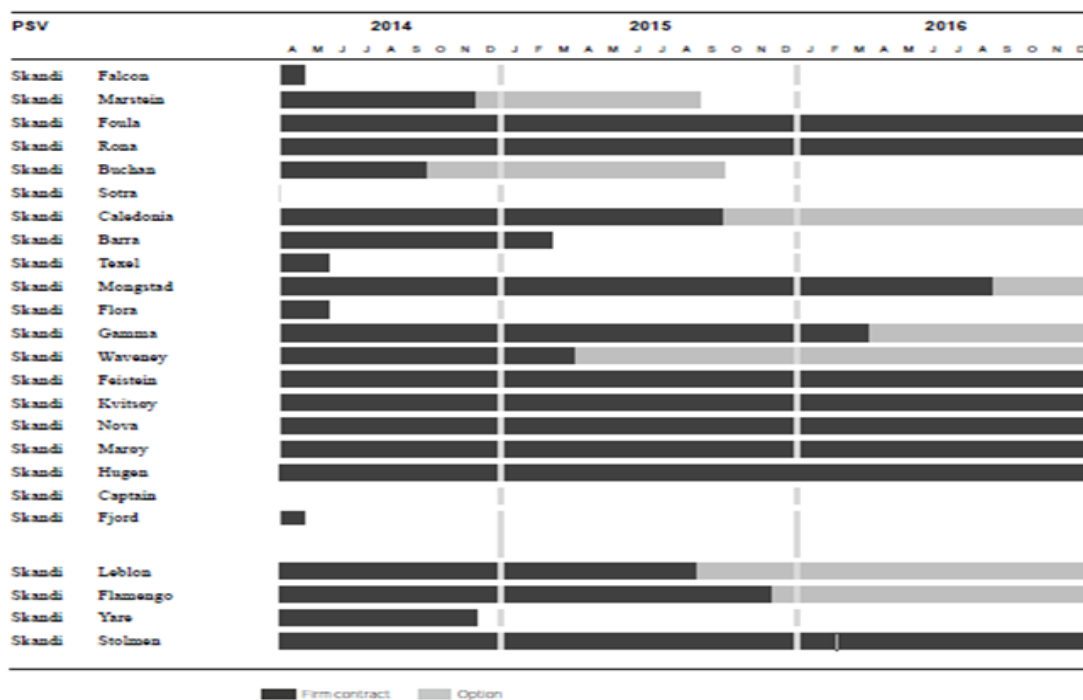
Med mangfoldet av aktører som finnes i offshore servicebransjen på internasjonal basis, har kvalitet avgjørende betydning for å lykkes. Dersom DOF greier å opprettholde sitt rykte som et selskap med moderne og løsningsorienterte fartøyer, er sannsynligheten høyere for å oppnå et fortrinn til sine konkurrenter i kontraktsforhandlinger. Etersom DOF har den mest moderne flåten av sine konkurrenter, vil de ha en kortsiktig fordel ved at fartøyene er utstyrt med den nyeste teknologien i markedet. Altså vil kvaliteten være høyere for DOF enn sine konkurrenter på kort sikt. Denne fordelene vil likevel ikke vedvare ettersom de andre selskapene også vil kontinuerlig oppgradere og skifte ut fartøyer i flåten sin. DOF har derfor ikke bedre kvalitet enn sine konkurrenter på lang sikt.

4.2.1.4 Bedre kundeorientering

For å oppnå god *kundeorientering* må bedriften være bedre enn konkurrentene sine til å identifisere, og tilfredsstille kundenes behov. Er kunden fornøyd med selskapet, vil de verdsette selskapets produkter og tjenester høyere, noe som skaper differensieringsmuligheter. Å øke kvaliteten til et produkt eller en tjeneste står også i samsvar med god kundeorientering, på samme måte som å forbedre eller utvikle nye produkter for å tilfredsstille kundens behov (Hill & Jones, 2011).

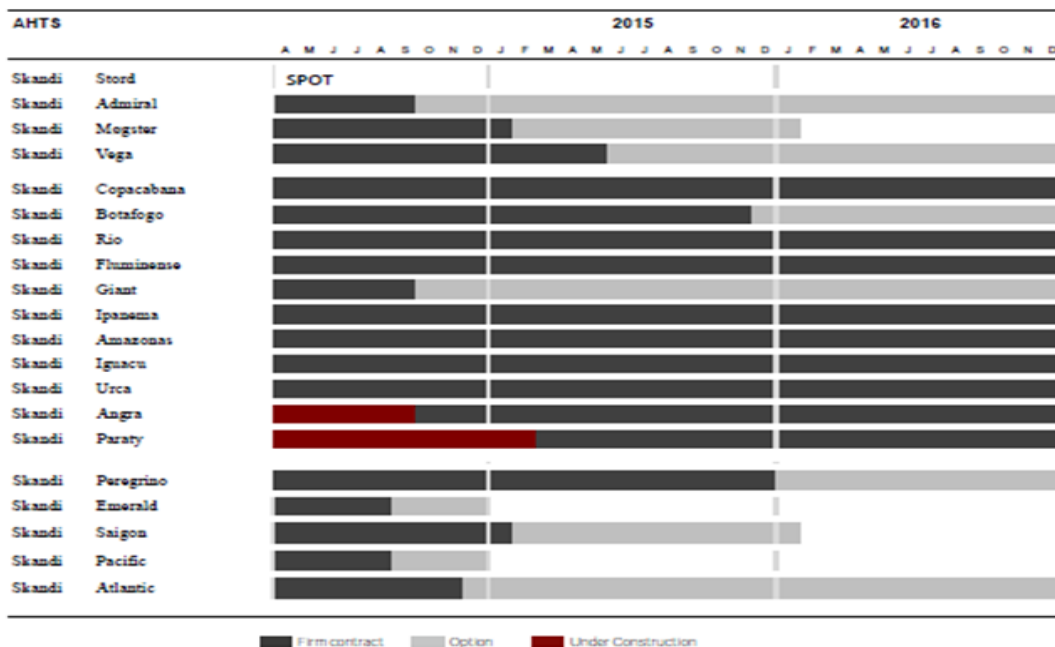
Driftsinntektene kommer fra kontrakter inngått med kundene, basert på langtids-prosjekter eller kortsiktige spotavtaler. I figurene 18,19 og 20 på neste side, viser kontraktsdekning per skip per 31.03.2014. De svarte søylene indikerer kontraktstid, grå søyler er tid med opsjon, og rød betyr at skipet fortsatt er under bygging.

PSV kontraktsdekning

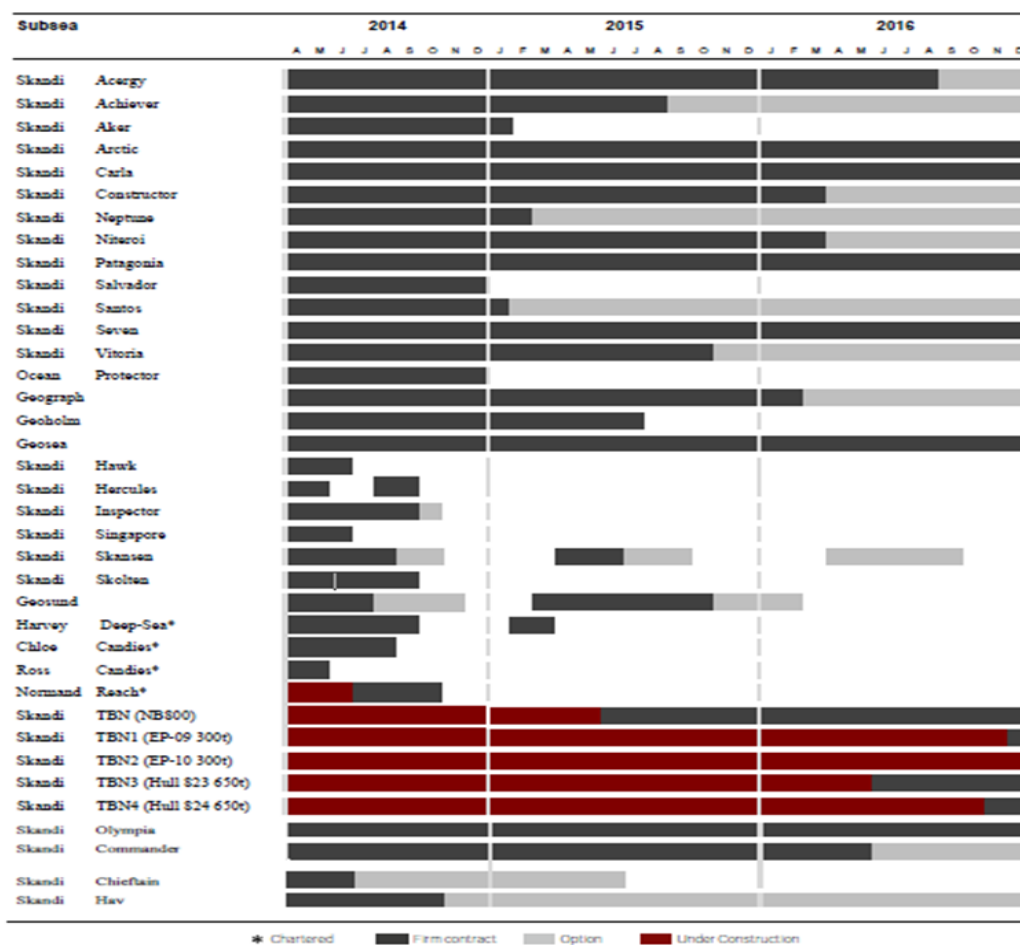


Figur 18: PSV Ordreboken per 31.03.2014 (DOF ASA , 2014 q)

AHTS kontraktsdekning



Figur 19: AHTS ordrebok per 31.03.2014 (DOF ASA , 2014 q)



Figur 20: Subsea ordrebok (CSV) per 31.03.2014 (DOF ASA , 2014 q)

Figur 18, 19 og 20 viser type fartøy og varighet på tilknyttede kontrakter og opsjoner. Det er vanlig at langtidsprosjekter pågår over flere år, så det er flere av disse kontraktene som varer utover perioden som vises her. De viktigste kundene til DOF er:

| Brasil / Mexicogulfen | Nordsjøen | AustralAsia | Vest-Afrika |
|----------------------------|-----------------------|--------------|-------------|
| Petrobras (PSV, AHTS, CSV) | Statoil (PSV, AHTS) | MacDow (PSV) | Total (PSV) |
| Technip (CSV) | Conoco Phillips (PSV) | Saipem (CSV) | |
| Statoil (AHTS) | Technip (CSV) | | |
| Subsea 7 (CSV) | Shell (PSV, CSV) | | |
| Chevron (CSV) | Maersk Oil (PSV) | | |
| | Subsea 7 (CSV) | | |
| | Fugro (CSV) | | |
| | Peterson (PSV) | | |

Tabell 5: En oversikt over viktige kunder per 31.12.2013

Vi ser at charter-selskapene, det vil si kundene, kan både være blant de store oljeoperatørene Petrobras, Statoil og Conoco Phillips, men også andre offshore forsyning- og serviceselskap som Subsea 7 og Technip. Av tabell 5 ser vi at Petrobras, den største kunden til DOF, er

plassert i Brasil-området og har både CSV, AHTS og PSV i sine kontrakter. Deretter er det Statoil og Conoco Phillips i Nordsjøen som fremstår som viktigste kundene i Nordsjøen med hovedsakelig PSV og AHTS.

Det som skiller kundeorienteringen til DOF fra sine andre selskaper, er at de er tungt representert i Brasil, samt at de har et dypere fokus på subseafartøyene CSV. Gjennom datterselskapet DOF Subsea er CSV fartøyene representert både i Nordsjøen og Brasil. Kundeorienteringen er ikke bedre enn sine konkurrenter, men de har funnet et "ledig" strategisk område som de har valgt å fokusere på, som gir en fordel i forhold til de sammenlignbare selskapene i Norge.

4.2.1.5 Oppsummering av KIKK-analysen

KIKK-analysen viser at DOF har muligheter for interne konkurransefortrinn i form av evne til nyskaping, sterk merkevare og kundefokusering. Likevel har de ingen vedvarende strategisk fordel i forhold til sine konkurrenter ettersom slike fordeler er lette å kopiere. Den sterkeste fordelen DOF har er gjennom datterselskapet DOF Subsea og kompetanse og erfaring innenfor subseasegmentet. Fra et ressursbasert perspektiv kan vi identifisere hvilke interne ressurser som er kilder til midlertidig eller vedvarende konkurransefortrinn. En VRIO-analyse er et verktøy som benyttes for å kategorisere de mest verdifulle ressursene som bedriften har.

4.2.2 VRIO - analyse

Ved å gjennomføre en VRIO – analyse kan vi kartlegge om noen av ressursene til DOF har varige konkurransefortrinn. For å avgjøre dette undersøkes det om selskapets ressurser er verdifulle for kundene, sjeldne på markedet eller i bransjen, vanskelige å kopiere og/eller effektivt organisert slik at de utnyttes best mulig i organisasjonen. Dersom ressursen oppfyller disse fire egenskapene, vil de gi et varig konkurransefortrinn og inngå som bedriftens kjernekompetanse (Barney J. B., 1991). Slike ressurser kan da være kilde til superprofitt.

Rammeverk for VRIO-analysen vises i figur 21 under. Dersom ingen av kravene er oppfylt vil ressursen ikke gi grunnlag for merrentabilitet. Dersom en ressurs bare oppfyller kravet om å være verdifull, vil den skape en avkastning lik kravet. Videre vil en ressurs skape merrentabilitet på kort sikt hvis den er både verdifull for kunden og sjelden i markedet. Kravet for at ressursen skal være en kilde til vedvarende konkurransefortrinn må den imidlertid oppfylle alle kravene. Ressursene som blir identifisert som en strategisk fordel, er viktig å

utvikle og vedlikeholde. Det er disse ressursene som gir grunnlaget for om virksomheten kan budsjettere med en rentabilitet over gjennomsnittet i bransjen i fremtiden.

| <i>Valuable?</i> | <i>Rare?</i> | <i>Costly to imitate?</i> | <i>Organized properly?</i> | <i>Comparative Implications</i> | <i>Economic Implications</i> |
|------------------|--------------|---------------------------|----------------------------|---------------------------------|------------------------------|
| No | | | No | Disadvantage | Below Normal |
| Yes | No | | | Parity | Normal |
| Yes | Yes | No | | Temporary advantage | Above normal |
| Yes | Yes | Yes | Yes | Sustained Advantage | Above normal |

Figur 21: Rammeverk for VRIO-analyse (Barney J. B., 1991)

Valuable – Verdifulle ressurser

En verdifull ressurs har stor effekt på bedriftens kostnader, kundens betalingsvilje eller begge deler. Noen verdifulle ressurser kan ofte kopieres på lang sikt dersom de ikke er beskyttet av patenter eller lignende, derfor betegnes ressursen som en forbigående fordel. Trender i samfunnet og preferanser hos kunden endres også over tid, derfor kan en verdifull ressurs i dag være mindre verdifull på langsikt. Innovasjon fra konkurrenter skaper også nye behov i markedet.

Rare – Sjeldne ressurser

Sjeldenhet vil si at konkurrenter ikke har en ressurs i lik mengde og/eller samme kvalitet. Dersom flere konkurrenter har samme ressurs kan ikke dette forklare forskjeller i lønnsomhet mellom bedrifter. Sjeldne ressurser kan åpne for monopolgevinster på kortere sikt, men vil kun være en forbigående fordel. Når en verdiskapende sjelden ressurs oppdages vil konkurrentene etterstrebe å gjøre ressursen likeverdig, eller å få tilgang til samme ressurs. Slik vil flere og flere aktører ha samme eller lik ressurs, ergo er den ikke sjelden lenger.

Costly to Imitate – Ikke-imiterbare ressurser

For at ressursene skal skape varige konkurranse fortrinn er det avgjørende at konkurrentene ikke kan anskaffe seg den aktuelle ressursen gjennom å kopiere eller substituere den. Dersom man har klart å skape ressurser som er vanskelige å imitere, vil denne fordelene overfor konkurrentene vare lenger, og et varig konkurransefortrinn vil dermed være tilstede.

Organized properly – (effektivt) Organiserte ressurser

Bedriften må være i stand til å konvertere ressursene til økonomiske verdier ved å formulere produktstrategier som utnytter dem. Om ressursen spiller en viktig rolle i den valgte strategien, kan vi si at ressursen er effektivt organisert.

En bedrifts ressurser kan deles inn i synlige og usynlige ressurser og organisasjonelle kapabiliteter. DOF sine verdiskapende ressurser er hovedsakelig fysiske-, finansielle, menneskelige- og organisasjonsmessige ressurser.

4.2.2.1 Fysiske/materielle ressurser

DOF sine viktigste fysiske ressurser er selskapets varige driftsmidler (skip og fartøyer), geografisk lokalisering og finansielle ressurser

Varige driftsmidler

Per 31.12.2013 hadde Konsernet 70 skip i operasjon og 8 fartøyer under bygging, hvorav hoveddelen av flåten er sikret langsiktige kontrakter. Konsernet er således i begrenset grad påvirket av et volatilt spotmarked.

Fartøyene og varige driftsmidler utgjør 82 % av DOF sine eiendeler, og balanseføring av disse verdiene vil derfor kunne påvirke regnskapet i stor grad. DOF har som strategi at konsernet ikke skal eie skip eldre enn 20 år. Av den grunn må DOF beregne en restverdi etter estimert levetid for skipet innen DOF konsernet. Balanse per 31.12.2013 viser at varige driftsmidler (fartøyer og andre tilhørende maskiner) har en verdi på NOK 26 890 millioner, av totale eiendeler på NOK 32 745 millioner.

Dersom vi ser på inntjening i forhold til disse eiendelene, kommer det tydelig frem i notene til regnskapet, at det er CSV-fartøyene som gir den høyeste inntjeningen. Prosentvis inntjening viser at CSV skipene bidrar med 75 % av driftsinntektene i 2013. Dersom vi ser på resultatbidraget er det bare flåten med CSV som leverer positivt resultat i løpet av 2012 og 2013. I 2011 taper konsernet penger også i CSV segmentet, men prosentvis i forhold til inntjening utgjør tapet 25 %, kontra AHTS med 34 % og PSV med 37 %. Dette viser at styring av flåten som helhet vil påvirke konsernets lønnsomhet.

Hoveddelen av CSV-flåten er driftet under datterselskapet DOF Subsea. DOF Subsea kan derfor anees å ha størst innvirkning på inntjeningen til konsernet, og er et viktig satsningsområde for DOF som helhet. Konsernet sier selv at DOF Subsea er et av verdens mest erfarne selskap i offshore dypvannsteknologi, med en attraktiv kompetanse innen håndtering av kompliserte undervannsforhold. De har opparbeidet seg et omdømme om å levere sikre, effektive og kostnadseffektive prosjekter over lengre tid, som gjør at de stadig får nye kontrakter. Blant annet har DOF Subsea tegnet nye kontrakter med samlet verdi på NOK 475 millioner i løpet av første halvdel av 2014 (Hegnar, 2014).

Datterselskapet opererer på samtlige kontinenter, der offshore-næringen har behov for kompetanse og fartøyer som kan operere på dypvann. Dersom man ser på dypvannssegmentet i markedet er DOF Subsea en dominerende aktør sammen med Subsea 7. DOF Subsea har også den største flåten av skip i high-end segmentet, dypvannsskip og fartøyer av sine norske konkurrenter. Driftsmidlene kombinert med kompetanse til å styre disse, gjør at DOF blir en attraktiv leverandør av forsyningstjenester, og spesielt innenfor dypvann.

DOF konsernets strategi innebærer å ha skip på faste langtidskontrakter og på prosjektkontrakter innenfor subsea-segmentet. Datterselskapet har gjennom 2013 ytterligere økt sin eksponering og kompetanse innenfor dypvannsmarkedene. Utnyttelsesgraden av prosjektflåten har jevnt over vært god og høyere sammenlignet med tidligere år. Dette kan vise at de har greid å effektivisere og organisere bruken av de varige driftsmidlene på en bedre måte enn tidligere, som for eksempel å sikre en høyere kontraktsdekning av sin prosjektflåte. Kontraktsdekning fremover ble tidligere vist i figurene 18, 19 og 20 under KIKK analysen.

Skipene og fartøyene som DOF bruker i sine operasjonelle aktiviteter er helt klart verdifulle for DOF, men de er ikke sjeldne, og heller ikke vanskelige å kopiere. Dette er derfor en ressurs som ikke kan gi noen varig strategisk fordel i forhold til bransjen.

Geografisk plassering

Plassering kan være viktig for fremtiden på grunn av to faktorer; synlighet og tid. Det er viktig å ha nærhet til kundene og være der det skjer i markedet. Samtidig er det en fordel å ligge strategisk nærme sine leverandører med tanke på vedlikehold av skip. Rask tilgang av både arbeidskraft og teknologisk utstyr vil ha mye å si for tidsbruk. For DOF og bransjen for

øvrig, er tid en kostnadsdrivende faktor fordi de må streve etter å oppfylle tidskjemaene til oljeselskapene. Av denne grunn blir geografisk plassering og rask tilgang på ressurser også en viktig faktor for å kunne drive lønnsomt. Å leie skip i spotmarkedet kan koste NOK 500 000 i døgnet, selvsagt utfra gjeldende markedssituasjon og type fartøy. Dette er svært mye penger, og derfor ønsker selskapet å unngå situasjoner som gjør at de må leie inn ekstra skip for å ferdigstille prosjekter. Lokalisering kan i slike situasjoner spare tid og penger for DOF.

Likevel er ikke lokalisering en sjelden ressurs, ettersom andre aktører i bransjen også har tilgang på samme havområder og lokalisering langs hele kysten av Norge og i internasjonale farvann. Geografisk lokalisering er derfor ikke en ressurs som gir varige konkurransefortrinn.

Finansielle ressurser

De finansielle ressursene til DOF kommer hovedsakelig fra driftsinntektene, resultat i tilknyttede selskaper og kapital fra investorene (DOF ASA, 2013 b).

Konsernets aktiviteter er kapitalintensive. Kostnadene for oppgradering eller kjøp av nye eiendeler er svært høye. For å få tilgang til kapital er det en klar fordel for DOF at konsernets flåte har en høy verdi i markedet, slik at de kan stille driftsmidlene som sikkerhet til kredittinstitusjonene ved eventuell refinansiering.

Konsernet har allerede sikret langsiktig finansiering av nybyggingsprogrammet sitt. Hoveddelen av konsernets flåte er finansiert ved hjelp av pantelån. Ved å utstede nye obligasjonslån med mer langsiktig forfallsprofil har DOF styrket sin finansielle posisjon gjennom regnskapsårene (DOF ASA, 2013 b).

Styret i dag forventer en bedre inntjening i 2014 sammenlignet med år 2013. Grunnlaget for dette er konsernets vekst, nye kontrakter og forventning om god utnyttelse av konsernets flåte i subsea-segmentet. Selskapet greier å holde seg konkurransedyktig ved en effektiv likvidetsstruktur som gjør at de kan ha en moderne flåte som er attraktiv i markedet. Med dette menes at DOF sine finansielle ressurser er verdifulle for konsernet, men kan ikke sees på som sjelden, og er heller ikke vanskelig å kopiere.

De varige driftsmidlene jeg har analysert, vil ikke gi DOF varig konkurransefortrinn fordi konkurrentene har de samme ressursene tilgjengelig. Ressursene er ikke ekstraordinære for DOF, og gir derfor ikke et fortrinn.

4.2.2.2 *Immaterielle ressurser*

Immaterielle ressurser er driftsressurser som ikke er håndfaste, de har ingen fysisk substans. De immaterielle ressursene som er viktig for DOF sin verdiskaping er hovedsakelig humankapital og menneskelige ressurser

Menneskelige ressurser

De menneskelige ressursene til DOF består av konsernets ansatte, ledelsen og styret. DOFs ledere og medarbeidere er den viktigste kilden til utvikling, vekst og lønnsomhet. Konsernet har som mål å være ledende innenfor sine satsingsområder, og er dermed avhengig av å kontinuerlig utvikle dyktige ledere og ansatte

Det er behov for arbeidskraft med spesialkompetanse for å utføre tjenestene innenfor denne bransjen. Konsernet har hatt en økning i nyansettelser for å bemanne de nybygde fartøyene. Antall ansatte har økt med 600 personer i løpet av 2013, hovedsakelig i DOF Subsea. Veksten i DOF Subsea gjør at det fremdeles er utfordringer ved å få tak i kvalifisert personell, men tilstanden har vært bedre i 2013 enn i 2012. Utfordringen kommer av at etterspørselen etter slik kunnskap og kompetanse er høyere enn hva arbeidsmarkedet kan tilby. Konsernet har likevel, dels med bakgrunn i konsernets nye og avanserte flåte, klart å tiltrekke seg gode kandidater med denne spesifikke kompetansen.

For å tiltrekke og holde på dyktige arbeidere har DOF også iverksatt interne opplæringsprogrammer som dekker de ulike kompetansegruppene, både på land og sjø. Disse programmene skal sikre god opplæring av de ansatte. I tråd med konsernets verdigrunnlag er det viktig at de ansatte har den nødvendige kunnskap om operasjoner som utføres offshore og at de jobber på en sikker og trygg måte. DOF ønsker på lik linje med alle konkurrentene å ha de beste folkene, derfor anser de humankapital som en av de viktigste eiendelen konsernet har. Det foreligger ingen informasjon om DOF har egne ekstraordinære opplæringsmetoder. Dersom dette finnes, er det DOF sin intensjon om å beholde dette som bedriftshemmelighet.

Konsernledelsen består av kvalifiserte personer med erfaringer fra relaterte bransjer og ansees som en viktig ressurs for DOF. Selskapet har greid å organisere seg strategisk også i vanskelige tider, slik at de har greid å holde driften ved like. Møgster-familien som

hovedaksjonærer i selskapet har hatt sentrale roller i styret, og påvirker driften gjennom styreverv og relasjon til lederne. Møgster-familien har langsiktige eierrelasjoner med erfaring og kompetanse fra nærliggende bransjer. Dette gir et inntrykk av stabil styring og god organisering av konsernets områder.

De ansatte kan likevel ikke sees på som sjeldne i bransjen fordi det finnes mennesker med tilnærmet samme kunnskap og utdanning. Strategien kan kopieres av andre aktører i bransjen, og de menneskelige ressursene gir dermed ikke opphav til et varig konkurransefortrinn.

4.2.2.3 Oppsummering av VRIO-analysen

Vrio analysen kan oppsummeres i følgende tabell:

| Ressurser | Verdifull | Sjelden | Vanskelig å kopiere | Organiserte |
|-------------------------|-----------|---------|---------------------|-------------|
| Materielle | | | | |
| - Driftsmidler | Ja | Nei | Nei | Ja |
| - Geografisk plassering | Ja | Nei | Nei | Ja |
| - Finansielle | Ja | Nei | Nei | Ja |
| Immaterielle | | | | |
| - Ansatte | Ja | Nei | Nei | Ja |
| - Styret/ledelse | Ja | Nei | Nei | Ja |

Tabell 6: Oppsummering av VRIO-analyse

Den interne analysen av DOF sine ressurser avdekker at selskapet har en gjennomgående jevn styrke i sine eiendeler. Ressursene er svært verdifulle for DOF konsernet, og de greier å organisere ressursene på en slik måte at utnyttelsen bidrar til økt verdiskaping for DOF. Ressursene er likevel ikke sjeldne og er heller ikke spesielt vanskelig å kopiere av andre aktører i bransjen. Som tabell 6 viser, konkluderes det med at ressursene ikke kan gi DOF en varig konkurransefordel i henhold til de andre aktørene i markedet. Ressursene vil kun gi selskapet normale økonomiske fordeler som gjør at selskapet likestilles med de andre konkurrentene som de sammenlignes med.

4.3 Strategisk fordel eller ulempe?

En bedrift kan ha strategisk fordel dersom de har en sterk posisjon med god prestasjonsevne, enten med utgangspunkt i eksterne bransjeforhold, eller interne ressursforhold. En sterk posisjon innebærer at bedriften er lønnsom i økonomisk forstand.

Bedriften kan ha strategisk fordel dersom bedriften har en rentabilitet større enn kravet, og/eller bedriften har en rentabilitet større enn bransjen, eller et lavere kapitalkrav enn bransjen (Knivsflå, 2011 a).

4.3.1 Bransjeorientert fordel

Den eneste faktoren som kan gi DOF en høyere egenkapitalrentabilitet enn hva bransjen greier å generere, er innovasjon og utvikling. Ved å differensiere seg i markedet og utnytte sin kompetanse innen dypvannsteknologi og bli overlegen i subsea-segmentet, kan DOF få et bedre resultat og bedre lønnsomhet, og på denne måten få bedre rentabilitet enn sine konkurrenter.

Bransjeforholdene er tidligere blitt analysert med hjelp av *Porters five forces*. Der konkluderer jeg med at det er lav trussel fra inntrenger og substitutter, mens trusselen fra kundene anses å være middel til høy. Rivaliseringen blant aktørene er middels, men høy innenfor de segmentene der også sammenlignbare selskapene er godt representert. I de områdene selskapene tilbyr de samme tjenestene og lik kompetanse, har de ikke annet å konkurrere på enn marginer. Slik rivalisering vil være en reell og sterk trussel om dårligere lønnsomhet for driften.

Næringen er kapitalintensiv som gjør at det tar tid å bygge opp kapasitet, men også å bli kvitt kapasitet. Det er ganske typisk at slike bransjer møter nedgangskonjunkturer med å ha kontrahert for mange nye skip, i forhold til aktivitetsnivået. Dette vil være med på å forsterke nedgangen i bransjen. En oppgangskonjunktur kan gi høy superrentabilitet i den tidlige fasen, dersom kapasiteten har blitt bygd ned gjennom nedgangsperioden.

Forsynings- og ankerhåndterings tjenester er en standardisert tjeneste med relativt mange tilbydere. Selv om det ikke er like mange tilbydere i subsea-segmentet, er dette også en relativt standardisert tjeneste som er lett å kopiere dersom man har kapital. Dette taler for at DOF ikke har en strategisk bransjefordel, men heller ingen ulempe.

4.3.2 Ressursorientert fordel

De interne analysene som er gjennomført viser til at DOF ikke har noen spesiell kapitalfordel i henhold til bransjen. Dersom egenkapitalrentabiliteten til DOF er høyere enn bransjens, har DOF en rentabilitetsfordel. Dette betyr at DOF har høyere avkastning på egenkapitalen i forhold til hva bransjen greier å generere.

KIKK-analysen viser at den beste muligheter for DOF å oppnå konkurransefordeler, er gjennom utvikling og innovasjon innen subsea-segmentet. De har bygd opp en sterk merkevare med kompetente ansatte, som utgjør en svært viktig ressurs for å kunne levere kvalitet og nye løsninger til markedet. I forhold til sine konkurrenter er dette en verdifull ressurs, men ikke vedvarende ettersom den lett kan kopieres. Ved å tilby subsea-tjenester har de valgt en litt annerledes kundeorientering, ved å differensiere seg på et spesielt felt som andre har valgt bort. Vi kan si at DOF har en fordel på kort sikt, ved å kunne tilby en integrert forsynings-, ankerhåndterings- og dypvannstjeneste til sine kunder. I forhold til de sammenlignbare selskapene kan de ta del i flere ledd i kundenes verdikjede.

VRIO-analysen i kapittel 4.2.2 sier at ressursene ikke kan være opphav til en strategisk fordel dersom de ikke oppfyller visse kriterier. Jeg viser her til figur 21 og tabell 6. Ressurser kan skape merrentabilitet på kort sikt hvis de er både verdifulle for kunden og sjelden i markedet. For at en ressurs skal være en kilde til vedvarende konkurransefortrinn må den imidlertid oppfylle alle kravene. Min analyse av DOFs ressurser konkluderer med at selskapets ressurser er verdifulle og organiserte, men de er ikke sjeldne og heller ikke vanskelige å kopiere. Dermed kan ikke DOF budsjettere med høyere rentabilitet enn bransjen i fremtiden.

4.4 Oppsummering

En overordnet konklusjon av den strategiske analysen er at DOF foreløpig ikke besitter kilde til å oppnå superrentabilitet. Analysen viser at DOF har viktige og verdifulle ressurser, men ingen av disse er av en slik karakter at de gir en fordel i forhold til bransjen. For å oppnå superrentabilitet må truslene overvåkes, og mulighetene identifiseres. Deretter må de bruke mulighetene til å bygge enda sterkere ressurser som gir vedvarende konkurransefortrinn.

Etter å ha bli kjent med selskapet og bransjen DOF opererer i, har jeg identifisert DOF sine fysiske- og immaterielle ressurser og organisasjonsmessige kvaliteter. Videre skal jeg nå se på hvilke verdivurderingsmetoder som vil passe best for bedriften, deretter se på DOF sin økonomiske situasjon og historisk utvikling i viktige nøkkeltall.

5 Verdsettelsesmodeller

Det finnes flere ulike metoder for verdivurderinger. Det er vanlig å skille mellom tre forskjellige hovedmetoder:

- Fundamental verdivurdering
- Komparativ verdivurdering
- Opsjonsbasert verdivurdering

Disse metodene har sine fordeler og ulemper, og de egner seg best til ulike formål. Under presenteres de ulike metodene.

5.1 Fundamental analyse

Fundamental verdsettelse er den grunnleggende verdsettelsesteknikken. Denne teknikken er basert på analyse av underliggende eller fundamentale forhold, gjennom strategisk regnskapsanalyse og utarbeiding av fremtidsregnskap. Formålet er å finne frem til sentrale verdidrivere i selskapet. Basert på analyser av de fundamentale forholdene i og rundt selskapet utarbeides et fremtidsbudsjett for resultat og krav, som igjen ligger til grunn for et verdiesimat. Når en har utarbeidet fremtidsregnskap kan verdien av egenkapitalen fastsettes ved hjelp av to metoder; egenkapitalmetoden og totalkapitalmetoden.

Ved å benytte egenkapitalmetoden beregner man verdien av egenkapitalen direkte ved å budsjettere og diskontere frie kontantstrømmer til egenkapitalen, eller ved å finne nåverdien av superprofitt på egenkapitalen. Totalkapitalmetoden kalles også for selskapskapitalmetoden når man beregner verdien av netto driftskapital. Deretter finnes verdien på egenkapitalen ved å justere for netto finansiell gjeld. For å finne verdien av netto driftskapital budsjetterer og diskonterer man frie kontantstrømmer til netto driftskapital. Alternativt kan man finne nåverdien av superprofitt på netto driftskapital, altså budsjettert resultat ut over kravet til netto driftskapital.

Fordelen med fundamental verdivurdering er at metoden er grundig og at den tar hensyn til tilgjengelig informasjon i markedet. På den andre siden kan nødvendig informasjon være vanskelig å få tilgang til. En annen ulempe med denne metoden er at det er tidkrevende å behandle informasjonen, selv om man skulle ha den lett tilgjengelig.

5.1.1 Egenkapitalmetoden

Egenkapitalmetoden innebærer direkte verdsetting av egenkapitalen. Dette kan gjøres ved hjelp av utbyttmodellen, frikontantstrømmmodellen, superprofittmodellen eller superprofittvekstmodellen.

5.1.1.1 Fri kontantstrøm til egenkapitalen

Modellen for fri kontantstrøm verdsetter egenkapitalen som nåverdien av fremtidig fri kontantstrøm til egenkapitalen (FCF^{EK}). Den frie kontantstrømmen er kapitalen selskapet kan forvalte etter at de har gjort sine reinvesteringer, og tilfaller aksjonærene og kreditorene til selskapet. Siden aksjonærene må dele fri kontantstrøm med kreditorene, er verdien til egenkapitalen lik nåverdien av forventet fri kontantstrøm, minus verdien av netto gjeld. I praksis vil man beregne nåverdien av de budsjetterte kontantstrømmene til egenkapitalen, for så å legge på en terminalverdi ved slutten av budsjettperioden. Dette kan uttrykkes etter følgende formel:

Formel 1: FKE-modellen

$$VEK_0 = \sum_{t=1}^T \frac{FKE_t}{(1 + ekk_t) * (1 + ekk_1)} + \frac{FKE_{T+1}}{(1 + ekk_1) * (1 + ekk_T) * (ek_{T+1} - ekv_{T+1})}$$

Fordelen med denne modellen er at den er relativt enkel å bruke, og kontantstrømmer er som regel enkle å forholde seg til. Kontantstrømmer blir heller ikke påvirket av regnskapsprinsipper. Ulempen er at fri kontantstrøm ikke måler verdiskaping på kort sikt, ettersom investeringene ikke blir sammenstilt med de verdiene de generer. På kort sikt fremstilles investeringene som verdiforringende, noe som kan gi insentiver til selskapet om å redusere investeringene for å øke den frie kontantstrømmen.

5.1.1.2 Superprofitt til egenkapitalen

Superprofittmodellen vedsetter egenkapitalen som balanseført verdi av egenkapital i dag pluss nåverdien av fremtidige residuale resultater eller superprofitt til egenkapitalen. Superprofitt er en metode som anslår hvor stort resultat selskapet her, og hvor mye det forventes å skape utover det man har satt som krav til avkastning på kapitalen som er bundet i selskapet. Ved bruk av en slik metode ønsker man å se hvor dyktig selskapet er til å generere avkastning på den kapitalen de har tilgjengelig.

Formel 2: SPE-modellen (Knivsflå, 2014 l)

$$VEK_0 = EK_0 + \sum_{t=1}^T \frac{SPE_t}{(1 + ekk_1) * \dots * (1 + ekk_t)} + \frac{SPE_{T+1}}{(1 + ekk_1) * \dots * (1 + ekk_T) * (ekk - ekv)}$$

En slik modell benytter derfor resultat- og balansestørrelser i stedet for kontantstrømmer. For å vurdere inntjeningen fremover brukes en beregning av forventede fremtidig kontantoverskudd. Den siste modellen er superprofittvekst modellen, hvor verdien av egenkapitalen er den kapitaliserte verdien av nettoresultatet pluss nåverdien av superprofittveksten. I min vurdering av DOF har jeg valgt å benytte mer tradisjonelle metoder for verdsettelsen.

Ved regnskapsbaserte modeller kommer verdiene tidligere enn ved kontantstrømbaserte, men ved konsistent bruk gir alle modellene det samme estimatet på verdien av egenkapitalen. Konsistent bruk innebærer at alle krav er vektet med markedsverdier.

5.1.2 Selskapskapitalmetoden

Selskapskapitalmetoden er indirekte verdsetting av egenkapitalen. Metoden finnes i flere varianter, blant annet netto driftskapitalmetoden og sysselsatt kapitalmetoden. Ved bruk av denne metoden verdsettes først sysselsett kapital eller netto driftskapital, for deretter å trekke fra verdien av minoritetsinteresser og finansiell gjeld eller netto finansiell gjeld. Ved konsistent bruk vil de indirekte metodene gi likt verdiestimat seg i mellom, og totalkapitalmetoden vil gi samme verdiestimat som egenkapitalmetoden.

5.1.2.1 Fri kontantstrøm fra netto driftsmidler

Ved fri kontantstrøm fra netto driftskapital diskonteres kontantstrømmene som driftskapitalen forventes å generere, med utgangspunkt i resultatene fra kjernevirksomheten. Når et selskap investerer i netto driftsmidler, antar man at disse vil skape positiv kontantstrøm fremover. Kontantstrømmene må være forventningsverdier der man sannsynlighetsveier et gjennomsnitt av optimistiske og pessimistiske anslag. Modellen gir først verdien av NDK, deretter verdien av bedriftens egenkapital ved hjelp av følgende sammenheng:

Formel 3: Verdi av EK

$$VEK_0 = VNDK_0 - VNFG_0 - VMI_0$$

NDM består av netto driftsrelaterte anleggsmidler (NDAM) og netto driftsrelatert arbeidskapital (NDAK). Vurderingen inneholder dermed ikke bare kortsiktige og varige driftsmidler og kortsiktige forpliktelser, men også verdier som goodwill, patenter og varemerke.

For å komme frem til verdien av egenkapitalen gjennom denne metoden, må man først budsjettere forventede frie kontantstrømmer for de neste 5-10 årene. Det finnes ingen fasitsvar på hvor lang perioden bør være, men for samme periode må man også fastsette forventet kapitalstruktur for å beregne WACC ("Weighted average cost of capital"). Den frie kontantstrømmen til netto driftskapital finnes ved å trekke endring i netto driftskapital fra netto driftsresultat. Horisontleddet (Terminalverdi T) på slutten av perioden beregnes, og man diskonterer de frie kontantstrømmene og terminalverdien med den beregnede WACC.

Matematisk kan dette uttrykkes med følgende ligning:

Formel 4: FCF^{NDM} (Knivsflå, 2014 m)

$$VNDK_0 = \sum_{t=1}^T \frac{FKD_t}{(1 + ndk_1) * \dots * (1 + ndk_t)} + \frac{FKD_{T+1}}{(1 + ndk_1) * \dots * (1 + ndk_T) * (ndk - ndv)}$$

Hvor: $FKD_t = NDR_t - \Delta NDK_t$

Når man har funnet verdien av NDK i år 0, må man trekke fra netto finansiell gjeld og minoritetsinteresser (dersom selskapet har dette).

Denne metoden er den mest foretrukne modellen ved en verdsettelse fordi den fokuserer på aktivitetene som er av størst interesse. Den skiller også mellom hva som er kjernevirksomhet og ikke. Dette fører til at man får et relativ nøyaktig verdiestimat av selskapet, så sant man har gjort grundige og gode budsjetteringer.

5.1.2.2 Superprofitt til netto driftskapital

Verdien av netto driftskapital er den balanseførte verdien pluss nåverdi av fremtidig superprofitt fra driften, diskontert med kravet til avkasting på netto driftskapital, WACC. Superprofitt til driften kan finnes ved netto driftsresultat med fratrekk for hva selskapet krever av avkastning til netto driftseiendeler. Dette kan vises ved følgende formel:

Formel 5: SPD-modellen (Knivsflå, 2014 m)

$$VNDK_0 = NDK_0 + \sum_{t=1}^T \frac{SPD_t}{(1 + ndk_1) * \dots * (1 + ndk_t)} + \frac{SPD_{T+1}}{(1 + ndk_1) * \dots * (1 + ndk_T) * (ndk - ndv)}$$

Hvor: $SPD_t = NDR_t - ndk_t * NDE_{t-1} = (ndr_t - ndk_t) * NDE_{t-1}$

Når man har funnet verdien av NDK i år 0, trekkes netto finansiell gjeld og minoritetsinteresser fra, dersom selskapet har dette.

Som en oppsummering kan vi si at fundamental verdsettelse er relativt enkel å forstå og bruke. Egenkapitalmetoden budsjetterer kontantstrømmen etter finansielle poster (egenkapitalstrømmen). Selskapskapitalmetoden bruker kontantstrøm fra driften, dvs. før finansielle poster (total kapitalstrømmen). Egenkapitalmetoden diskonterer med avkastningskravet for eierne (egenkapitalkostnaden). Selskapskapitalmetoden bruker en diskonteringsrente som reflekterer både egenkapitalkostnaden og gjeldskostnaden (selskapskapitalkostnaden; WACC).

Dersom man ikke bruker markedsvekter er det snarere unntaket enn regelen at de to metodene gir samme nåverdi. Avviket mellom fokus på egenkapital og selskapskapital kan bli betydelig dersom gjeldsgraden varierer mye over prosjektets levetid. For øvrig er det lett å blande sammen de to metodene og dermed ende med feilaktig beregnet nåverdi. Det er derfor viktig å være nøyaktig og konsistent i beregningene. I nåverdiuttrykkets teller er utfordringen i egenkapitalmetoden å ikke bare ta hensyn til deler av finansieringseffektene, men alle.

5.2 Komparativ verdsettelse

Komparativ verdsettelse er verdivurdering basert på å sammenligne nøkkeltall og størrelser med sammenlignbare eiendeler eller selskap. Slik setter man verdi på konsernet basert på hva tilsvarende selskaper er verdt i dag. Komparativ verdsettelse kan deles inn i direkte og indirekte metoder. Direkte komparativ verdsettelse er verdsettelse ved bruk av multiplikatormetoden, hvor selskapet verdsettes direkte ved at egenkapitalen blir sammenlignet med børsverdien til komparative selskap.


5.2.1 Multiplikatormodellen

Verdsettelse ved bruk av multiplikatorer er en metode som er mye brukt, da den betraktes som både enkel og kostnadseffektiv og intuitivt lett å forstå. Samtidig er det fare for misbruk av metoden fordi grunnleggende forutsetninger for riktig bruk av den ikke er til stede (Dyrnes, 2004). Som basis for verdsettelse ved bruk av denne metoden benytter man markedsverdiene til andre sammenlignbare selskap. Begrepet multiplikator er forholdstallet som fremkommer når prisen på aksjen i et selskap eller verdien av selskapet, divideres med:

- en resultatstørrelse (for eksempel pris per aksje dividert med resultat per aksje, P/E)
- en balansestørrelse (for eksempel pris per aksje dividert med bokført verdi av egenkapitalen per aksje, P/B)
- en kontantstrømstørrelse (for eksempel pris per aksje dividert med salgsinntekter per aksje, P/S)
- et mål på en kritisk ressurs (for eksempel markedsverdi av egenkapitalen + markedsverdien av netto rentebærende gjeld dividert med driftsresultatet, EV/EBIT)

Hvilke multiplikatorer og hvilke tall disse skal være basert på, avhenger av formålet med vurderingen og tilgjengelig informasjon. Det er imidlertid viktig at det er konsistens mellom telleren i multiplikatoren og den skaleringsfaktoren som benyttes når man bestemmer verdien på verdsettelsesobjektet. Det innebærer at skaleringsfaktoren er beregnet på samme måte i de sammenlignbare selskapene og i verdsettelsesobjektet. For å kunne utføre verdsettelse ved bruk av multiplikatorer må man finne markedsverdien av det sammenlignbare selskapet (V_{sml}), og en valgt verdidriver for begge. For å finne verdien av verdsettelsesobjektet (V_O) må man multiplisere skaleringsfaktoren til V_O med multiplikatoren som hører til. Dette gjøres på følgende måte:

Formel 6: Verdivurdering ved hjelp av multiplikator

$$V_{VO} = \left(\frac{V_{sml}}{X_{sml}} \right) * X_{VO}$$


Multiplikatoren Skaleringsfaktoren

V_{VO} = Verdien av verdsettelsesobjektet

V_{sml} = Verdien av det sammenlignbare selskapet (for eksempel pris per aksje)

X_{sml} = Verdidriveren til det sammenlignbare selskapet (for eksempel resultat per aksje)

X_{VO} = Verdidriveren til verdsettelsesobjektet (for eksempel resultat per aksje)

Ettersom nevneren og skaleringsfaktoren er den samme i multiplikatoren, stiller dette visse krav til konsistens for at verdien skal bli riktig. De viktigste forutsetningene er at skaleringsfaktoren må beregnes på samme måte i både verdsettelsesobjektet (DOF) og det sammenlignbare selskapet. Skaleringsfaktorene må beregnes for samme tidsperiode for selskapene, og vesentlige engangshendelser må korrigeres for, både i skaleringsfaktoren og i prisen som legges til grunn (Dyrnes, 2004).

Man kan dele multiplikatorer inn i to grupper; egenkapitalmultiplikatorer og totalkapitalmultiplikatorer. Egenkapitalmultiplikatorene tar markedsverdien eller pris per aksje som utgangspunkt, og kjennetegnes ved en P (Price) i telleren. Totalkapitalmultiplikatorene tar summen av både egenkapital og netto rentebærende gjeld som utgangspunkt, og kjennetegnes ved bokstavene EV (Enterprise Value) i telleren. Multiplikatorene er enkle i bruk og dataene man trenger er lett tilgjengelig. Det finnes derimot en ulempe; ser man på to identiske selskap med ulik finansieringsstruktur, bør ikke disse ha samme P- multiplikator. Selskapet med høyest egenkapitalstruktur bør ha den høyeste P- multiplikatoren, fordi dette selskapet har den laveste finansielle risikoen (Dyrnes, 2004). På tross av at P multiplikatoren er enklere i bruk, kan man si at EV- multiplikatoren gir bedre estimat fordi den eliminerer feilkildene som en ulik finansieringsstruktur kan gi.

Når en skaleringsfaktor skal velges, handler det om å finne passende verdidrivere og velge ut de viktigste. En verdidriver er i denne sammenheng en ressurs eller en regnskapsstørrelse som avspeiler forventningene til de fremtidige kontantstrømmene (og dermed verdien) i selskapet. Kvaliteten på en skaleringsfaktor avgjøres av hvor høy korrelasjon det er mellom verdidriveren og det sammenlignbare selskapet (Dyrnes, 2004).

Vurdering av multiplikatormodellen: Bruk av multiplikatorer er en enkel og rask måte å finne et anslag på verdien av et selskap. Metoden er god å bruke som et tillegg til en fundamental verdsettelse, for å se om verdien man har funnet virker fornuftig. Svakheten er at metoden inneholder mange feilkilder, som eksempelvis ved ulik finansieringsstruktur. Verdsettelsen er avhengig av hvilke multiplikator som blir valgt, noe som kan være problematisk. Dette innebærer at den som utfører verdsettelsen har stor frihet til å påvirke verdiestimatet gjennom å fokusere på den multiplikatoren som gir "foretrukket" verdi. Et annet problem er at verdsettelsen kan føre til for høy verdi i henhold til fundamentalverdien dersom

aksjemarkedet er i optimistisk stemning, og for lav verdi med pessimistisk stemning. Dette vil si at komparativ verdsettelse blir påvirket av eventuelle bobler i aksjemarkedet.

5.2.2 Substansverdimodellen

Indirekte komparativ verdsettelse er verdsettelse ved bruk av substansverdimetoden, der man verdsetter selskapet indirekte ved at eiendeler og gjeld blir sammenlignet med beste estimat på sammenlignbare eiendeler og gjeld.

Substansverdimodellen er en balansebasert modell, men regnes som en relativ/komparativ verdsettelsesmodell ettersom man bruker markedsverdiene og sammenlignende verdier som et grunnlag for verdsettelsen. Modellen krever mer informasjonsinnhenting enn multiplikatormodellen, men mindre enn en fundamental verdsettelsesmodell.

Substansverdien av egenkapitalen defineres som markedsverdien av eiendelene fratrukket gjeld, men inkludert latent skatt. Verdien er basert på siste tilgjengelige balanse, og korrigeres for merverdier eller mindreverdier i selskapets eiendeler og gjeld (Dahl, et al., 1997). Dersom man ikke har markedsverdier tilgjengelig, brukes gjenanskaffelsesverdier fratrukket forringelse ved bruk. Likevel er markedsverdier å foretrekke fordi dette gir mest mening i en verdivurdering. Viktige poster man må ta hensyn til er utestående fordringer, varelager, bygninger og tomter, aksjer og verdipapirer, pensjonsforpliktelser og latent skatt. Årsaken til dette er at den bokførte verdien kan variere i forhold til markedsverdien. Denne modellen brukes ved videre drift av selskapet ("going concern") og er godt egnet i kapitalintensive selskaper der eiendelene er relativt enkle å sammenligne.

Modellvurdering: Metoden brukes når man har et marked der eiendelene kan selges uavhengig av virksomheten, og/eller eiendelenes verdi er uavhengig av den virksomhet som drives. Man tar utgangspunkt i markedets salgsverdien av eiendelene til selskapet man ønsker å verdsette. Verdien av egenkapitalen tilsvarer da markedsverdien av eiendelene i selskapet, fratrukket netto finansiell gjeld. Metoden, som forutsetter at det finnes et eksisterende annenhåndsmarked for de eiendelene selskapet har, er særlig brukt innenfor eiendom og shipping. I motsetning til multipelbaserte metoder krever denne metoden relativt mye informasjon om annenhåndsmarkedet og hva tilsvarende eiendeler selges for. Dette gjør at metoden er tidkrevende, men aktuell der man forutsetter fortsatt drift.

5.3 Opsjonsbasert verdsettelse

Opsjonsbasert verdsettelse er en utvidelse av tradisjonell fundamental verdsettelse med det mål å eksplisitt bygge inn verdien av fleksibilitet (Knivsflå, 2006 q). Dette innebærer en separat verdivurdering av fleksibilitet og andre opsjoner i drift og finansiering. Nåverdien av særlig fleksibilitet vil vanligvis være verdien av en eller flere realopsjoner i driften.

Realopsjoner i selskapet kan være verdien av å mulighet til å ekspandere, verdien av å kunne vente eller verdien av å kunne nedskalere. Metoden er ofte benyttet som et supplement til fundamental verdsettelse, der verdien av egenkapitalen er lik "fundamentalverdien" pluss verdien av særlig fleksibilitet.

Formel 7: Verdi av EK ved opsjonsbasert verdsettelse (Knivsflå, 2006 q)

$$V_0^{EK} = \frac{FKE_1}{(ekk - ekv)} + \text{verdi av spesielle realopsjoner}$$

Hvor:

V_0^{EK} = Verdi av egenkapitalen, $\frac{FKE_1}{(ekk - ekv)}$ = verdi av egenkapitalen, basert på fundamental verdsettelse

En opsjon er en rett, men ikke en plikt, til å kjøpe eller selge et verdipapir (aksjer), varer eller tjenester på et fremtidig tidspunkt, til en på forhåndsavtalt pris.

Opsjonsbasert verdsettelse er en metode som måler verdien av ledelsesmessig fleksibilitet i et selskap. Ledelsens målsetting og strategi forandres i takt med den økonomiske utviklingen, og ledelsen har 4 alternativer til driftsrelatert- og strategisk fleksibilitet; utsette en investering, forlate eller selge et prosjekt, reinvestere eller forlate investeringen og justere produksjonen. For å finne verdi på fleksibiliteten, kan man enten bruke beslutningstre-analyse eller en realopsjonsverdsettelse gjennom bionomisk tilnærming.

Modellvurdering: Utfordringen ved bruk av opsjonsbasert verdsettelse er at den nødvendige informasjonen er lite tilgjengelig. Det er vanskelig å identifisere, analysere og komme frem til en verdi og det kan ofte være mer aktuelt å bruke denne verdsettelsesmetoden for individuelle selskaper og prosjekter. Realopsjoner kan også tas hensyn til i den fundamentale analysen gjennom en relativ høy vekstrate, og på denne måten prise inn vekstopsjoner. Fordelen med

denne modellen er at man blir tvunget til å drøfte og tenke gjennom virkningene av de opsjonene som finnes i selskapet.

5.4 Verdsettelse av DOF

Hvilken verdsettingsteknikk som skal benyttes, avhenger av faktorer ved virksomheten som skal verdsettes. Med dette menes hvilken bransje virksomheten opererer i, hvor i livssyklusen man befinner seg og hvorvidt en legger fortsatt drift eller avvikling av virksomheten til grunn.

Ved verdsettelse av virksomheter i en moden fase vil fundamental verdsettelse være den primære verdsettingsteknikken, ettersom selskapet kan vise til mange år med regnskapstall. Det kan også være aktuelt å supplere med komparativ og opsjonsbasert verdsettelse. Dersom sannsynligheten for konkurs er betydelig, vil komparativ verdsettelse i form av substansverdimodellen være den mest egnede verdsettelsesteknikken.

DOF konsernet har operert mange år i bransjen, og anses for å være et modent selskap. De siste årene viser til noe tilbakegang på grunn av økt konkurranse og høye kostnader knyttet til nyinvesteringsprogrammet de har lagt opp til. Likevel er det ingenting som tilsier at de blir slått konkurs, eller at konsernet kommer til å avvikle driften i nær fremtid. De har flere kontrakter med varighet lengre enn 2017, og de vil stadig jobbe med å signere flere kontrakter for fremtiden. Dette gjør at jeg velger en fundamental verdivurderingsmetode.

Substansverdimetoden er en god metode for å verdsette rederier, ettersom kontantstrømmene henger tett sammen med eiendelene. Likevel ønsker jeg ikke å benytte en slik metode fordi det krever omfattende informasjon om annenhåndsmarkedet for de ulike fartøyene til DOF. Siden jeg ikke har nok informasjon om dette vil jeg ikke kunne finne riktig verdi. God tilgang på generell bransjeinformasjon og offentlige regnskaps taler for å benytte en fundamental verdivurderingsmetode. For å kontrollere verdivurderingen og estimatet på verdien til egenkapitalen til DOF, vil jeg supplere med metoder basert på multiplikatorer fra bransjen.

For å gjennomføre en fundamental verdsettelse må jeg først gjøre en regnskapsanalyse og estimere et fremtidsregnskap for å kunne sette et estimat på fremtidig inntjening.

6 Regnskapsanalyse

Målet med en regnskapsanalyse er å avdekke og klargjøre de underliggende økonomiske forholdene i DOF som konsern. Utfra dette kan man kartlegge utvikling og trender i sentrale verdidrivere som påvirker verdien av DOF. Analysen gir også et godt fundament for styring og kontroll av konsernet, samt at interessentene gis et bedre grunnlag for å fatte økonomiske beslutninger, både internt i selskapet og for eksterne aktører som har interesser i selskapet (Knivsflå, 2011 b).

6.1 Rammeverk for regnskapsanalyse:

Et omfattende selskap slik som DOF, har som regel flere ulike interessenter, med ulikt informasjonsfokus. Etersom regnskapsanalysen sitt formål er å verdsette selskapet, vil regnskapsanalysen hovedsakelig være interessant for potensielle investorer og dagens eiere. Dette vil derfor være investororientert regnskapsanalyse.

Investorer ønsker verdirelevant informasjon, som gir informasjon som avspeiler de underliggende verdiene i foretaket, på en meningsfull måte. En investororientert regnskapsanalyse fokuserer på egenkapitalen og dens verdiskapning, rentabilitet, lønnsomhet og vekst, fordi det er denne informasjonen en investor er interessert i. Potensielle investorer kan benytte regnskapsinformasjonen til å ta avgjørelser i forhold til eventuell investering i virksomheten, mens dagens eiere kan benytte regnskapsinformasjonen til å ta avgjørelser gjennom styre- og generalforsamling og til å utøve kontroll med ledelsen i virksomheten.

Før regnskapsanalysen gjøres er det nødvendig å velge hensiktsmessig analysenivå, analyseperiode og sammenligningsgrunnlag (Knivsflå, 2011 b). Jeg tar utgangspunkt i DOF som konsern og benytter konsernregnskapet i analysen, fordi den viser omfanget av selskapet på en hensiktsmessig måte. Regnskapet blir da analysert som om morselskapet og datterselskapene er ett selskap. (Knivsflå, 2011 b).

Valg av analyseperiode avhenger av om selskapet har vært stabilt over tid, eller om det har endret vesentlig karakter. Ved stabile selskaper bør man velge en relativt lang analyseperiode, og i turbulente selskaper bør man velge en relativt kort periode ettersom gamle regnskapstall ikke kan representere dagens situasjon på en god måte. Selskaper som er knyttet til

oljevirkosomhet er svært sensitiv ovenfor endringer i oljeprisen. Som vi har sett i den strategiske analysen vil lønnsomheten i offshore-bransjen derfor følge konjunktorene i verdensøkonomien. I slike sykliske bransjer bør man derfor ha lang nok tidshorisont til at man får med både en oppgangs- og en nedgangskonjunktur (Knivsflå, 2011 b).

Som nevnt tidligere vil oljeprisen på lang sikt bestemmes av fundamentale forhold på tilbuds- og etterspørselssiden i oljemarkedet. På kort sikt kan det imidlertid være store svingninger, på grunn av økonomiske og politiske hendelser som påvirker oljeprisen. Etersom bransjen kan være ustabil, velger jeg en analyseperiode på 7 år, fra 2007 til og med 2013. I dette intervallet får man også med finanskrisen i 2007/2008 som påvirket både aktiviteten i markedet og tilgang til kapital fra finansieringsinstitusjonene.

For å ha en målestokk å vurdere DOF oppimot, har jeg valgt å sammenligne DOF med selskapene Eidesvik Offshore, Farstad Shipping og Solstad Offshore. De har relativt like forretningsområder, tilbyr like tjenester, seiler under det norske flagg og er notert på Oslo Børs. Den regnskapsmessige analysen er tilsvarende utført for de komparative selskapene for å få en indikasjon på DOF sin posisjon i offshore servicebransjen i Norge.

Før jeg går i gang med regnskapsanalysen, er det nødvendig å kommentere hvordan selskapet blir ilagt skatt. I henhold til internasjonale regler har norske myndigheter laget en spesiell ordning for hvordan rederiselskapene ilegges skatt. Dette vil jeg belyse i neste punkt.

6.2 Gjeldende skatteregler for rederier

I 2007 ble det i Norge innført skattefritak for skipsfartsinntekter som opptjenes innenfor rederiskatteordningen. Samtidig ble det vedtatt at to tredeler av skatteforpliktelsene som var opparbeidet frem til 2007, skulle innbetales over 10 år. Ordningen som ble innført gav et endelig skattefritak for skipsfartsinntekter som opptjenes innenfor rederiskatteordningen. Etter de særskilte skattereglene skal rederiselskaper kun betale en tonnasjeskatt for fartøy de eier, samt i visse tilfeller for fartøy de leier. Skatten er basert på skipenes nettotonnasje. Et nettotonn er uttrykket for skipets totale lastekapasitet i volum. Det skal ikke svares tonnasjeskatt for et fartøy inntil 1500 nettotonn. Skatten ilegges uavhengig av om fartøyet har vært i drift eller ikke. Men dersom fartøyet har vært ute av drift i et sammenhengende tidsrom

på mer enn 3 måneder i løpet av inntektsåret, skal tonnasjeskatt likevel ikke svares for det tidsrom fartøyet har vært ute av drift (Finansdepartementet, 2006 b).

DOF-konsernet er organisert innenfor rederibeskatningen. Dette er en frivillig ordning med formål om å forbedre lønnsomhet etter skatt for selskapene. Bindingstiden er 10 år, slik at selskapene ikke kan velge rederibeskatning i årene de går med overskudd, og ordinær selskapsskatt i underskuddsår (Finansdepartementet, 2006 b). For de selskapene som er med i ordningen innebærer rederibeskatning at de ikke betaler skatt på overskudd eller utbytte. Selskapenes netto finansposter, med noen få unntak beskattes fortsatt med 28% slik som SKL § 8-15 sier. Regjeringen har besluttet å redusere denne skattesatsen til 27 % fra og med inntektsåret 2014 (Regjeringen, 2014).

Skattefritaket gjelder bare så lenge inntekten holdes innenfor rederiskatteordningen. Dette betyr at dersom et rederiselskap deler ut ubeskattet inntekt til eiere utenfor rederiskatteordningen, skal inntekten beskattes med 28 % på selskapets hånd (Finansdepartementet, 2006 b). Dersom et selskap velger å tre ut av ordningen, skal det foretas et inntektsoppgjør som fører til at selskapets ubeskattede inntekter kommer til beskatning. Den norske rederibeskatningen er på denne måten en utsatt beskatning av driftsinntekter.

Skattesystemet for rederiselskaper bryter med prinsippene som ligger til grunn for den øvrige bedrifts- og kapitalbeskatningen. Det er derfor etablert en rekke vilkår i skatteloven for å avgrense ordningen mot det øvrige skattesystemet. Jeg går ikke nærmere inn på dette, enn å slå fast at DOF innfrir kravene som er satt.

Finansinntekter opptjent innenfor den norske rederiskatteordningen blir løpende beskattet med 28 %, redusert til 27 % fra og med år 2014. Tilsvarende kostnader og tap er fradragsberettiget. Ettersom tonnasjeskatten kommer i tillegg til både løpende beskatning av finansinntekten, og gevinst/tapsberegningen ved uttreden, representerer dette en ekstraskatt (eller en kostnad) for å få utsatt beskatning av driftsinntekten (Finansdepartementet, 2006 b).

Satsene for beregning av tonnasjeskatt er lave, derfor har denne skatten relativt sett liten betydning for skattebelastningen for rederiselskapene. En av årsakene til at nettopp tonnasjeskatt er innført, er fordi den er med å sikre at skatt for rederiselskaper overstiger minimumsnivået som er krevd av ESAs retningslinjer for statsstøtte til sjøtransportsektoren

(Finansdepartementet, 2006 b). ESA er EFTAs (European Free Trading Assosiation) overvåkingsorgan. Et annet mål med denne typen beskatning, er å unngå at selskapene får skattemessige motiver til å flytte selskapet ut av Norge. Myndighetene ønsker derfor å ha et tilnærmet likt skattesystem som den øvrige delen av EU.

DOF betaler ikke bare skatt til Norge, men må også betale skatt til de landene der datterselskap og tilknyttede selskap opererer. Skatten beregnes da i henhold til lovverket i de land der konsernets datterselskaper, tilknyttede selskaper eller skip med fast driftssted, opererer og genererer skattepliktig inntekt.

DOF har i sine regnskaper estimert forventet skattekostnad som 28 % av resultat før skatt, for hvert år. Dette tyder på at de legger opp til at skatten de betaler gjennom inntektsåret, uansett kommer til å samsvare ganske likt med vanlig beskatning, 28 % av selskapsoverskudd. Ettersom DOF har konsekvent brukt 28 % som sats for forventet skattekostnad hver år, mener jeg det er rimelig å ta utgangspunkt i at 28 % skatt av driftsinntekter likevel er et godt mål på hvor mye skatt DOF må betale i løpet av inntektsåret. Jeg benytter derfor skattesats 28 % for analyse perioden 2007-2013, deretter reduseres denne satsen til 27 % fra og med 2014, jamfør regjeringens endring av skattesats.

Ved overgang til rederibeskatning har myndighetene gitt selskapene mulighet til å gjøre opp skatteforpliktelse fra før 2007 med effektiv skattesats 6,7 % (Finansdepartementet, 2006 b). Dette har DOF benyttet seg av, slik at de unngår å bli beskattet ved fremtidig utdeling av ikke beskattet overskudd fra tiden før 2007. Total skattebelastning for oppgjørsordningen er kostnadsført per 31.12.10 i DOF sine regnskap, og inngår i skattekostnaden for analyseperioden.

6.3 Presentasjon av årsregnskapet

Årsregnskapet for 2013 er per februar 2014 godkjent av styret. Ut fra dette kan jeg presentere resultatregnskapet til DOF for periode 2007 til 2013 i tabell 7 på neste side.

"Dirty surplus" oppført for året 2012 samsvarer ikke med posten som DOF har registrert i årsrapport for 2012. Jeg har gjort en justering av dirty surplus dette året, fordi det kommer frem av kvartalsrapportene fra 2013, at egenkapital per 01.01.12 må justeres fra MNOK 6 669 til MNOK 6 627 (DOF ASA, 2013 h).

Årsaken til at egenkapitalen justeres for 2012, er fordi det har skjedd en endring i IAS 19, som gir føring for hvordan man skal føre pensjonsforpliktelse i regnskapet. Endringen i pensjonsstandarden går ut på at den såkalte "korridorløsningen" ikke lenger kan benyttes. Innføring av nytt regnskapsprinsipp har redusert egenkapital pr 31.12.2012 med MNOK 29, som følge av estimatavviket. I min analyse har jeg justert føring mot egenkapitalen og justert "dirty surplus" fra de rapporterte MNOK – 427, til MNOK – 469 for regnskapsåret 2012.

Resultatregnskap 2007 - 2013

| Resultatregnskap Beløp i MNOK | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 |
|--|-----------------|------------------|-----------------|-----------------|------------------|------------------|------------------|
| Salgsinntekt | kr 3 286 | kr 3 970 | kr 4 259 | kr 5 403 | kr 6 503 | kr 8 136 | kr 9 754 |
| Annen driftsinntekt | kr 169 | kr 370 | kr 69 | kr - | kr - | kr - | kr - |
| Driftsinntekter | kr 3 454 | kr 4 340 | kr 4 327 | kr 5 403 | kr 6 503 | kr 8 136 | kr 9 754 |
| Lønnskostnader | kr 1 283 | kr 1 637 | kr 1 960 | kr 2 486 | kr 3 121 | kr 3 167 | kr 3 969 |
| Andre driftskostnader | kr 942 | kr 1 147 | kr 1 133 | kr 1 266 | kr 1 367 | kr 2 179 | kr 2 682 |
| Driftskostnader | kr 2 225 | kr 2 784 | kr 3 094 | kr 3 752 | kr 4 488 | kr 5 346 | kr 6 651 |
| Netto (gevinst) tap ved salg av AM | kr - | kr - | kr - | kr -59 | kr -33 | kr -210 | kr -8 |
| Driftsresultat før av- og nedskrivning (EBITDA) | kr 1 229 | kr 1 556 | kr 1 234 | kr 1 710 | kr 2 048 | kr 3 000 | kr 3 111 |
| Avskrivninger | kr 530 | kr 643 | kr 837 | kr 1 166 | kr 890 | kr 1 110 | kr 1 193 |
| Nedskrivninger | kr - | kr - | kr 179 | kr - | kr 7 | kr - | kr - |
| Driftsresultat (EBIT) | kr 699 | kr 912 | kr 218 | kr 544 | kr 1 151 | kr 1 890 | kr 1 918 |
| Investering i tilknyttede selskaper | kr 43 | kr 125 | kr 192 | kr -5 | kr - | kr 5 | kr 1 |
| Finansinntekter | kr 456 | kr 480 | kr 485 | kr 76 | kr 69 | kr 71 | kr 62 |
| Finanskostnader | kr -659 | kr -985 | kr -648 | kr -953 | kr -1 189 | kr -1 325 | kr -1 434 |
| Realisert agio/disagio | kr - | kr - | kr - | kr 38 | kr -56 | kr -81 | kr 39 |
| Urealisert agio/disagio | kr 123 | kr -655 | kr 758 | kr 97 | kr -445 | kr -206 | kr -606 |
| Netto endring i urealisert gevinst/tap på derivater | kr - | kr - | kr - | kr 3 | kr -221 | kr -89 | kr -5 |
| Netto finansposter | kr -37 | kr -1 036 | kr 787 | kr -744 | kr -1 842 | kr -1 625 | kr -1 943 |
| Resultat før skattekostnad | kr 663 | kr -123 | kr 1 005 | kr -200 | kr -691 | kr 265 | kr -25 |
| Skattekostnad (inntekt) | kr 441 | kr -223 | kr 201 | kr 15 | kr -186 | kr -85 | kr 27 |
| Årsresultat | kr 222 | kr 100 | kr 803 | kr -215 | kr -505 | kr 350 | kr -52 |
| Omregningsdifferanser | kr 241 | kr 1 | kr 87 | kr 90 | kr -186 | kr -429 | kr -45 |
| Andre føringer mot egenkapital | kr - | kr -6 | kr -16 | kr -1 | kr -31 | kr -40 | kr -178 |
| Sum "Dirty Surplus" | kr 241 | kr -5 | kr 71 | kr 89 | kr -217 | kr -469 | kr -223 |
| Årets totalresultat | kr 463 | kr 95 | kr 874 | kr -126 | kr -722 | kr -119 | kr -275 |

Tabell 7: Resultatregnskap DOF for analyseperiode 2007-2013, inkludert totalresultat.

Driftsinntektene til DOF har tilnærmet tredoblet seg i analyseperioden, og det samme har kostnadene. Kostnadene har variert litt i forhold til inntektene, og utgjør noe høyere andel i 2009-2011. Driftsresultatet over perioden (EBIT) viser nedgang i 2009, deretter en positiv

utvikling med økning siste periode. Avskrivningene og finanskostnadene, øker i takt med nyinvesteringene i perioden. På grunn av kraftig økning i kostnadene i forbindelse med økt gjeld over perioden, har DOF negativt resultat før skatt i 2008, 2010, 2011 og 2013.

Skattemessige underskudd har medført at DOF har hatt en utsatt skattefordel deler av perioden som aktiveres i balansen. Årsresultatet til DOF styrket seg i 2012 i forhold til 2010 og 2011, men selskapet fikk svakere resultater i 2013.

Balanse 2007 - 2013

| Balanseregnskap DOF | | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 |
|---------------------------------------|------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| Eiendeler | | | | | | | | |
| Utsatt skattefordel | DAM | kr 12 | kr 123 | kr - | kr 29 | kr 211 | kr 295 | kr 363 |
| Goodwill | DAM | kr 517 | kr 500 | kr 442 | kr 478 | kr 400 | kr 409 | kr 418 |
| Andre immaterielle eiendeler | DAM | kr 10 | kr 6 | kr - | kr - | kr - | kr - | kr - |
| Immaterielle eiendeler | DAM | kr 539 | kr 628 | kr 442 | kr 507 | kr 611 | kr 704 | kr 781 |
| Skip | DAM | kr 8 946 | kr 10 058 | kr 11 219 | kr 18 148 | kr 22 312 | kr 24 794 | kr 24 898 |
| Skip under bygging | DAM | kr 2 202 | kr 3 941 | kr 4 595 | kr 1 925 | kr 1 969 | kr 423 | kr 646 |
| Maskiner og annet driftsutstyr | DAM | kr 732 | kr 790 | kr 1 483 | kr 1 559 | kr 1 406 | kr 1 385 | kr 1 345 |
| Varige driftsmidler | DAM | kr 11 880 | kr 14 788 | kr 17 297 | kr 21 632 | kr 25 687 | kr 26 602 | kr 26 889 |
| Investeringer i tilknyttede selskaper | DAM | kr 1 405 | kr 140 | kr 77 | kr 71 | kr 65 | kr 73 | kr 131 |
| Investeringer i aksjer og andeler | FAM | kr 1 | kr 6 | kr 9 | kr 9 | kr 7 | kr 5 | kr 5 |
| Andre langsiktige fordringer | DAM | kr 5 | kr 0 | kr 3 | kr 205 | kr 271 | kr 309 | kr 122 |
| Finansielle eiendeler | | kr 1 411 | kr 146 | kr 89 | kr 285 | kr 343 | kr 387 | kr 258 |
| Anleggsmidler | AM | kr 13 830 | kr 15 563 | kr 17 827 | kr 22 424 | kr 26 641 | kr 27 693 | kr 27 928 |
| Bunkers og andre beholdninger | DOM | kr 4 | kr 13 | kr 16 | kr 28 | kr 51 | kr 56 | kr 70 |
| Kundefordringer | DOM | kr 720 | kr 1 151 | kr 1 235 | kr 1 266 | kr 1 534 | kr 1 393 | kr 1 867 |
| Andre fordringer | DOM | kr 329 | kr 272 | kr 492 | kr 690 | kr 562 | kr 466 | kr 566 |
| Fordringer | DOM | kr 1 049 | kr 1 423 | kr 1 727 | kr 1 956 | kr 2 096 | kr 1 859 | kr 2 433 |
| Bundne bankinnskudd | FOM | kr 975 | kr 1 100 | kr 1 131 | kr 948 | kr 984 | kr 895 | kr 735 |
| Kontanter og kontantekvivalenter | FOM | kr 884 | kr 1 731 | kr 1 083 | kr 1 696 | kr 1 056 | kr 1 250 | kr 1 579 |
| Kontanter og bankinnskudd | FOM | kr 1 859 | kr 2 832 | kr 2 214 | kr 2 644 | kr 2 040 | kr 2 145 | kr 2 314 |
| Omløpsmidler | OM | kr 2 912 | kr 4 268 | kr 3 957 | kr 4 628 | kr 4 187 | kr 4 060 | kr 4 817 |
| EIENDELER | E | kr 16 742 | kr 19 831 | kr 21 785 | kr 27 052 | kr 30 828 | kr 31 753 | kr 32 745 |

Tabell 8: Eiendeler for analyseperioden 2007-2013

Fartøyene er balanseført til kostpris med fradrag for avskrivninger. I balansen kommer det frem at det har skjedd betydelige investeringer i perioden, da verdien på varige driftsmidler har mer enn doblet seg over perioden. For å finansiere disse investeringene har selskapet holdt

tilbake overskuddet i tillegg til å øke langsiktig gjeld. Som tabell 9 viser, har langsiktig gjeld også mer enn doblet seg over perioden.

DOF skriver selv at finansiell gjeld vil være på sitt høyeste i 2013, deretter vil de starte gradvis nedbetaling av pådratt gjeld i forbindelse med nyinvesteringene.

| Balanseregnskap DOF | | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 |
|--|---------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| Egenkapital og gjeld | | | | | | | | |
| Aksjekapital | EK | kr 166 | kr 166 | kr 182 | kr 182 | kr 222 | kr 222 | kr 222 |
| Overskuddsfond | EK | kr 454 | kr 454 | kr 678 | kr 678 | kr 1 230 | kr 1 230 | kr 1 230 |
| Annen Egenkapital | EK | kr 2 448 | kr 2 450 | kr 3 171 | kr 3 118 | kr 2 584 | kr 2 318 | kr 1 929 |
| Ikke-kontrollerende eierinteresser | EK | kr 1 486 | kr 2 429 | kr 2 777 | kr 2 750 | kr 2 633 | kr 2 950 | kr 2 965 |
| Sum egenkapital | EK | kr 4 554 | kr 5 499 | kr 6 809 | kr 6 728 | kr 6 669 | kr 6 720 | kr 6 346 |
| Utsatt skatt | LDG | kr 409 | kr 353 | kr 513 | kr 402 | kr 219 | kr 161 | kr 107 |
| Pensjoner | LDG | kr 15 | kr 20 | kr 12 | kr 13 | kr 13 | kr 35 | kr 48 |
| Finansielle derivater | LDG | kr 212 | kr 229 | kr 77 | kr 77 | kr 256 | kr 379 | kr 359 |
| Langsiktige avsetninger for for | LDG | kr 636 | kr 602 | kr 603 | kr 492 | kr 488 | kr 575 | kr 514 |
| Obligasjoner | LFG | kr 1 474 | kr 1 471 | kr 2 149 | kr 2 754 | kr 2 804 | kr 4 164 | kr 4 722 |
| Gjeld til kredittinstitusjoner | LFG | kr 6 994 | kr 8 921 | kr 8 725 | kr 13 256 | kr 16 391 | kr 16 592 | kr 16 265 |
| Langsiktig skattegjeld | LDG | kr 288 | kr 174 | kr - | kr - | kr - | kr - | kr - |
| Annen langsiktig gjeld | LDG | kr 1 171 | kr 162 | kr 497 | kr 429 | kr 328 | kr 271 | kr 76 |
| Langsiktig gjeld | | kr 9 927 | kr 10 728 | kr 11 371 | kr 16 439 | kr 19 523 | kr 21 027 | kr 21 063 |
| Kortsiktig obligasjonslån og gjeld til | KFG | kr 826 | kr 1 795 | kr 2 128 | kr 2 007 | kr 2 251 | kr 2 000 | kr 3 248 |
| Leverandørgjeld | KDG | kr 274 | kr 420 | kr 216 | kr 414 | kr 857 | kr 683 | kr 1 058 |
| Betalbar skatt | KDG | kr 61 | kr 87 | kr 165 | kr 100 | kr 141 | kr 122 | kr 143 |
| Skyldige offentlige avgifter | KDG | kr 70 | kr 98 | kr 72 | kr 80 | kr 108 | kr 86 | kr 92 |
| Annen kortsiktig gjeld | KDG | kr 394 | kr 602 | kr 420 | kr 792 | kr 791 | kr 542 | kr 281 |
| Kortsiktig gjeld | | kr 1 625 | kr 3 002 | kr 3 002 | kr 3 393 | kr 4 148 | kr 3 433 | kr 4 822 |
| Sum gjeld | G | kr 12 188 | kr 14 332 | kr 14 976 | kr 20 324 | kr 24 159 | kr 25 034 | kr 26 399 |
| EGENKAPITAL OG GJELD | EK + G | kr 16 742 | kr 19 831 | kr 21 785 | kr 27 052 | kr 30 828 | kr 31 753 | kr 32 745 |

Tabell 9: Egenkapital og gjeld for analyseperioden 2007-2013

6.4 Omgruppering for investororientert analyse

Årsrapportene til DOF er utarbeidet etter "Norsk God Regnskaps-Skikk" (NGRS) og "International Financial Reporting Standards" (IFRS), og er derfor mest kreditororientert. Egenkapitalinvestor vil ha mer verdirelevant regnskapsinformasjon og virkelige verdier i balansen. Derfor omgrupperes resultat, balanse og kontantstrøm til et investororientert fokus. Omgrupperingen innebærer å sette sammen de rapporterte regnskapsoppstillingene på en ny måte, slik at oppstillingene kan gi best mulig grunnlag for å gjennomføre en egnet regnskapsanalyse (Knivsflå, 2011 c).

Risikoanalyse og lønnsomhetsanalyse skal også gjennomføres, og i den forbindelse må regnskapet være omgruppert slik at det er tilpasset en investors perspektiv. Det omgrupperte regnskapet vil ha fokus på verdiskapning fra normal drift og verdiutdeling til både kreditor og egenkapitalinvestoren. En omgruppering vil ikke påvirke regnskapsinformasjonen. Omgrupperingen vil videre følge fire steg (Knivsflå, 2011 c).

6.4.1 STEG 1: Avsatt utbytte = egenkapital

I en balanseoppstilling er eiendelene grupperte etter likviditet, det vil si i omløps- og anleggsmidler. Gjelden er gruppert etter forfallstidspunkt, i kortsiktig og langsiktig gjeld. For å finne frem til fullstendig nettoresultat, må jeg omgruppere avsatt utbytte fra kortsiktig rentefri gjeld til egenkapital.

Utbytte er klassifisert som kortsiktig gjeld fram til utbetalingsdato. Når utbyttet er ført som gjeld, vil en regnskapsanalyse bli påvirket av en slik føring fordi eierne vil stå i gjeld til seg selv. Dette vil få følgefeil både i risiko- og lønnsomhetsanalysen. I et investororientert perspektiv betraktes selskapet som eiere, og eierne kan ikke ha krav på penger fra seg selv. Dette er grunnen til at avsatt utbytte ikke kan være gjeld, men må omgrupperes til egenkapital.

Ut fra IFRS-regler skal foreslått utbytte trekkes ut av egenkapitalen og resultatføres. DOF fører sitt regnskap etter IFRS og har gjort dette under hele analyseperioden.

Netto utbetalt utbytte

Netto utbetalt utbytte er transaksjoner gjort med eierne av selskapet, det vil si om eierne har tatt utbytte eller gjort endringer på egenkapital i perioden. Netto betalt utbytte identifiseres fra poster under *endringer i egenkapital* som er presentert årsregnskapene.

| Netto utbetalt utbytte (NBU) | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 |
|--|---------------|---------------|---------------|--------------|---------------|---------------|---------------|
| Betalt utbytte | kr -82 | kr -124 | kr - | kr - | kr - | kr - | kr - |
| Kapital innskudd | kr 981 | kr - | kr - | kr - | kr 591 | kr - | kr - |
| Kapital utttak | kr -12 | kr - | kr - | kr - | kr - | kr - | kr - |
| Transaksjoner med ikke-kontroll. eiere | kr -87 | kr 973 | kr 437 | kr 45 | kr 72 | kr 170 | kr -99 |
| Netto utbetalt utbytte /kapitalforhøyelse | kr 800 | kr 849 | kr 437 | kr 45 | kr 663 | kr 170 | kr -99 |

Figur 22: Netto utbetalt utbytte (NBU)

DOF har ikke utbetalt utbytte siden 2008, og de har heller ikke avsatt kapital til utbytte per 31.12.2013. Det kan derfor være misvisende å henvise til netto utbetalt utbytte, når denne posten viser at kapitalinnskuddet gjennomsnittlig har vært høyere enn uttakene.

Tabell 22 viser at DOF har hatt kapitalforhøyelse vært år, foruten om 2013. Generelt har DOF ikke betalt ut særlig utbytte de siste årene, noe som kan gi dårlige signaler til markedet.

Foreløpig er det rimelig å anta at investeringen i den nye skipsflåten er hovedårsaken til at de ikke har utbetalt utbytte de siste årene. All tilgjengelig kapital er blitt benyttet til finansiering av opprustningen av flåten i denne perioden. For at DOF skal fortsatt skal kunne beholde sine investorer er det derfor viktig for dem å vise at investeringen som gjøres nå, vil gi gode resultat og utbetaling av utbytte i fremtiden.

6.4.2 STEG 2: Kartlegge "dirty surplus" og finne fullstendig nettoresultat.

Etter IFRS skal alle inntekter og kostnader føres i resultatregnskapet, men noen unntak kan etter IFRS føres under oppstilling av totalresultat. DOF rapporterer etter IFRS og har inkludert oppstilling av totalresultat i årsregnskapet sitt. Totalresultatet består av det rapporterte resultatet og annet fullstendig nettoresultat (AFR).

Annet fullstendig resultat er poster som vi i regnskapet finner etter rapportert årsresultat i resultatregnskapet. Ettersom IFRS opererer med annet fullstendig resultat og DOF fører regnskap etter IFRS standard, skal i prinsippet "dirty surplus" være null. "Dirty surplus" er inntekter eller kostnader som er ført direkte mot egenkapitalen i balanseoppstillingen, og som ikke har blitt ført inn i resultatregnskapet som en del av resultatet. Slik føring er brudd på Regnskapsloven § 4-3 om kongruensprinsippet, som sier at alle inntekter og kostnader skal regnskapsføres. "Dirty surplus" vil forstyrre en lønnsomhetsanalyse, og derfor skal disse postene resultatføres.

DOF har ført omregningsdifferanser og kontantstrømsikring som elementer etter årsresultatet. Omregningsdifferanser er virkningen av å regne utenlandske datterselskap fra utenlandske valuta til norske kroner ved konsolidering av regnskapene. Dette inngår som en "dirty surplus" post, sammen med kontantstrømsikring som vises i tabell 10 neste side. Både omregningsdifferansen og kontantstrømsikring er knyttet til driften av selskapet, derfor vil DSP i sin helhet være driftsrelatert.

| "Dirty Surplus" | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 |
|--|---------------|--------------|--------------|--------------|----------------|----------------|----------------|
| Omregningsdifferanser | kr 241 | kr 1 | kr 87 | kr 90 | kr -186 | kr -429 | kr -45 |
| Andre føringer direkte mot egenkapital | kr - | kr -6 | kr -16 | kr -1 | kr -31 | kr -40 | kr -178 |
| Sum DSP | kr 241 | kr -5 | kr 70 | kr 89 | kr -217 | kr -469 | kr -223 |

Tabell 10: "Dirty Surplus"

Det fullstendige nettoresultatet blir dermed rapportert årsresultat pluss "dirty surplus" slik som tabell 11 viser under.

| Beløp i MNOK | | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 |
|---|-------|--------|--------|--------|---------|---------|---------|---------|
| Årsresultat rapportert i resultatregnskapet | ÅRE | kr 222 | kr 100 | kr 803 | kr -215 | kr -505 | kr 350 | kr -52 |
| Nettoresultat utenom årsresultat (annet + fullstendig resultat) | AFR | kr - | kr - | kr - | kr - | kr - | kr - | kr - |
| Rapportert fullstendig nettoresultat = totalresultat | "FNR" | kr 222 | kr 100 | kr 803 | kr -215 | kr -505 | kr 350 | kr -52 |
| + "Dirty Surplus" | DSP | kr 241 | kr -5 | kr 70 | kr 89 | kr -217 | kr -469 | kr -223 |
| Fullstendig nettoresultat - Comprehensive = income | FNR | kr 463 | kr 95 | kr 873 | kr -126 | kr -722 | kr -119 | kr -275 |

Tabell 11: Fullstendig nettoresultat

Utfra tabell 12 og 13 nedenfor kan vi se at det er samsvar mellom resultatelementene "dirty surplus", og netto utbetalt utbytte (kapitalforhøyelse) og endring i egenkapital over perioden.

| Beløp i MNOK | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 |
|---|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Egenkapital 01.01 | | 3291 | 4554 | 5499 | 6809 | 6728 | 6669 | 6720 |
| Årsresultat | | 222 | 100 | 803 | -215 | -505 | 350 | -52 |
| Dirty Surplus | | 241 | -5 | 70 | 89 | -217 | -469 | -223 |
| Netto utbetalt utbytte (kapitalforhøyelse) | | 800 | 849 | 437 | 45 | 663 | 170 | -99 |
| Balanse 31.12 | 3291 | 4554 | 5498 | 6809 | 6728 | 6669 | 6720 | 6346 |
| endring i EK | | 1263 | 944 | 1310 | -81 | -59 | 51 | -374 |

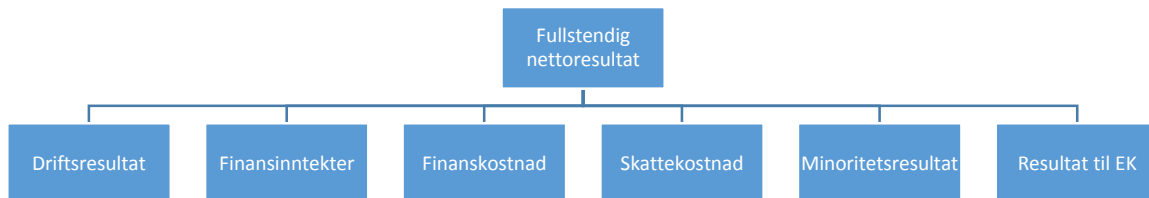
Tabell 12: Endring i EK, vist gjennom årsresultat, "dirty surplus" og NBU

| Beløp i MNOK | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 |
|----------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Egenkapital 01.01 | | 3291 | 4554 | 5499 | 6809 | 6728 | 6669 | 6720 |
| Egenkapital 31.12 | 3291 | 4554 | 5498 | 6809 | 6728 | 6669 | 6720 | 6346 |
| Endring i egenkapital ΔEK | | 1263 | 944 | 1310 | -81 | -59 | 51 | -374 |

Tabell 13: Endring i egenkapital

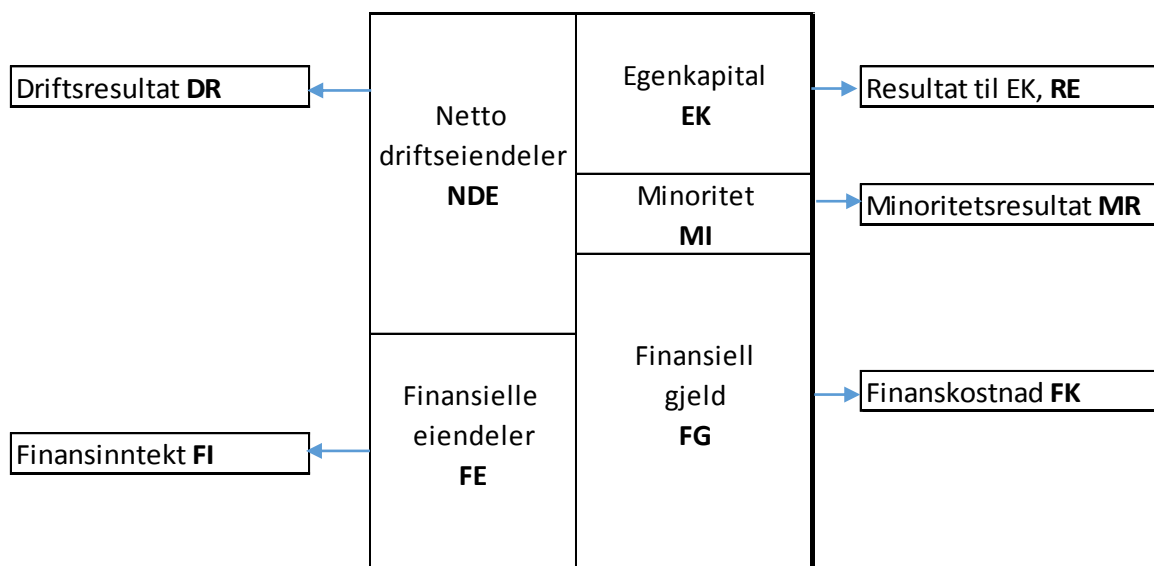
6.4.2.1 Fordeling av FNR

Fordeling av fullstendig nettoresultat gjøres for å vise resultat før skatt på hver av kapitalpostene. Det man ønsker med en slik fordeling er å finne kildene til resultatet, og klargjøre hvordan resultatet blir fordelt. Fordelingen kan illustreres av figur 23.



Figur 23: Fordeling av FNR (Knivsflå, 2011 c)

I en investororientert regnskapsanalyse ønsker vi å finne ut hvor mye driften gir i avkastning, og hvor mye finansieringen koster. Det er derfor viktig å skille mellom drift og finansiering, slik at det omgrupperte regnskapet klart skiller mellom poster som er driftsrelaterte og poster som er finansielle. Netto driftseiendeler (NDE) representerer driftsrelaterte eiendeler fratrukket driftsrelatert gjeld. Postene i balansen og tilhørende resultat før skatt illustreres slik:



Figur 24: Balanseposter (Knivsflå, 2011 c)

Første inndeling gjøres ved å identifisere hvilke poster som skal inngå som drift og finans, deretter om de tilhører anleggsmidler eller omløpsmidler på eiendelssiden, eller om det er egenkapital fra egen drift eller minoritet, og om gjelden er langsiktig eller kortsiktig. Deretter er det svært viktig i omgrupperingen at det er konsistens mellom balanse og resultat. Med dette menes at dersom en eiendel eller gjeld er oppført som drift i balansen, må alle tilhørende inntekter og kostnader som er knyttet til eiendelen eller gjelden, også være gruppert som driftsinntekt og driftskostnad i resultatet

Det samme gjelder for de finansielle postene. Dersom en eiendel er finansiell, må inntekter og kostnader tilknyttet eiendelen inngå i finansinntektene, og inntekter og kostnader knyttet til finansiell gjeld må inngå i finanskostnaden. Finansielle eiendeler kan være en dårlig beskrivelse av kategorien, fordi et selskap kan ha eiendeler som vanligvis ikke ansees som finansiell. Dette kan for eksempel være en tomt som bedriften eier som ikke benyttes i drift, men utgjør en ren pengeplassering for selskapet. Driftsfremmede eiendeler kan derfor være et bedre ord å bruke i noen sammenhenger. Grensen mellom driftsrelaterte og driftsfremmede eiendeler og tilhørende finansieringsposter vil avhenge av hva som er selskapets normale driftsaktiviteter.

Det er ikke bare eiendelene som skal grupperes etter driftsrelatert og finans, gjelden må også fordeles i disse to kategoriene. Ettersom driftsrelatert gjeld ofte er rentefri, blir driftsrelatert gjeld ofte betegnet som ikke-rentebærende gjeld. I noen tilfeller kan rente bli betalt indirekte gjennom prisen som er satt på varer eller tjenester. For eksempel blir det ofte kalkulert inn en rentekostnad ved prising av varer eller tjenester fra leverandører. Av denne grunn er det flere som argumenterer for at all gjeld i en eller annen form vil være rentebærende, og bør kategoriseres som finansiell. Men ettersom rentekostnader ved slike driftsposter ikke beregnes som en egen post, er det vanskelig å skille ut denne rentekostnaden fra varekostnad. Jeg velger å anse finansiering som aktiv kapitalinnskudd som enten kommer direkte fra kapitalmarkedet, eller indirekte som en del av driftssyklusen. Bruk av finansiell gjeld har en finanskostnad, mens kostnaden ved bruk av driftsrelatert gjeld er naturlig bygd inn i driftskostnaden.

Videre i min utredning har jeg valgt å trekke resultat fra tilknyttede selskaper og minoritet inn under driftsresultatet til DOF, samt at minoritetsinteresser føres som egenkapital i balansen. Dette er en forenkling som gjøres fordi minoritetsinteressene er svært nært knyttet til den

daglige driften av DOF, og vil derfor være en naturlig del av selskapet. Nettoresultat fra minoritet føres som en del av driftsresultatet og krav til minoritetsinteresser vil følge av samme krav som gis til egenkapitalen. Minoritetspostene er ikke av vesentlig størrelse i betydning for resultatet.

Målet med fordelingen er å skape et skille mellom verdiskapningen i den daglige driften og resultat fra finansiering. Det er spesielt verdiskapningen i den daglige driften som investor ønsker å vite. Verdiskapning fra drift knytter seg til de ressursene som bedriften tar i bruk daglig for å utføre inngåtte kontrakter og avtaler. Som vi kan se av tabell 14 har driften hatt positive resultater de siste årene. Resultatet var noe lavere i 2009 og 2010, men trenden etter dette viser en positiv utvikling. Dette tyder på at selskapet greier å generere høyere inntekter enn hva de har av kostnader knyttet til driften.

| | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 |
|--|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| Driftsinntekter | kr 3 454 | kr 4 340 | kr 4 327 | kr 5 403 | kr 6 503 | kr 8 136 | kr 9 754 |
| - Driftskostnader | kr 2 755 | kr 3 427 | kr 4 109 | kr 4 859 | kr 5 352 | kr 6 246 | kr 7 836 |
| = Driftsresultat | kr 699 | kr 912 | kr 218 | kr 544 | kr 1 151 | kr 1 890 | kr 1 918 |
| + Resultat fra tilknyttede selskap | kr 43 | kr 125 | kr 192 | kr -5 | kr - | kr 5 | kr 1 |
| + Driftsrelatert AFR | kr - | kr - | kr - | kr - | kr - | kr - | kr - |
| + Driftsrelatert DSP | kr 241 | kr -5 | kr 70 | kr 89 | kr -217 | kr -469 | kr -223 |
| = Fullstendig driftsresultat før skatt | kr 983 | kr 1 032 | kr 480 | kr 628 | kr 934 | kr 1 426 | kr 1 696 |

Tabell 14: Resultat knyttet til drift

Eiendeler og gjeld kategoriseres som driftsrelatert eller finansrelatert, og vises senere i utredningen. For tilhørende resultat er driftsrelaterte inntekter hovedsakelig salgsinntekt fra servicetjenestene som DOF leverer. Under kategorien driftskostnader finner vi lønnskostnader, avskrivninger, nedskrivninger og andre driftskostnader. Andre driftskostnader er kostnader forbundet med skip, bunkers og driftsrelaterte kostnader som ikke har en egen post i regnskapet. Ved salg av anleggsmidler vil eventuelt gevinst eller tap fra dette, bli kategorisert som driftsrelatert. Alle disse postene er inntekter eller kostnader som utelukkende eksisterer på grunn av den daglige driften som driver selskapet.

Finansinntekter er hovedsakelig renteinntekter og andre finansinntekter. Gevinst og tap fra realisasjon av aksjer føres også under finansinntekter. Finanskostnader består av rentekostnader, kapitalisering av renter og andre finansielle kostnader. Andre kostnader som er rapportert som finansielle er realisert og urealisert gevinst og tap på valuta på finansposter, samt netto endring i urealisert gevinst/tap på rentebytteavtaler og gevinst/tap på

valutaderivater. Dette er inntekter og kostnader som ikke er knyttet til den daglige driften, men som oppstår på grunnlaget av behov for finansiering på lang og kort sikt, med andre ord kan det være ren pengeplassering. Finansielle poster betegnes også som driftsfremmede poster ettersom de ofte ikke er direkte knyttet til daglig drift.

| | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 |
|---|---------|-----------|---------|---------|-----------|-----------|-----------|
| + Finansinntekt | kr 456 | kr 480 | kr 485 | kr 76 | kr 69 | kr 71 | kr 62 |
| - Finanskostnad | kr -659 | kr -985 | kr -648 | kr -953 | kr -1 189 | kr -1 325 | kr -1 434 |
| + Andre tap/gevinster på finans | kr 123 | kr -655 | kr 758 | kr 138 | kr -722 | kr -376 | kr -572 |
| + Resultat fra diskontinuerlig virksomhet | kr - | kr - | kr - | kr - | kr - | kr - | kr - |
| + Finansielt AFR | kr - | kr - | kr - | kr - | kr - | kr - | kr - |
| + Finansielt DSP | kr - | kr - | kr - | kr - | kr - | kr - | kr - |
| = Fullstendig finansresultat før skatt | kr -79 | kr -1 160 | kr 595 | kr -739 | kr -1 842 | kr -1 630 | kr -1 944 |

Tabell 15: Resultat knyttet til finansielle poster

Finansrelaterte poster knytter seg til resultat fra investeringer og kostnad på finansiell gjeld. Som vi ser i tabell 15 er de finansielle kostnadene mye høyere enn inntektene. Utviklingen viser at kostnadene er blitt høyere, og at inntektene er blitt lavere. Dette følger som en naturlig konsekvens av at finansiell gjeld har økt mye over perioden, som også øker kostnadene ved å ha finansiell gjeld

Nettoresultat fra diskontinuerlig virksomhet er nettoresultat fra selskap som skal avvikles eller selges. DOF har ikke avviklet eller solgt virksomhet, derfor vil ikke dette påvirke omgrupperingen. Jeg har heller ikke funnet poster som kan anses å være finansielt "dirty surplus".

6.4.3 STEG 3: Omgruppering for å skille mellom normale og unormale poster

Resultatregnskapet omgrupperes mellom normale og unormale poster, og skattekostnad skal fordeles etter tilhørighet.

Når formålet med regnskapsanalysen er verdsettelse, er det viktig å også kunne skille resultatelementer som er varige, fra dem som er midlertidige. Unormale eller svært uvanlige resultatelementer, består av det man kaller ekstraordinære poster. Disse må være vesentlige, uregelmessige og uten sammenheng med ordinær virksomhet, eller være forårsaket av helt unormal forretningsrisiko (Gjesdal, 2007).

Unormale poster i regnskapet er poster som med liten sannsynlighet vil returnere i neste periode. Unormale poster er ofte knyttet til uregelmessigheter, og kan gi større utslag i

regnskapet. Ettersom lønnsomhetsanalysen skal ta utgangspunkt i en normal økonomisk situasjon, fjernes de unormale postene, slik at disse ikke forstyrrer verdivurderingen av et normalregnskap. Normale poster er varige eller permanente, og vil returnere i framtidig regnskap. Disse postene er viktig for driften, og er sentrale for selskapet. Derfor skal jeg nå identifisere unormale poster, og skille disse fra de normale, slik at det blir lettere å se hva som er relevant for fremtidig drift. Skillet er mellom normalt - og unormalt driftsresultat, og normalt - og unormalt finansresultat.

6.4.3.1 Normale driftskostnader

Salgsinntekt og lønnskostnader er helt klart normale driftsposter. Posten annen driftskostnader består av tekniske kostnader på skip, skipsleie, bunkers og andre utgifter knyttet til driften av skip. Under andre utgifter knyttet til drift, inngår honorarer til revisor og driftskostnads-transaksjoner med nærstående parter. Transaksjoner med nærstående parter i DOF sitt regnskap foretas til markedsmessige betingelser i henhold til "armlengdeprinsippet" etter Skatteloven §13-1, som sier at prisen på transaksjoner mellom mor- og datterselskaper, eller mellom søsterselskaper, skal fastsettes som om selskapene var uavhengig av hverandre. DOF sine nærstående parter leverer administrative tjenester (Møgster Management gjennom Laco AS), reparasjon og vedlikehold av skip (Fitjar Mekaniske Verksted gjennom Laco AS), og leie av eiendom (Austevoll Eiendom AS gjennom Laco AS). Annen driftskostnader er med dette knyttet til driften, og posten regnes som normal i regnskapet i den forstand at kostnadene har historisk sett vært en del av regnskapet, og forventes å eksistere videre hvert år.

Resultat fra tilknyttede selskaper og minoritet regnes å være en normal post i regnskapet under drift. De tilknyttede selskapene har svært lik drift som DOF, derfor blir disse postene klassifisert som en del av driften. Konsernet regnskapsfører sin andel av det felleskontrollerte selskapets inntekter, eiendeler, gjeld og kontantstrøm på pro rata basis i konsernregnskapet. Pro rata-basis betyr med forholdsmessig ansvar. DOF registrerer kun sin andel i henhold til eierandel de har i tilknyttet selskap. Disse postene varierer en del fra år til år, men det er fortsatt et resultat som forventes å komme, enten det er negativt eller positivt. Det er med andre ord ikke en ekstraordinær post for DOF. Netto driftsresultat fra tilknyttede selskap skal derfor inngå i konsernets netto driftsresultat i det omgruppert regnskapet, og dette anses å være en del av det normale driftsresultatet (NDR), som jeg beregner senere.

Avskrivninger er også en normal post i regnskapet, og vil påvirke lønnsomheten i stor grad, ettersom driftsmidlene til DOF er av vesentlig monetær størrelse. Anleggsmidler i regnskapet er vurdert til kostpris fratrukket akkumulerte av- og nedskrivninger. Når en eiendel er solgt eller avviklet, blir kostprisen og akkumulerte avskrivninger tilbakeført i regnskapet, og eventuelle tap eller gevinst fra avhendingen blir resultatført. Avskrivingsnivået avhenger av skipenes estimerte levetid, som normalt er 20 år, og av beregnet restverdi på balansedagen. Antagelser vedrørende restverdi gjøres basert på kunnskap om markedet for brukte skip. Grunnlaget for restverdi er markedsverdi for fartøy uten befraktningskontrakt. For å vurdere restverdien benytter DOF konsernet en lineær modell som avhenger av fartøyets alder, økende fra 50% (for nybygg) til 100% (for 20 år gamle fartøy) av innhentet ekstern markedsverdivurdering. Vurderingene av avskrivningene vurderes hvert år av DOF for å sikre at metoden og periode som brukes i beregningen samsvarer med reell økonomisk verdi av anleggsmiddelet (DOF ASA, 2012 c).

Alle postene nevnt over anses å være normale driftsposter for DOF, og forventes å være en del av regnskapet fremover.

6.4.3.2 Unormale driftskostnader

Salg av anleggsmidler og netto gevinst/tap fra slik aktivitet er en del av selskapets drift, men er ikke en aktivitet som forekommer ofte. Å selge skip er ikke primæraktiviteten til DOF, og er derfor ikke en normal driftspost i regnskapet. Denne posten kan ikke kalkuleres inn i et normalregnskap fordi det er høy usikkerhet knyttet til fremtidige gevinster og tap tilknyttet salg av anleggsmidler. Det finnes heller ikke informasjon om planlagte salg av anleggsmidler for tiden fremover.

Nedskrivning anses å være en unormal post. DOF henter inn uavhengige meglervurderinger av skipenes markedsverdi, og justerer verdi for estimert mer-/mindreverdi. Nedskrivninger utføres i de tilfeller der bokført verdi har vært høyere enn innhentet meglervurdering av skip og nybygg. Det er da tatt hensyn til estimert verdi av kontraktene. Det er svært sjelden at de utfører nedskrivning av skipene, derfor er dette en post som ikke anses å være normal i regnskapet. I en 7 årsperiode er det kun utført nedskrivninger to ganger.

Etter å ha identifisert normale og unormale driftsposter kan vi sette opp følgende tabell der driftsresultatet kommer frem som et resultat av normale og unormale driftsposter.

| Driftsregnskap | | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 |
|--|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| Salgsinntekt | | kr 3 286 | kr 3 970 | kr 4 259 | kr 5 403 | kr 6 503 | kr 8 136 | kr 9 754 |
| Annen driftsinntekt | | kr 169 | kr 370 | kr 69 | kr - | kr - | kr - | kr - |
| <i>Driftsinntekter</i> | <i>DI</i> | <i>kr 3 454</i> | <i>kr 4 340</i> | <i>kr 4 327</i> | <i>kr 5 403</i> | <i>kr 6 503</i> | <i>kr 8 136</i> | <i>kr 9 754</i> |
| Lønnskostnader | | kr 1 283 | kr 1 637 | kr 1 960 | kr 2 486 | kr 3 121 | kr 3 167 | kr 3 969 |
| Andre driftskostnader | | kr 942 | kr 1 147 | kr 1 133 | kr 1 266 | kr 1 367 | kr 2 179 | kr 2 682 |
| Avskrivninger | | kr 530 | kr 643 | kr 837 | kr 1 166 | kr 890 | kr 1 110 | kr 1 193 |
| <i>Driftskostnader</i> | <i>DK</i> | <i>kr 2 755</i> | <i>kr 3 427</i> | <i>kr 3 931</i> | <i>kr 4 918</i> | <i>kr 5 378</i> | <i>kr 6 456</i> | <i>kr 7 844</i> |
| Normalt driftsresultat før skatt | DR | kr 699 | kr 912 | kr 396 | kr 485 | kr 1 125 | kr 1 680 | kr 1 910 |
| Netto gevinst ved salg av AM | | kr - | kr - | kr - | kr -59 | kr -33 | kr -210 | kr -8 |
| Nedskrivninger av AM | | kr - | kr - | kr 179 | kr - | kr 7 | kr - | kr - |
| Unormalt driftsresultat før skatt | UDR | kr - | kr - | kr 179 | kr -59 | kr -26 | kr -210 | kr -8 |
| Driftsresultat før skatt | DR + UDR | kr 699 | kr 912 | kr 575 | kr 426 | kr 1 099 | kr 1 470 | kr 1 902 |

Tabell 16: Driftsresultat fra normale og unormale poster

I tabell 16 har jeg ikke lagt inn "dirty surplus", men dette er også en del av unormale driftsposter på samme måte som gevinst/ta ved salg av AM og nedskrivninger. Dirty surplus har jeg identifisert tidligere i oppgaven, og disse postene tilhører altså unormale driftsposter. Grunnen til at jeg ikke fører dirty surplus i denne figuren, er fordi postene i tabell 16 er før skatt, mens dirty surplus er oppgitt etter skatt. Når skattekostnaden så skal fordeles, skal ikke dirty surplus være med i beregningen.

6.4.3.3 Normale finansposter

Renteinntekter og rentekostnader er normale finansposter i regnskapet.

I resultatregnskapet er finansinntekter en samlepost for renteinntekter og andre finansinntekter. På grunn av manglende informasjon antar jeg at finansinntekt som sin helhet er normal slik som den står. Dette er en forenkling som gjøres for å føre posten likt over hele perioden, dessuten påvirkes ikke resultatet i noen grad ettersom posten er svært liten.

Under samleposten finanskostnader finner vi rentekostnader, kapitalisering av renter, og andre finanskostnader. Disse inngår alle som normale poster innenfor finansielle aktiviteter. Det finnes dårlig med informasjon om hva som defineres som andre finansinntekter og andre finanskostnader. Slike poster tenderer til å ha både normale og unormale poster knyttet til seg. Trenden i regnskapet til DOF gjennom analyseperioden, viser at disse er relativt stabile, derfor antar jeg at disse hovedsakelig inneholder normale poster.

| Finansposter før skatt | | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 |
|-------------------------------|------------|----------------|----------------|----------------|----------------|------------------|------------------|------------------|
| Finansinntekter | | kr 456 | kr 480 | kr 485 | kr 76 | kr 69 | kr 71 | kr 62 |
| Finanskostnader | | kr -659 | kr -985 | kr -648 | kr -953 | kr -1 189 | kr -1 325 | kr -1 434 |
| Normalt finansresultat | NFR | kr -202 | kr -505 | kr -163 | kr -877 | kr -1 120 | kr -1 254 | kr -1 372 |

Tabell 17: Normale finansposter

6.4.3.4 Unormale finansposter

Netto gevinst/ tap på valuta klassifiserer jeg som unormale poster i regnskapet. Dette gjelder både realisert og urealisert gevinst/tap på valuta og finansielle derivater. Disse skal anses som unormale også for fremtiden. Gevinst og tap på valuta er både knyttet til finansielle poster og driftsrelaterte poster. Ettersom DOF endret oppstilling av årsrapportene er det vanskelig å lage et klart skille mellom drift og finans i disse postene over analyseperioden. Jeg har av denne grunn valgt å ta en forutsetning om at den største andelen av gevinst og tap på valuta kommer av finansiell gjeld og andre finansielle poster, og velger å klassifisere denne posten som finans i sin helhet.

Netto endring i urealisert gevinst/tap på derivater har DOF rapportert som finanspost. Denne posten inneholder rentebytteavtaler og valutaderivater, som fungerer som sikring av finansielle poster. Som vi ser av figuren under er dette en post som ikke kommer igjen hver periode, og størrelsen på posten varierer svært mye fra år til år. Av den grunn er dette en unormal finansrelatert post.

Tabell 18 viser de unormale finanspostene, der negative tal er tap og positive tall er gevinster.

| | | | | | | | | |
|--------------------------------|-------------|---------------|----------------|---------------|---------------|----------------|----------------|----------------|
| Realisert agio/disagio | | kr - | kr - | kr - | kr 38 | kr -56 | kr -81 | kr 39 |
| Urealisert agio/disagio | | kr 123 | kr -655 | kr 758 | kr 97 | kr -445 | kr -206 | kr -606 |
| Gevinst/tap på derivater | | kr - | kr - | kr - | kr 3 | kr -221 | kr -89 | kr -5 |
| Unormalt finansresultat | UNFR | kr 123 | kr -655 | kr 758 | kr 138 | kr -722 | kr -376 | kr -572 |

Tabell 18: Unormale finansposter

En samlet oversikt over de normale og unormale finanspostene gir følgende resultat:

| Finansposter før skatt | | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 |
|--|-------------------|----------------|------------------|----------------|----------------|------------------|------------------|------------------|
| Finansinntekter | | kr 456 | kr 480 | kr 485 | kr 76 | kr 69 | kr 71 | kr 62 |
| Finanskostnader | | kr -659 | kr -985 | kr -648 | kr -953 | kr -1 189 | kr -1 325 | kr -1 434 |
| Normalt finansresultat | NFR | kr -202 | kr -505 | kr -163 | kr -877 | kr -1 120 | kr -1 254 | kr -1 372 |
| Realisert agio/disagio | | kr - | kr - | kr - | kr 38 | kr -56 | kr -81 | kr 39 |
| Urealisert agio/disagio | | kr 123 | kr -655 | kr 758 | kr 97 | kr -445 | kr -206 | kr -606 |
| Gevinst/tap på derivater | | kr - | kr - | kr - | kr 3 | kr -221 | kr -89 | kr -5 |
| Unormalt finansresultat | UNFR | kr 123 | kr -655 | kr 758 | kr 138 | kr -722 | kr -376 | kr -572 |
| Normalt + unormalt finansresultat | NFR + UNFR | kr -79 | kr -1 160 | kr 595 | kr -739 | kr -1 842 | kr -1 630 | kr -1 944 |

Tabell 19: Normalt og unormalt finansresultat

Tabell 19 viser at det finansielle resultatet er kraftig redusert, det vil si at kostnadene på finans er blitt mye høyere enn de finansielle inntektene. Årsaken er de normale finanskostnadene har økt betydelig de siste årene, uten at selskapet har generert høyere finansinntekt. Dette viser at rentekostnaden på gjeld dominerer det finansielle bildet for DOF. Dette henger sammen med nybyggingsprogrammet av flåten. DOF har gjort store investeringer siden 2006, og har fått levert mange nye fartøy de siste årene. Dette har bidratt til at de også har måttet hente mer kapital både fra investorer og kreditorer, fra innland og utland. Rentekostnaden vil dermed øke som en naturlig konsekvens av investeringsprogrammet.

6.4.4 STEG 4: Fordeling av skattekostnad

Til slutt i omgrupperingen ønsker jeg å fordele skattekostnaden på de ulike resultatpostene. Rapportert skattekostnad skal deles i normal og unormal skattekostnad, og mellom drift og finansresultat. Grunnen til at skattekostnaden fordeles er at de ulike resultatene fra drift og finans skal bli belastet sin andel skatt. Ved å gjøre dette vil omgruppert resultatregnskap og balanse være tilpasset en forholdstallsanalyse i neste kapittel, som skal gi et bedre svar på risiko og lønnsomhet fra drift og finans. Poenget med en verdsettelse er identifisere verdiskapingen i selskapet og hvilken verdiutdeling som skjer til kapitalinnskytere. Skattekostnaden vil tilfalle det offentlige. Jeg må derfor finne ut hvor mye av skattekostnaden som kommer fra verdiskapingen, og hvor mye som kommer fra kapital/finanssiden. Slik finner jeg verdien av resultatet som selskapet og kapitalyterne sitter igjen med hver, etter at de har fått fratrukket sin andel skatt.

6.4.4.1 Skatt på finans

Bedriftsbeskatningen i Norge har lenge hatt en flat skatt på 28 %, fra og med 2014 vil denne satsen være 27 %. Finansinntekter og -kostnader beskattes med 28 % også gjennom rederiordningen. Likevel er det bare realisert finansresultat som blir ilagt skatt på 28%. Finansielle gevinster blir først ilagt skatt ved realisering. Noen realiserte gevinster er heller ikke ilagt skatt på selskapsnivå, slik som utbytte og aksjegevinster. Renteinntekt og rentekostnad vil ha skattesats 28 %. Mottatt utbytte vil ha sats 0 %, og det samme vil realiserte aksjegevinster. Den effektive satsen avhenger derfor av fordelingen mellom resultat til 28 % skatt og ingen skatt.

Finansinntekter

I DOF sitt regnskap er det renteinntekter, og andre finansinntekter som utgjør posten finansinntekter. Dette betyr at det posten som helhet skal ilegges skatt. Renteinntekter skal beskattes med 28 % skatt etter alminnelig praksis. Ettersom det ikke kommer klart fram i notene til regnskapet hva andre finansinntekter består av, er det vanskelig å vite om denne posten skal ilegges 28 % skatt, eller ingen skatt. Hadde finansinntekten kommet fra utbytte for eksempel, ville den vært skattefri ettersom DOF er del av rederibeskatningen. Det finnes derfor mulighet for at noe beskattes med 28 % og noe av finansinntekten beskattes med 0 %. En tommelfingerregel er da å benytte et gjennomsnitt av disse satsene, altså 14 %, for denne posten, så lenge fordeling av type beskatning kan antas å være nokså lik. Regelen gjelder dersom vi mangler opplysninger om fordelingen av finansresultat, og ikke greier å estimere finansskattesatsen rimelig nøyaktig (Knivsflå, 2011 c).

I DOF sine regnskaper består posten for finansinntekter hovedsakelig av renteinntekter. Annen finansinntekt består hovedsakelig av skattbar inntekt og utgjør en svært liten andel, derfor velger jeg å benytte skattesats 28 % for finansinntekter samlet sett. Dette vil gi best mulig estimat for skatt, siden eventuelle skattefrie poster ikke utgjør stor andel av totalsummen.

Finansinntekter fratrukket skatt blir da netto finansinntekter (NFI), og beregnes slik:

Formel 8: NFI (Knivsflå, 2011 c)

$$NFI = (1 - 0,28) * FI$$

Finanskostnader

DOF har finanskostnader knyttet til gjeldsposter, og skatlegges med 28 %. Dette er en post som hovedsakelig består av rentekostnader og realiserte finanskostnader. Finanskostnader etter skatt er netto finanskostnad (NFK), og beregnes etter denne formelen:

Formel 9: NFK (Knivsflå, 2011 c)

$$NFK = (1 - 0,28) * FK$$

Unormale finansposter

Unormalt finansresultat er realisert og urealisert gevinst/tap på valuta, samt gevinst/tap på finansielle derivater. Det er normal beskatning av gevinst på valutahandel, og eventuelle tap er fradragsberettiget, på samme måte som annen gevinst og tap på kapitalinntekt. Skatteloven bygger på et realisasjonsprinsipp der det bare er realisert finansresultat som skal beskattes med 28 %. På

grunn av dette vil urealiserte gevinster først bli ilagt skatt ved realisering. DOF har i sine regnskap definert hva som er realisert og hva som ikke er realisert gevinst og tap på valuta. På denne måten kan jeg skille ut hvilke poster som skal beskattes, og hvilke som ikke er ilagt skatt. Skattesatsen på DOFs realiserte unormale finansposter er derfor 28 %, og de urealiserte postene skal ikke ilegges skatt. (Knivsflå, 2011 c).

Tabell 20 viser fordelingen 28% skatt på realisert agio/disagio, 28 % skatt på gevinst/tap på derivater og ingen skatt på de urealiserte postene. Av dette finner jeg at skatt som DOF betaler på unormale finansposter, i forhold til summen av de unormale postene, er svært lav.

Gjennomsnittlig finansskattesats på unormale poster for analyseperioden 2007 til 2013 er 1,7 %.

| Skattefordeling, finansposter | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 |
|--------------------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|------------------|
| Normale finanselementer | | | | | | | |
| Finansinntekt normal | kr 456 | kr 480 | kr 485 | kr 76 | kr 69 | kr 71 | kr 62 |
| Skatt på finansinntekt 28 % | kr 128 | kr 134 | kr 136 | kr 21 | kr 19 | kr 20 | kr 17 |
| <i>Netto finansinntekt (NFI)</i> | <i>kr 329</i> | <i>kr 345</i> | <i>kr 349</i> | <i>kr 55</i> | <i>kr 50</i> | <i>kr 51</i> | <i>kr 45</i> |
| | | | | | | | |
| Finanskostnad normal | kr -659 | kr -985 | kr -648 | kr -953 | kr -1 189 | kr -1 325 | kr -1 434 |
| Skatt på finanskostnad 28 % | kr -184 | kr -276 | kr -181 | kr -267 | kr -333 | kr -371 | kr -402 |
| <i>Netto finanskostnad (NFK)</i> | <i>kr -474</i> | <i>kr -709</i> | <i>kr -466</i> | <i>kr -686</i> | <i>kr -856</i> | <i>kr -954</i> | <i>kr -1 032</i> |
| <i>Netto normalt finansresultat</i> | <i>kr -146</i> | <i>kr -364</i> | <i>kr -117</i> | <i>kr -631</i> | <i>kr -806</i> | <i>kr -903</i> | <i>kr -988</i> |
| Unormale finanselementer | | | | | | | |
| Realisert agio/disagio | kr - | kr - | kr - | kr 38 | kr -56 | kr -81 | kr 39 |
| Skatt på realisert agio/disagio 28 % | kr - | kr - | kr - | kr 11 | kr -16 | kr -23 | kr 11 |
| <i>Netto realisert agio/disagio</i> | <i>kr -</i> | <i>kr -</i> | <i>kr -</i> | <i>kr 27</i> | <i>kr -40</i> | <i>kr -58</i> | <i>kr 28</i> |
| Urealisert agio/disagio | kr 123 | kr -655 | kr 758 | kr 97 | kr -445 | kr -206 | kr -606 |
| Skatt på urealisert agio/disagio | kr - | kr - | kr - | kr - | kr - | kr - | kr - |
| <i>Netto urealisert agio/disagio</i> | <i>kr 123</i> | <i>kr -655</i> | <i>kr 758</i> | <i>kr 97</i> | <i>kr -445</i> | <i>kr -206</i> | <i>kr -606</i> |
| Gevinst/tap på derivater | kr - | kr - | kr - | kr 3 | kr -221 | kr -89 | kr -5 |
| Skatt på realiserte derivater 28 % | kr - | kr - | kr - | kr 1 | kr -62 | kr -25 | kr -1 |
| <i>Netto realiserte derivater</i> | <i>kr -</i> | <i>kr -</i> | <i>kr -</i> | <i>kr 2</i> | <i>kr -159</i> | <i>kr -64</i> | <i>kr -4</i> |
| <i>Netto unormalt finansresultat</i> | <i>kr 123</i> | <i>kr -655</i> | <i>kr 758</i> | <i>kr 127</i> | <i>kr -644</i> | <i>kr -328</i> | <i>kr -582</i> |

Tabell 20: Skattefordeling av finansresultat

6.4.4.2 Skatt på drift

Skatt på driftsrelaterte poster beregnes etter driftsskattesatsen (dss). Driftsskattesatsen er skattekostnaden bedriften betaler i løpet av et år korrigert for skatt på finansposter, dividert på driftsresultat før skatt. Driftsskattesats finner jeg ved å trekke den fordelte finansskatt ut fra normal skattekostnad, og dele dette på driftsresultat før skatt. Dette vises av formel 10:

Formel 10: Driftsskattesats (dss) (Knivsflå, 2011 c)

$$dss = \frac{NSK - 0,28(FR + UFR)}{DR + UDR}$$

Hvor:

NSK = rapportert skattekostnad – unormal skattekostnad

FI = normale finansinntekter

UFR = unormalt finansresultat

FK = Finanskostnad

DR = Driftsresultat, normalt

UDR = unormalt driftsresultat

Normal skattekostnad (NSK) er den rapporterte skattekostnaden, med fratrukk fra ekstraordinære og unormale skattebetalinger. Når skatten skal fordeles ønsker jeg å skille ut særegne skattehendelser slik at fordelingen kan gjengi et tilnærmet normalt bilde av skattesituasjonen. Postene jeg har trukket fra, kommer av endring i rederibeskatningen, noe som antas å ikke være normalt for fremtiden.

| Normal skattekostnad NSK | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 |
|---|---------------|----------------|---------------|---------------|----------------|---------------|--------------|
| Rapportert skattekostnad | kr 441 | kr -223 | kr 201 | kr 15 | kr -186 | kr -85 | kr 27 |
| Endring av betalbar skatt som følge av rederibeskatningsordningen (unormal skatt) | kr - | kr - | kr -150 | kr 17 | kr - | kr - | kr - |
| Endring av utsatt skatt som følge av rederibeskatningsordningen (unormal skatt) | kr - | kr - | kr - | kr 33 | kr - | kr - | kr - |
| Normal skattekostnad NSK | kr 441 | kr -223 | kr 351 | kr -35 | kr -186 | kr -85 | kr 27 |

Tabell 21: Normalisert skattekostnad (NSK)

Normalt og unormalt driftsresultat har jeg presentert i tabell 16 i steg 3. I beregningene videre vil jeg bruke normalt og unormalt driftsresultat som ble presentert i denne tabellen for å identifisere skatt på hvert av resultatene

Når alle elementene i formel 10 er identifisert, kan jeg kalkulere driftsskattesats (dss) for hvert år i regnskapsperioden 2007 til 2013. Etter at dss er identifisert for hvert år, kan jeg finne en gjennomsnittlig driftsskattesats over perioden. Denne satsen kalles for normalisert driftsskattesats (ndss). Beregning av skattesatsene presenteres i følgende tabell 22:

| Fordeling av skattekostnad | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 |
|---|---------------|---------------|---------------|---------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| driftsskattesats (dss) | | | | | | | |
| Normal skattekostnad | kr 441 | kr -223 | kr 351 | kr -35 | kr -186 | kr -85 | kr 27 |
| - 28 % skatt finansinntekt | kr 128 | kr 134 | kr 136 | kr 21 | kr 19 | kr 20 | kr 17 |
| + 28 % skatt finanskostnad | kr 184 | kr 276 | kr 181 | kr 267 | kr 333 | kr 371 | kr 402 |
| - 28 % skatt unormalt finansresultat | kr - | kr - | kr - | kr 11 | kr -78 | kr -48 | kr 10 |
| = Driftsrelatert skatt, normal og unormal | kr 497 | kr -82 | kr 397 | kr 199 | kr 205 | kr 314 | kr 402 |
| Driftsresultat, normalt og unormalt | kr 699 | kr 912 | kr 396 | kr 485 | kr 1 125 | kr 1 680 | kr 1 910 |
| = Driftsrelatert skattesats, dss | 71 % | -9 % | 182 % | 37 % | 15 % | 16 % | 14 % |

Normalisert driftsskattesats (ndss) 46,6 %

Tabell 22: Driftsskattesats (dss) og normalisert driftsskattesats (ndss)

Som nevnt tidligere er hovedregelen for bedriftsbeskatning i Norge 28 %, men reell skattesats i forhold til den skatten selskapet faktisk betaler, kan variere av ulike årsaker. DOF betaler både skatt til Norge og til utlandet, derfor kan avvik oppstå mellom forventet og faktisk skatt. Avvikene kan også komme fra estimatavvik fra tidligere år og effekt av rederibeskatningen.

Som vi kan se av tabell 22, er den gjennomsnittlige driftsskattesatsen 46,6 %. Dette er et unormalt høyt gjennomsnitt, og kan ikke representere en normal tilstand. Driftsskattesatsen (dss) hvert år avviker betydelig fra gjennomsnittet. Dette gjenspeiler at det har vært en ustabil skattekostnad over perioden som analyseres. Driftsskattesats er preget av ustabiliteten i første del av analyseperioden fra 2007 til 2009. Skattesats fra 2010 til 2013 er mer stabil og har et gjennomsnitt på 20,5 %. Det kan tyde på at skattekostnaden er begynt å stabilisere seg, etter omgjøringen til rederibeskatning. For å komme frem til et kompromiss mellom det uforholdsmessige høye gjennomsnittet for perioden, og gjennomsnitt siste 3 årene, velger jeg å bruke 28 % som normalisert driftsskattesats (ndss). Som tidligere diskutert i avsnitt 6.2, er en skattesats på 28 % rimelig å bruke i henhold til forventet skattekostnad.

Endelig fordeling av skatt på unormalt og normalt driftsresultat ved bruk av *dss* 28 % og *ndss* 28 %, blir som følger:

| Fordeling av skattekostnad driftsskattesats (dss) | | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 |
|---|------------------------|--------|---------|--------|--------|---------|---------|---------|
| Normal skattekostnad (NSK) | NSK | kr 441 | kr -223 | kr 351 | kr -35 | kr -186 | kr -85 | kr 27 |
| - 28 % skatt FI | 0,28 * FI | kr 128 | kr 134 | kr 136 | kr 21 | kr 19 | kr 20 | kr 17 |
| + 28 % skatt FK | 0,28 * FK | kr 184 | kr 276 | kr 181 | kr 267 | kr 333 | kr 371 | kr 402 |
| - 28 % skatt realisert UFR | 0,28* rUFR | kr - | kr - | kr - | kr 11 | kr -78 | kr -48 | kr 10 |
| = Skatt på DR | dss* (DR + UDR) | kr 497 | kr -82 | kr 397 | kr 199 | kr 205 | kr 314 | kr 402 |
| - Skatt på UDR | dss*UDR | kr - | kr - | kr -50 | kr 17 | kr 7 | kr 59 | kr 2 |
| = Skatt på NDR | dss*DR | kr 497 | kr -82 | kr 447 | kr 183 | kr 198 | kr 255 | kr 399 |
| - Unormal skatt på NDR | (dss-ndss)*DR | kr 196 | kr 255 | kr 111 | kr 136 | kr 315 | kr 470 | kr 535 |
| = Normal driftskattekostnad (DSK) | ndss*DR | kr 302 | kr -337 | kr 336 | kr 47 | kr -117 | kr -215 | kr -135 |

Tabell 23: Fordeling av skattekostnad

Etter å ha identifisert skatt som tilhører det normale driftsresultatet, kan jeg sette opp netto driftsresultat for periode 2007 til 2013.

| Netto driftsresultat NDR | | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 |
|---|------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| Salgsinntekt | DI | kr 3 286 | kr 3 970 | kr 4 259 | kr 5 403 | kr 6 503 | kr 8 136 | kr 9 754 |
| Annen driftsinntekt | DI | kr 169 | kr 370 | kr 69 | kr - | kr - | kr - | kr - |
| Driftsinntekter | DI | kr 3 454 | kr 4 340 | kr 4 327 | kr 5 403 | kr 6 503 | kr 8 136 | kr 9 754 |
| Lønnskostnader | LK | kr 1 283 | kr 1 637 | kr 1 960 | kr 2 486 | kr 3 121 | kr 3 167 | kr 3 969 |
| Andre driftskostnader | ADK | kr 942 | kr 1 147 | kr 1 133 | kr 1 266 | kr 1 367 | kr 2 179 | kr 2 682 |
| Avskrivinger | AV | kr 530 | kr 643 | kr 837 | kr 1 166 | kr 890 | kr 1 110 | kr 1 193 |
| Driftskostnader | DK | kr 2 755 | kr 3 427 | kr 3 931 | kr 4 918 | kr 5 378 | kr 6 456 | kr 7 844 |
| Driftsresultat fra egen virksomhet | DR | kr 699 | kr 912 | kr 396 | kr 485 | kr 1 125 | kr 1 680 | kr 1 910 |
| Driftsrelatert skattekostnad | DSK | kr 302 | kr -337 | kr 336 | kr 47 | kr -117 | kr -215 | kr -135 |
| <i>Netto driftsresultat for DOF</i> | <i>NRD</i> | <i>kr 398</i> | <i>kr 1 250</i> | <i>kr 60</i> | <i>kr 438</i> | <i>kr 1 242</i> | <i>kr 1 895</i> | <i>kr 2 045</i> |
| Netto resultat i tilknyttede selskap | NDRT | kr 43 | kr 125 | kr 192 | kr -5 | kr - | kr 5 | kr 1 |
| Netto driftsresultat | NDR | kr 441 | kr 1 374 | kr 252 | kr 433 | kr 1 242 | kr 1 900 | kr 2 046 |

Tabell 24: Netto normalt driftsresultat (NDR)

Netto driftsresultat fra tilknyttede selskap er allerede ført etter skatt, derfor fordeles ikke noe skatt fra denne posten.

| Unormale driftsposter | | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 |
|--|---------------|--------------|----------------|----------------|---------------|----------------|----------------|----------------|
| Netto gevinst ved salg av AM | | kr - | kr - | kr - | kr 59 | kr 33 | kr 210 | kr 8 |
| Nedskrivinger av AM | | kr - | kr - | kr -179 | kr - | kr -7 | kr - | kr - |
| = Unormalt driftsresultat | UDR | kr - | kr - | kr -179 | kr 59 | kr 26 | kr 210 | kr 8 |
| - Skatt på UDR | dss*UDR | kr - | kr - | kr -50 | kr 17 | kr 7 | kr 59 | kr 2 |
| = Unormalt netto resultat etter skatt | | kr - | kr - | kr -129 | kr 42 | kr 19 | kr 151 | kr 6 |
| + Driftsrelatert "dirty surplus" | DDSP | kr 241 | kr -5 | kr 70 | kr 89 | kr -217 | kr -469 | kr -223 |
| - Unormalt driftsskatt på normalt driftsresultat | (dss-ndss)*DR | kr 196 | kr 255 | kr 111 | kr 136 | kr 315 | kr 470 | kr 535 |
| - Ekstraordinær skattekostnad | | kr - | kr - | kr -150 | kr 50 | kr - | kr - | kr - |
| = Unormale netto driftsresultat | UNDR | kr 45 | kr -261 | kr -19 | kr -54 | kr -513 | kr -788 | kr -752 |

Tabell 25: Netto unormalt netto driftsresultat

6.4.5 Omgruppert resultatregnskap

Her kommer det endelige omgrupperte resultatregnskapet. Som vi ser har det systematiske arbeidet med å sette sammen postene ført til et enklere og mer oversiktlig bilde av DOF sitt resultat. Regnskapet er fordelt etter normale og unormale poster, og jeg skiller mellom hva som er drift og hva som er finans.

| OMGRUPPERT RESULTATREGNSKAP | | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 |
|--|-------------|--------------|--------------|--------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| Driftsinntekter | DI | 3 454 | 4 340 | 4 327 | 5 403 | 6 503 | 8 136 | 9 754 |
| - Driftskostnader | DK | 2 755 | 3 427 | 3 931 | 4 918 | 5 378 | 6 456 | 7 844 |
| = Normalt driftsresultat før skatt | DR | 699 | 912 | 396 | 485 | 1 125 | 1 680 | 1 910 |
| - Driftsrelatert skatt i egen virksomhet | DSK | 302 | -337 | 336 | 47 | -117 | -215 | -135 |
| = Normalt driftsresultat etter skatt | NDRE | 398 | 1 250 | 60 | 438 | 1 242 | 1 895 | 2 045 |
| + Netto resultat fra tilknyttet selskap | NDRT | 43 | 125 | 192 | -5 | - | 5 | 1 |
| = Netto driftsresultat | NDR | 441 | 1 374 | 252 | 433 | 1 242 | 1 900 | 2 046 |
| + Netto finansinntekt | NFI | 329 | 345 | 349 | 55 | 50 | 51 | 45 |
| = Nettoresultat til sysselsatt kapital | NRS | 769 | 1 720 | 601 | 488 | 1 292 | 1 952 | 2 091 |
| - Netto finanskostnader | NFK | 474 | 709 | 466 | 686 | 856 | 954 | 1 032 |
| = Netto resultat til egenkapitalen | NRE | 295 | 1 011 | 135 | -198 | 436 | 998 | 1 059 |
| + Unormalt driftsresultat etter skatt (inkl DS) | UNDR | 45 | -261 | -19 | -54 | -513 | -788 | -752 |
| + Netto unormalt finansresultat | UNFR | 123 | -655 | 758 | 127 | -644 | -328 | -582 |
| = Fullstendig nettoresultat til egenkapital | FNR | 463 | 95 | 873 | -126 | -722 | -119 | -275 |
| + Netto utbytte/kapitalforhøyelse | NBU | 800 | 849 | 437 | 45 | 663 | 170 | -99 |
| = Endring i egenkapital | ΔEK | 1 263 | 944 | 1 310 | -81 | -59 | 51 | -374 |

Tabell 26: Omgruppert resultatregnskap

Som tabell 26 viser, er nettoresultat til sysselsatt kapital positivt over hele analyseperioden. Dette er den verdiskapende delen som kommer fra driften. Resultatet som kommer frem av tabell 26 skal fordeles til kapitallyterne, det vil si investorer og kredittinstitusjoner. For å demonstrere verdiskaping kontra verdiutdeling fra det omgrupperte resultatregnskapet, vil fordelingen være slik:

| OMGRUPPERT RESULTATREGNSKAP | | | | |
|---|-------------|---|---|---|
| Driftsinntekter | DI | N O R M A L I S E R T | VERDISKAPING i selskapet (konsernet) | |
| - Driftskostnader | DK | | | |
| = Normalt driftsresultat før skatt | DR | | | |
| - Driftsrelatert skatt i egen virksomhet | DSK | | | |
| = Normalt driftsresultat etter skatt | NDRE | | | |
| + Netto resultat fra tilknyttet selskap | NDRT | | | |
| = Netto driftsresultat | NDR | | | |
| + Netto finansinntekt | NFI | | | |
| = Nettoresultat til sysselsatt kapital | NRS | | | |
| - Netto finanskostnader | NFK | | | |
| = Netto resultat til egenkapitalen | NRE | | | VERDIUTDELING (til kapitalinnskytere) |

Figur 25: Omgruppert resultatregnskap (Knivsflå, 2011 c)

Når kapitalkostnad trekkes fra og kredittinstitusjonene har fått sin del av resultatet, viser nettoresultat til egenkapital det normale resultatet som investorene sitter igjen med. Som tabell 26 viser har driften hatt positiv verdiskaping hvert år, men etter at finanskostnadene er betalt og de unormale kostnadene er trukket fra, er overskuddet borte. Tabell 26 viser negativt fullstendig resultat de siste årene, og derfor har ikke DOF hatt mulighet å dele ut utbytte til investorene. Dette forklarer hvorfor de netto har hatt behov for kapitalforhøyelse i stedet for mulighet til å betale ut utbytte. For å dekke det negative resultatene har det vært nødvendig for selskapet som helhet å hente inn kapital fra investorene.

Omgrupperingen i tabell 26 kan sammenlignes med tabell 27 som viser balanseførte verdier av egenkapital. Sammenligningen viser at fordelingen stemmer overens med endringen i balansen.

| <i>Beløp i MNOK</i> | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 |
|----------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Egenkapital 01.01 | | 3291 | 4554 | 5499 | 6809 | 6728 | 6669 | 6720 |
| Egenkapital 31.12 | 3291 | 4554 | 5498 | 6809 | 6728 | 6669 | 6720 | 6346 |
| Endring i egenkapital ΔEK | | 1263 | 944 | 1310 | -81 | -59 | 51 | -374 |

Tabell 27: Endring i egenkapital

6.5 Omgruppering av balansen

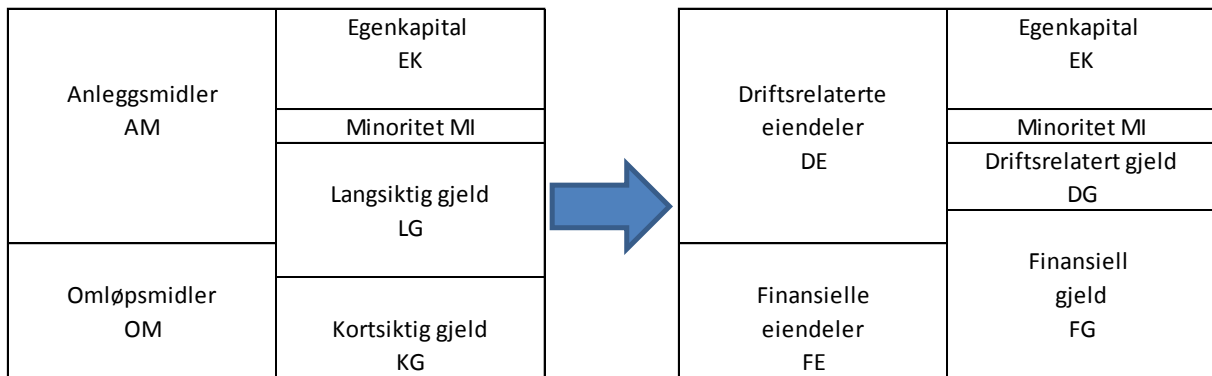
Videre skal balansen omgrupperes. Balansen skal vise investeringer og finansiering som er gjort i selskapet. Eiendeler er investeringer finansierte med kapital. Verdiskapingen skjer gjennom å investere eller sysselsette kapital, eller sagt på en annen måte; "sette kapitalen i drift". Kapitalen kommer fra egenkapitalinvestorene og långivere, som ønsker å få avkastning på pengene de har investert. Ettersom en investororientert analyse er interessert i å belyse verdiskaping, ønsker jeg å omgruppere balansen til å fokusere på netto driftskapital. For å komme frem til den omgrupperte balanseoppstillingen, må jeg systematisk gå gjennom 4 steg.

6.5.1 Eventuelt avsett utbytte skal omgrupperes til egenkapital.

Resultat fra driften vil øke egenkapitalen, mens netto utbytte vil redusere egenkapitalen, når det blir betalt ut utbytte til eierne. Som jeg har funnet tidligere har DOF hatt negativ netto utbytte under hele analyseperioden, som betyr at de har hatt netto innskudd av egenkapital. Netto innskudd bidrar til å øke egenkapitalen, tidligere referert til kapitalforhøyelse.

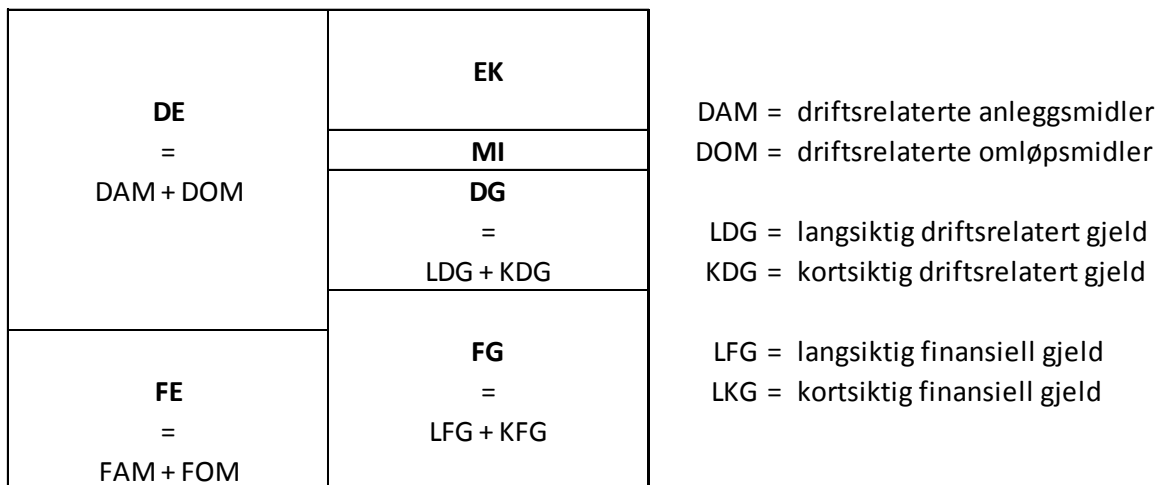
6.5.2 Drift kontra finansiering

Totalbalansen kan grupperes fra en kreditororientert balanse til en investororientert balanse med fokus på å skille mellom drift og finansiering. Investor er mer opptatt å skille mellom avkastning på drift, derfor vil en omgruppering etter modellen til høyre i figur 26, være å foretrekke for en investor.



Figur 26: Fra kreditororientert til investororientert balanse (Knivsflå, 2011 c)

Alternativt kan man gruppere balansen slik at den blir både investororientert og kreditororientert. Da skiller vi ikke bare mellom drift og finans, men også hva som er anleggsmidler og omløpsmidler, og finansieringen av disse gjennom langsiktig og kortsiktig gjeld. En slik oppstilling vises i figur 27:



Figur 27: Investor- og kreditororientert omgruppering (Knivsflå, 2011 c)

| | | | |
|---------------------------------------|------------|---|---------------|
| Eiendeler | | Egenkapital og gjeld | |
| Utsatt skattefordel | DAM | | |
| Goodwill | DAM | | |
| Andre immaterielle eiendeler | DAM | Aksjekapital | EK |
| Immaterielle eiendeler | DAM | Overskuddsfond | EK |
| | | Annen Egenkapital | EK |
| Skip | DAM | Ikke-kontrollerende eierinteresser | EK |
| Skip under bygging | DAM | Sum egenkapital | EK |
| Maskiner og annet driftsutstyr | DAM | | |
| Varige driftsmidler | DAM | | |
| Investeringer i tilknyttede selskaper | DAM | Utsatt skatt | LDG |
| Investeringer i aksjer og andeler | FAM | Pensjoner | LDG |
| Andre langsiktige fordringer | DAM | Finansielle derivater | LDG |
| Finansielle eiendeler | | Langsiktige avsetninger for forpliktelser | LDG |
| | | Obligasjoner | LFG |
| Anleggsmidler | AM | Gjeld til kredittinstitusjoner | LFG |
| | | Langsiktig skattegjeld | LDG |
| Bunkers og andre beholdninger | DOM | Annen langsiktig gjeld | LDG |
| Kundefordringer | DOM | Langsiktig gjeld | |
| Andre fordringer | DOM | | |
| Fordringer | DOM | Kortsiktig obligasjonslån og gjeld til kredittinst. | KFG |
| | | Leverandørgjeld | KDG |
| Bundne bankinnskudd | FOM | Betalbar skatt | KDG |
| Kontanter og kontantekvivalenter | FOM | Skyldige offentlige avgifter | KDG |
| Kontanter og bankinnskudd | FOM | Annen kortsiktig gjeld | KDG |
| | | Kortsiktig gjeld | |
| Omløpsmidler | OM | Sum gjeld | G |
| EIENDELER | E | EGENKAPITAL OG GJELD | EK + G |

Tabell 28: Inndeling av balansen til DOF

Tabell 28 ovenfor, viser eiendelssiden av balansen på venstre side. Her har jeg klassifisert tilknyttet selskap som driftsrelatert anleggsmiddel. Dette samsvarer med oppstillingen av tilknyttede selskap i resultatet. Investeringene er gjort i selskap med som har tilsvarende driftsvirksomhet som DOF, derav er det en strategisk investering som kan knyttes til driften. Slike investeringer blir vanligvis gjort for å få en innvirkning på driften i det tilknyttede selskapet, derav grupperes dette som en del av driften.

Kontanter, bankinnskudd og lignende vil vanligvis være en blanding av driftsrelaterte og finansielle eiendeler. Selskapet må ha likvide midler for å kunne opprettholde daglig drift. Av denne grunn vil kontanter og bank i prinsippet være driftsrelaterte eiendeler. I tilfeller der selskapet har for mye likvider, vil likvidoverskuddet bli gruppert som en finansiell eiendel. Problemet er at renteinntekter på driftsrelaterte likvider er driftsinntekt og renteinntekter på finansielle likvider er finansinntekt. Den praktiske løsningen på problemet er å anse alle likvider som finansielle, slik at vi slipper å fordele renteinntektene (Knivsflå, 2011 c).

I posten «andre langsiktige fordringer» inngår poster som DOF har ført som derivater og andre langsiktige fordringer. Derivatene inngår som driftsrelaterte i min omgruppering, fordi dette er aktiviteter som blir brukt til sikring av risiko knyttet til driften. Hadde sikringene blitt brukt til spekulasjon eller til å sikre en finansiell posisjon, måtte posten blitt skilt ut som finansiell. Det samme gjelder for posten «andre kortsiktige fordringer». Her inngår forskuddsbetalte utgifter, offentlige avgifter, finansielle derivater og andre kortsiktige fordringer som stammer fra daglig drift av selskapet. Disse postene vil inngå som omløpsmidler knyttet til driften. Dersom derivater er opplistet under fordringer eller kortsiktig gjeld, vil det være rimelig å anta at disse skal sikre en driftsposisjon, om ikke annet er spesifisert. Det er derfor vanlig å klassifisere disse som driftsrelatert (Knivsflå, 2011 c).

Høyre side av tabell 28 viser egenkapital og gjeldssiden av balansen. Her inngår derivater også som driftsrelaterte poster, i henhold til argumentene som er gitt for eiendelssiden. Pensjonskostnaden er en kostnad i forbindelse med å ha ansatte i arbeid, og vil på lik linje med lønnskostnader inngå som driftsrelatert post. For å få konsistens er pensjonskrav klassifisert som driftsrelatert gjeld og pensjonsfond som driftsrelatert eiendel. Tilhørende resultateffekt er samlet i pensjonskostnaden, som inngår i lønnskostnaden.

Ikke-kontrollerende eierinteresser inngår som en del av egenkapitalen og skilles ikke ut som en egen minoritetspost i min beregning. Dette gjøres fordi eierinteressene er nært knyttet til driften av DOF, og vil derfor være en naturlig del av driften. Eierinteressene er knyttet til investeringer i tilsvarende selskaper for strategiske formål og nærhet til tjenester som DOF benytter seg av i egen drift. Selv om DOF ikke har majoritet, er disse investeringene av så viktig strategisk karakter for driften at jeg velger å anse denne posten som en del av egenkapitalen. Resultat, gevinst/tap fra ikke-kontrollerende eierinteresser føres tilsvarende som drift i omgruppering av resultatregnskapet. I omgrupperingen av regnskapet til DOF vil det derfor ikke være noen minoritetsposter.

6.5.2.1 Totalkapital

Først vil jeg presentere omgruppert balanse på totalkapitalen, hvor driftsrelaterte poster og finansrelaterte poster bli plassert hver for seg. På eiendelssiden vil inndelingen på driftsrelaterte og finansielle eiendeler skape et skille mellom hvilke av eiendelene som brukes i den daglige driften, og ikke. På egenkapital og gjeld vil fokuset også være på drift og finansiell gjeld. Driftsrelatert

gjeld er ikke-rentebærende gjeld. Finansiell gjeld er finansiering som hentes inn fra kreditor, og er rentebærende.

Etter å ha vurdert alle poster som inngår i balansen, grupperes de etter tilhørighet. Oversikten som vises i tabell 27 er både investor- og kreditororientert.

| Omgruppert totalbalanse | | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 |
|------------------------------------|-----------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| DOF | | | | | | | | |
| Driftsrelaterte anleggsmidler | DAM | kr 13 829 | kr 15 557 | kr 17 819 | kr 22 415 | kr 26 634 | kr 27 688 | kr 27 923 |
| + Driftsrelaterte omløpsmidler | DOM | kr 1 053 | kr 1 436 | kr 1 744 | kr 1 984 | kr 2 147 | kr 1 915 | kr 2 503 |
| = Driftsrelaterte eiendeler | DE | kr 14 882 | kr 16 993 | kr 19 562 | kr 24 399 | kr 28 781 | kr 29 603 | kr 30 426 |
| Finansielle anleggsmidler | FAM | kr 1 | kr 6 | kr 9 | kr 9 | kr 7 | kr 5 | kr 5 |
| + Finansielle omløpsmidler | FOM | kr 1 859 | kr 2 832 | kr 2 214 | kr 2 644 | kr 2 040 | kr 2 145 | kr 2 314 |
| = Finansielle eiendeler | FE | kr 1 860 | kr 2 838 | kr 2 223 | kr 2 653 | kr 2 047 | kr 2 150 | kr 2 319 |
| Totalkapital (DE + FE) | TK | kr 16 742 | kr 19 831 | kr 21 785 | kr 27 052 | kr 30 828 | kr 31 753 | kr 32 745 |
| Egenkapital | EK | kr 4 554 | kr 5 499 | kr 6 809 | kr 6 728 | kr 6 669 | kr 6 720 | kr 6 346 |
| Langsiktig driftsrelatert gjeld | LDG | kr 2 095 | kr 939 | kr 1 099 | kr 921 | kr 816 | kr 846 | kr 590 |
| + Kortsiktig driftsrelatert gjeld | KDG | kr 799 | kr 1 206 | kr 874 | kr 1 386 | kr 1 897 | kr 1 432 | kr 1 574 |
| = Driftsrelatert gjeld | DG | kr 2 894 | kr 2 145 | kr 1 973 | kr 2 307 | kr 2 713 | kr 2 278 | kr 2 164 |
| Langsiktig finansiell gjeld | LFG | kr 8 468 | kr 10 391 | kr 10 874 | kr 16 010 | kr 19 195 | kr 20 756 | kr 20 987 |
| + Kortsiktig finansiell gjeld | KFG | kr 826 | kr 1 795 | kr 2 128 | kr 2 007 | kr 2 251 | kr 2 000 | kr 3 248 |
| = Finansiell gjeld | FG | kr 9 294 | kr 12 187 | kr 13 002 | kr 18 017 | kr 21 446 | kr 22 755 | kr 24 235 |
| Totalkapital (EK + DG + FG) | TK | kr 16 742 | kr 19 831 | kr 21 785 | kr 27 052 | kr 30 828 | kr 31 753 | kr 32 745 |

Tabell 29: Omgruppert totalkapital

Problemet med gruppering etter totalkapital, er at vi på gjeldssiden vil ha post for driftsrelatert gjeld. Denne type gjeld er ikke aktivt innskudd fra kapitalyttere i kapitalmarkedet.

Driftsrelatert gjeld er en naturlig del av driften, som en del av driftssyklusen, eller som langsiktig krav skapt gjennom drift. På denne måten vil ikke begrepet "totalkapital" representere den kapitalen som er investert i selskapet. Dette fører til at jeg ønsker å omgruppere fra totalkapital (TK) til sysselsett kapital (SSK).

6.5.3 Omgruppering fra total- til sysselsatt kapital

Formålet med å finne sysselsatt kapital er å omgruppere balansen på en slik måte at den driftsrelaterte gjelden ikke blir en del av kapitalsiden av balansen. Dette gjør jeg ved å danne en netto driftspost, det vil si driftseiendeler minus driftsrelatert gjeld. Jeg finner da netto driftseiendeler, slik som vist i figur 28. Driftsrelatert gjeld blir med andre ord trukket bort fra begge sider av balansen. Dette skal gi en bedre analyse, fordi balanse som er inndelt etter sysselsatt kapital vil belyse kapital som er innskutt av eierne (inkludert minoritetsinteresser) og kreditorene på en bedre måte.

| | |
|--|------------------------|
| Netto driftseiendeler NDE = DE - DG | Egenkapital EK |
| | Minoritet MI |
| Finansielle eiendeler FE | Finansiell gjeld FG |

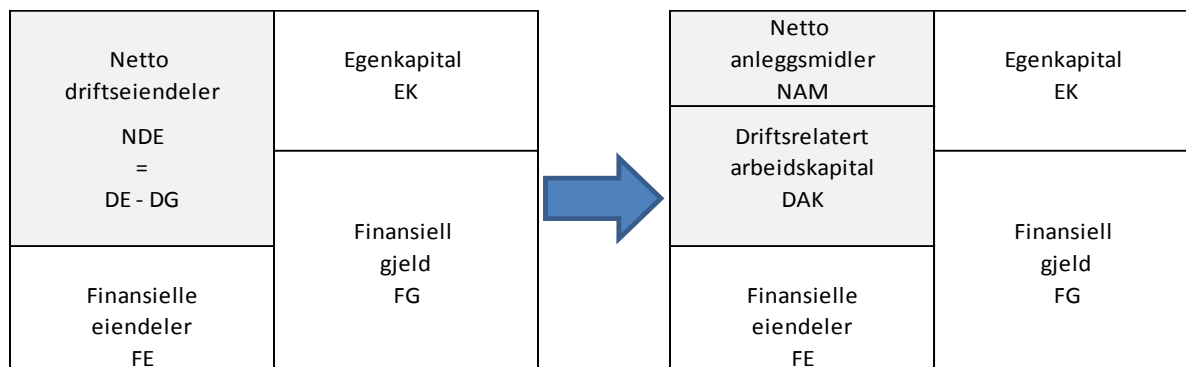
Figur 28: Sysselsatt kapital (Knivsflå, c) Omgruppering, 2011 c)

For å komme frem til sysselsatt kapital (SSK), finnes det tre måter å gjøre dette på. Etter figur 28 er den mest opplagte metoden å legge sammen kapital, egenkapital pluss kapital fra minoritet og kreditorer. Etersom sysselsatt kapital skal ha samme verdi som sysselsatte eiendeler for å være i balanse, kan man også finne verdien av sysselsatt kapital ved å beregne verdien av de sysselsatte eiendelene. Da legges finansielle eiendeler til netto driftseiendeler. Siste alternativ er å ta utgangspunkt i totalkapitalen, for så å trekke ut den driftsrelaterte gjelden som er ført opp på gjeldssiden. Dette kan oppsummeres i formel 11:

Formel 11: Sysselsatt kapital

- 1) $SSK = EK + MI + FG$
- 2) $SSK \Leftrightarrow SSE = (DE - DG) + FE \Leftrightarrow NDE + FE$
- 3) $SSK = TK - DG \Leftrightarrow E - DG$

Netto driftseiendeler kan videre splittes i netto anleggsmidler og driftsrelatert arbeidskapital. Netto anleggsmidler vil være driftsrelaterte anleggsmidler minus driftsrelatert langsiktig gjeld. Dette vil representere selskapets netto investering i driftsrelatert infrastruktur som selskapet bygger sin daglige drift utfra. Driftsrelatert arbeidskapital er driftsrelaterte omløpsmidler minus kortsiktig driftsrelatert gjeld. Denne posten vil representere selskapets netto investering i driftssyklusen, som omhandler de aktivitetene som utgjør den daglig driften.



Figur 29: Identifisering av NAM OG DAK

| NDAM og DAK | | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 |
|---|-------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| DOF | | | | | | | | |
| Driftsrelaterte anleggsmidler | DAM | kr 13 829 | kr 15 557 | kr 17 819 | kr 22 415 | kr 26 634 | kr 27 688 | kr 27 983 |
| - Langsiktig driftsrelatert gjeld | LDG | kr 2 095 | kr 939 | kr 1 099 | kr 921 | kr 816 | kr 846 | kr 650 |
| = Netto driftsrelatert anleggsmidler | NDAM | kr 11 734 | kr 14 618 | kr 16 719 | kr 21 494 | kr 25 818 | kr 26 842 | kr 27 333 |
| Driftsrelaterte omløpsmidler | DOM | kr 1 053 | kr 1 436 | kr 1 744 | kr 1 984 | kr 2 147 | kr 1 915 | kr 2 503 |
| - Kortsiktig driftsrelatert gjeld | KDG | kr 799 | kr 1 206 | kr 874 | kr 1 386 | kr 1 897 | kr 1 433 | kr 1 810 |
| = Driftsrelatert arbeidskapital | DAK | kr 254 | kr 230 | kr 870 | kr 598 | kr 250 | kr 482 | kr 693 |

Tabell 30: Netto driftsrelaterte anleggsmidler og driftsrelatert arbeidskapital

Utfra tabell 30, kan vi se at DOF som selskap har en positiv arbeidskapital i driften. Dette viser at de har høyere verdi av driftsmidler tilgjengelig, enn kortsiktige kreditter og gjeld. Dette indikerer at de har midler tilgjengelig for å betjene sine kostnader knyttet til den daglige driften. Dersom driftsrelatert arbeidskapital (DAK) hadde vært negativ, ville dette bety at driftsleverandørene hadde stått for finansieringen av omløpsmidlene. Ved å ha en positiv arbeidskapital kan DOF lettere finansiere den daglige driften og vise til høyere verdier i eiendeler enn de har i kreditter.

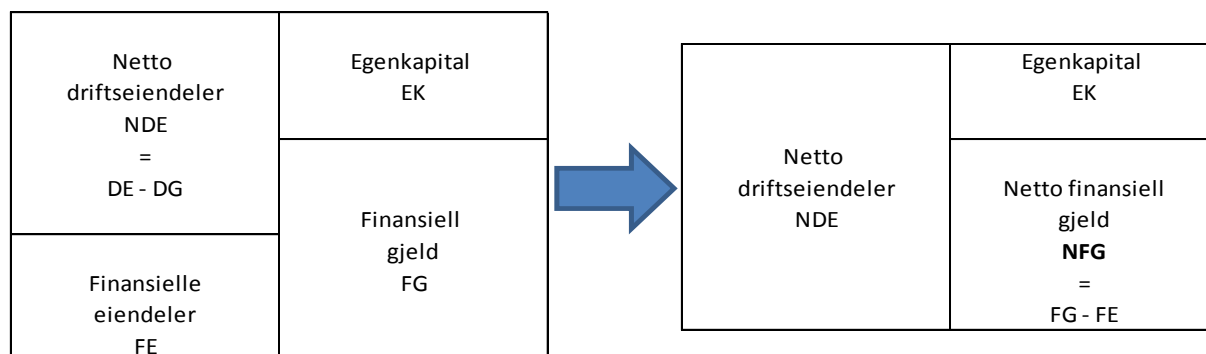
Omgrupperte balanse for sysselsatt kapital er et bedre utgangspunkt for en analyse med fokus på investorperspektiv, oppstillingen presenteres i tabell 31 under.

| Omgruppert sysselsatt kapital | | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 |
|------------------------------------|------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| DOF | | | | | | | | |
| Netto driftsrelatert anleggsmidler | NAM | kr 11 734 | kr 14 618 | kr 16 719 | kr 21 494 | kr 25 818 | kr 26 842 | kr 27 333 |
| + Driftsrelatert arbeidskapital | DAK | kr 254 | kr 230 | kr 870 | kr 598 | kr 250 | kr 483 | kr 929 |
| = Netto driftseiendeler | NDE | kr 11 988 | kr 14 848 | kr 17 589 | kr 22 092 | kr 26 068 | kr 27 325 | kr 28 262 |
| + Finansielle eiendeler | FE | kr 1 860 | kr 2 838 | kr 2 223 | kr 2 653 | kr 2 047 | kr 2 150 | kr 2 319 |
| = Sysselsatt eiendeler | SE | kr 13 848 | kr 17 686 | kr 19 811 | kr 24 745 | kr 28 115 | kr 29 475 | kr 30 581 |
| Egenkapital | EK | kr 4 554 | kr 5 499 | kr 6 809 | kr 6 728 | kr 6 669 | kr 6 720 | kr 6 346 |
| + Finansiell gjeld | FG | kr 9 294 | kr 12 187 | kr 13 002 | kr 18 017 | kr 21 446 | kr 22 755 | kr 24 235 |
| = Sysselsatt kapital | SSK | kr 13 848 | kr 17 686 | kr 19 811 | kr 24 745 | kr 28 115 | kr 29 475 | kr 30 581 |

Tabell 31: Sysselsatt kapital – balanse

6.5.4 Omgruppering fra sysselsatt- til netto driftskapital

Balansen kan også omgrupperes til netto driftskapital (NDK), som er kapitalen investert i den daglige driften. Målet med dette er å finne kapitalen som er investert i drift, og ikke i finansielle eiendeler. For å finne NDK må jeg identifisere netto finansiell gjeld, som er finansiell gjeld korrigert fratrukket finansielle eiendeler. De finansielle eiendelene er verdier som bedriften ikke bruker i driften, og er verdier utover selskapets behov for daglig drift (Knivsflå, 2011 c).



Figur 30: Fra sysselsatt til netto driftskapital (Knivsflå, 2011 c)

Finansielle eiendeler er i prinsippet eiendeler som et selskap har utover de eiendelene som de trenger for å drive virksomheten. Finansielle eiendeler er likvide midler som selskapet kan benytte til å raskt betale ned på den finansielle gjelden. Dette er bakgrunnen til at jeg ønsker å analysere netto finansiell gjeld.

| NFG | | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 |
|--------------------------|-----|----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| Finansiell gjeld | FG | kr 9 294 | kr 12 187 | kr 13 002 | kr 18 017 | kr 21 446 | kr 22 755 | kr 24 235 |
| - Finansielle eiendeler | FE | kr 1 860 | kr 2 838 | kr 2 223 | kr 2 653 | kr 2 047 | kr 2 150 | kr 2 319 |
| = Netto finansiell gjeld | NFG | kr 7 434 | kr 9 349 | kr 10 780 | kr 15 364 | kr 19 399 | kr 20 605 | kr 21 916 |

Tabell 32: Netto finansiell gjeld (NFG)

Vi ser av tabell 32 at DOF har mye høyere finansiell gjeld enn finansielle eiendeler i sitt regnskap. Historisk sett ser vi at den finansielle gjelden øker ganske mye for hvert år, mens verdien på de finansielle eiendelene er relativt stabile, på et lavt nivå. Dette henger sammen med at DOF ikke har særlig fokus på finansielle aktiviteter som bidrar til å øke de finansielle eiendelene, men finansiell gjeld er noe de er avhengige av for å kunne eksistere. Uten obligasjonslån og lån fra kredittinstitusjoner ville flåten vært vanskelig å finansiere.

I formel 12 vises tre ulike måter å komme frem til netto driftskapital på. Enten kan man legge sammen alle postene på kapitalen som nå består av egenkapital og netto finansiell gjeld, eller man kan finne verdien av netto driftseiendeler, som skal være lik netto driftskapitalen. Det siste alternativet er å benytte seg av den sysselsatte kapitalen og trekke fra finansielle eiendeler.

Formel 12: Netto driftskapital (Knivsflå, 2011 c)

$$1) \text{NDK} = \text{EK}(\text{inkludert MI}) + \text{NFG}$$

$$2) \text{NDK} \Leftrightarrow \text{NDE} = \text{DE} - \text{DG}$$

$$3) \text{NDK} = \text{SSK} - \text{FE} = \text{SSE} - \text{FE}$$

| Omgruppert netto driftskapital | | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 |
|-----------------------------------|------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| DOF | | | | | | | | |
| Netto driftsrelatertanleggsmidler | NDAM | kr 11 734 | kr 14 618 | kr 16 719 | kr 21 494 | kr 25 818 | kr 26 842 | kr 27 333 |
| + Driftsrelatert arbeidskapital | DAK | kr 254 | kr 230 | kr 870 | kr 598 | kr 250 | kr 482 | kr 693 |
| = Netto driftseiendeler | NDE | kr 11 988 | kr 14 848 | kr 17 589 | kr 22 092 | kr 26 068 | kr 27 324 | kr 28 026 |
| Egenkapital | | | | | | | | |
| + Netto finansiell gjeld | NFG | kr 7 434 | kr 9 349 | kr 10 780 | kr 15 364 | kr 19 399 | kr 20 606 | kr 21 685 |
| = Netto driftskapital | NDK | kr 11 988 | kr 14 848 | kr 17 589 | kr 22 092 | kr 26 068 | kr 27 324 | kr 28 026 |

Tabell 33: Netto driftskapital

Av tabell 33 kan vi tydelig se at det er finansielle gjeld som finansierer mesteparten av eiendelene til DOF. I 2007 er netto finansiell gjeld i forhold til netto eiendeler 62 %. I 2012 er forholdet 75 % og for 2013 77,4 %. Finansiell gjeld har økt betydelig over perioden, mens egenkapital har vært på et stabilt nivå. DOF er med andre ord svært avhengig av kapital fra kredittinstitusjoner for å kunne holde flåten og driften vedlike. Etter hvert som DOF har fått tildelt flere kontrakter med krav om nybygg og tilpassede fartøy, har de også måtte finansiere de nye fartøyene gjennom lån fra kredittinstitusjoner. Årsaken til at verdien på driftseiendelene har økt, er også grunnlaget for at finansiell gjeld har økt. Naturlig vil også kapitalkostnadene (lånekostnader og renter) øke i takt med lånene.

Denne omgrupperingen endrer ikke på målingen som ligger bak regnskapstallene, men setter sammen tallene på en mer hensiktsmessig måte for å kunne analysere viktige forholdstall. Omgrupperingen gir innsikt i hvordan selskapet organiserer driften og finansieringen, samt hva som er normal situasjon, og hvilke hendelser som er ekstraordinære.

6.6 Analyse og justering av målefeil

Målefeil kan påvirke vurderingen av budsjett- og verdidriveres fremtidige utvikling, og dermed verdsettelsen av selskapet. I tillegg ønsker man at en justering av finansregnskapet skal gi et bedre bilde av underliggende økonomiske forhold, enn hva offentlige årsrapporter viser. Dette kan være en ambisiøs målsetning, som i verste fall kan medføre enda mer støy i regnskapstallene enn det man hadde i utgangspunktet.

Et annet synspunkt er at ingen justering vil være den beste løsningen. Begrunnelsen for dette er at der er en tendens til at målefeil viskes ut av hverandre. Dette gjelder spesielt for store bedrifter i "steady state" med mange prosjekt i forskjellige faser i livssyklusen. Dessuten argumenteres det for at verdivurderingen kan skje uavhengig av graden av målefeil, slik at man ikke trenger å justere regnskapet.

Selv om årsregnskapet er utarbeidet etter strenge krav og regler i henhold til Regnskapsloven og retningslinjer for god regnskapsskikk, kan det oppstå målefeil i offentliggjorte regnskapstall. Målefeil oppstår når det er avvik mellom de tallene som er rapportert i regnskapsmessige verdier og de virkelige reelle verdiene. Dette betyr at selskapet rapporterer noe annet enn det som er "faktiske/sanne" verdier (Knivsflå, 2011 d). Det finnes tre typer målefeil (Penman, 2010). Disse er:

- Målefeil av type 1: Målefeil som skyldes avvik mellom regnskapsføring etter korrekt historisk kost og regnskapsføring til virkelig verdi. Dette kan være målefeil i nettoresultat der det rapporterte nettoresultatet i finansregnskapet er lik det underliggende, økonomiske nettoresultatet pluss målefeil. Eventuelt kan det være målefeil i egenkapital.
- Målefeil av type 2: Målefeil som skyldes avvik mellom regnskapsføring etter god regnskapsskikk (regnskapsloven), og regnskapsføring etter korrekt historisk kost
- Målefeil av type 3: Målefeil som skyldes kreativ regnskapsføring. Dette er avvik mellom de rapporterte regnskapstallene i forhold til de regnskapstallene som burde vært rapportert etter god regnskapsskikk.

Målefeil av type 2 oppstår på grunn av lovlig regnskapsføring i samsvar med NGRS og IFRS som tillater avvik fra valgt ideal for regnskapsføring. NGRS tillater avvik fra hovedidealet som er "korrekt" kostverdi, og IFRS tillater avvik fra sitt ideal "korrekt" salgsverdi (Knivsflå, 2011 d). Jeg finner ingen grunn til å justere noen av tallene i DOFs regnskap etter type 2 målefeil ettersom de har ført regnskapet etter IFRS standard over hele analyseperioden. Dette betyr ikke at feil

Målefeil av type 3 er feil på grunn av kreativ regnskapsføring. Rapportering vil da avvike fra god regnskapsskikk. Men det er viktig å skille mellom regnskapstilpassing og ulovlig regnskapsmanipulering. Regnskapstilpassing er resultat- og balansepåvirkning gjennom metoder for regnskapsføring som i utgangspunktet ligger innenfor rammen for god regnskapsskikk, men det rapporterte resultatet er ikke gjort helt i samsvar med beste estimat på "korrekt" regnskapsbasert resultat. Ulovlig regnskapsmanipulering er resultat- og balansepåvirkning gjennom regnskapsmetoder som ligger utenfor rammen for god regnskapsskikk (Knivsflå, 2011 d). På bakgrunn av at revisor går god for regnskapene etter IFRS standard, antar jeg at det ikke eksisterer type 3 målefeil i regnskapene, og foretar heller ingen justering.

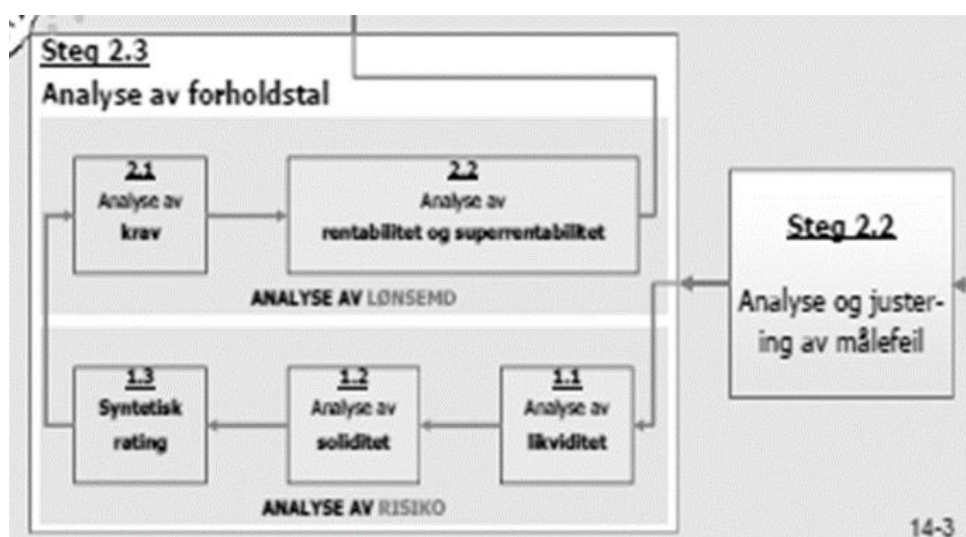
Det er mange justeringer som i prinsippet kan være aktuelle, men i praksis er det vanskelig å få til på en hensiktsmessig måte. For min analyse har jeg allerede utført de justeringene som har vært nødvendige under omgrupperingen. Egenkapital er justert for 2012 ut ifra opplysninger som har kommet frem i andre kvartalsrapport fra 2013, og dirty surplus er regnet inn som en del av det fullstendige årsresultatet. Andre poster som kunne vært aktuelle for justering av målefeil er leieavtaler. DOF har blant annet leieavtaler knyttet til operasjonelle leasingavtaler. Føring av finansiell leie som operasjonell leie er en måte å blåse opp verdien på. Ved nærmere analyse kunne det da vært aktuelt å føre en operasjonell avtale som finansiell, for å justere for en slik målefeil. Jeg velger å ikke gjøre noe her ettersom årsrapportene gir meg for lite informasjon til å vurdere dette på en tilstrekkelig måte. Jeg velger derfor å ikke foreta ytterligere justering for målefeil.

7 Rammeverk for forholdstallanalyse

Et nøkkeltal er et regnskapstall som gir særlig innsikt i underliggende økonomiske forhold. Nøkkeltall kan være absolutte eller forholdstall. Endring i absolutte tall som for eksempel nettoresultat, er interessant å se på, men sier lite om underliggende forhold fordi de er kritisk avhengige av størrelsen på selskapet (Knivsflå, 2011 e). Et stort selskap vil typisk ha større regnskapstall enn små bedrifter. Dette er grunnen til at man bør se tallene i forhold til noe annet.

Forholdstall gir høyere nytte fordi de viser det relative forholdet mellom to regnskapsstørrelser. Målet med forholdstallanalysen er å kartlegge den selskapsspesifikke risikoen og foreta en analyse av lønnsomheten. Den selskapsspesifikke risikoen består av en analyse av virksomhetens likviditet og soliditet, som oppsummeres gjennom syntetisk rating. Analysen av lønnsomhet starter med å finne en målestokk for hva som er god lønnsomhet, altså et krav til avkastning på kapitalen. Jeg skal derfor finne avkastningskravet til egenkapitalen for årene 2007 til 2013, som vil bli brukt som målestokk for rentabiliteten. Her fokuserer man på om rentabiliteten r er større enn kravet til avkastning k .

Til slutt vil jeg utføre en rentabilitetsanalyse som innebærer en analyse av lønnsomhet og vekst. Rentabilitetsanalysen vil sammen med den strategiske analysen danne grunnlaget for budsjett og fremtidsregnskap.



Figur 31: Rammeverk for forholdstallsanalyse (Knivsflå, 2011 e)

Forholdstall fra balansen tenderer å være relativt stabile, mens forholdstall fra resultat og kontantstrømmer kan være mer ustabile. Når forholdstallene svinger kraftig fra år til år er det vanskelig å se trenden. For å få en mer stabil analyse vil tidsserien bli analysert bakover i tid, med et tidsvektet gjennomsnitt (Knivsflå, 2011 e).

Over tidsperioden 2007 til 2013, har selskapet vært gjennom en del svingninger. Resultatene har vært ustabile og på denne bakgrunnen velger jeg å legge mest vekt på de seneste årene. Målestokken for om et forholdstall er godt eller dårlig avhenger av bransjen. Derfor sammenlignes DOF sine forholdstall med bransjegjennomsnittet. Bransjegjennomsnittet jeg tar utgangspunkt i, beregnes som gjennomsnittet av forholdstallene til Farstad Shipping, Solstad Offshore, Eidesvik Offshore og inkluderer også DOF. Dette gjennomsnittet tidsvektes på samme måte som forholdstallene til DOF. Ettersom perioden 2007-2009 inkluderer finanskrisen og har slått inn i litt forskjellige regnskapsår for bedriftene i bransjen, velger jeg å vekte disse årene likt. Jeg har valgt å vekte analyseperioden etter følgende struktur:

| År | Vekt | Prosent |
|------------|-----------|--------------|
| 2007 | 1 | 5 % |
| 2008 | 1 | 5 % |
| 2009 | 1 | 5 % |
| 2010 | 3 | 15 % |
| 2011 | 4 | 20 % |
| 2012 | 5 | 25 % |
| 2013 | 5 | 25 % |
| SUM | 20 | 100 % |

Figur 32: Tidsvektning av analyseperioden

7.1 Analyse av risiko

Bedriftens totalrisiko er summen av alle prosjekter, avdelinger og investering selskapet har gjort. Totalrisikoen til selskapet kan dekomponeres i systematisk risiko og usystematisk risiko. Systematisk risiko (markedsrisiko) er den risikoen som eksisterer naturlig i markedet og er ikke mulig for investor å diversifisere bort, dette er typisk makroøkonomiske konjunkturer i samfunnet, rentenivå, og lignende. Usystematisk risiko er risikoen som kan diversifisere bort gjennom å spre investering på ulike aksjer eller ulike kontrakter (Bøhren & Michalsen, 2006).

For diversifiserte investorer er det kun den systematiske risikoen, altså markedsrisikoen, som er relevant. For kreditorer er det imidlertid kredittrisiko som er den relevante risikoen. Da vil det være hensiktsmessig med en regnskapsbasert risikoanalyse, ettersom de vil være interessert i selskapsspesifikke risikofaktorer som kan påvirke faren at lån og rentebetalinger blir misligholdt. Prising av kredittrisiko avhenger av sannsynligheten for konkurs og tapsprosenten. Dermed vil analyse av selskapsspesifikk risiko, gjennom forholdstallanalyse være relevant for kredittvurderingen (Knivsflå, 2011 f).

Den selskapsspesifikke risikoen vil benyttes som grunnlag for å fastsette et tapstillegg til avkastningskravet til egenkapitalen. For å avdekke den selskapsspesifikke risikoen i DOF, vil jeg foreta en likviditetsanalyse og en soliditetsanalyse. Deretter er det hensiktsmessig å sammenligne forholdstallene med bransjegjennomsnittet. Utfra dette vil man få en indikasjon på DOFs risiko i forhold til de andre norske offshorerederiene de sammenlignes med.

Analysen av selskapets samlede kredittrisiko vil til slutt vises i en kredittrating. Ratingen skal vise risiko for kreditorer, ved å gi en grad av sannsynlighet for at selskapet ikke klarer å finansiere sine aktiviteter, og dermed gå konkurs. Kredittratingen gir på denne måten en risikopremie som investorer får for å investere i DOF ASA, i forhold til å investere i andre selskaper som er i markedet (Penman, 2010).

Jeg velger å bruke kredittrisiko rating med fire forskjellige forholdstall som grunnlag, for å få en indikasjon på risikoen i DOF ASA og bransjen (Knivsflå, 2011 f). Nøkkeltallene som vil være med i analysen er:

- Likviditetsgrad 1
- Egenkapitalprosent
- Rentedekningsgrad
- Nettodriftsrentabilitet

7.2 Likviditetsanalyse – kortsiktig risiko

En analyse av selskapets likviditet viser hvorvidt selskapet har nok likvide midler til å betale sine forpliktelser etter hvert som de forfaller. Det er viktig å bygge opp likviditetsreserver som kan imøtekomme fremtidige svingninger i lønnsomhet og kapital. Likviditetsanalysen skal gi en vurdering om det er sannsynlig at selskapet kjem i en likviditetsskvis på kort sikt, med fare

for konkurs. Omløpsmidlene er selskapets mest likvide midler, mens den kortsiktige gjelden består av de utbetalingene som må gjennomføres i nærmeste fremtid. Med denne analysen ønsker man også å avdekke om det er en fare for at selskapet kan komme i en likviditetsskvis og om konkurs kan være en reell trussel (Knivsflå, 2011 e).

7.2.1 Likviditetsgrad 1

Likviditetsgrad 1 sier noe om selskapets evne til å dekke sine betalingsforpliktelser etter hvert som de forfaller. Vi finner likviditetsgrad 1 ved å sammenligne størrelsen på omløpsmidlene med størrelsen på den kortsiktige gjelden. Den beskriver hvor stor andel av omløpsmidlene som er finansiert med kortsiktig gjeld.

Likviditetsgrad 1 i formel 15 gir med andre ord forholdet mellom finansielle og driftsrelaterte omløpsmidler, og kortsiktig driftsrelatert gjeld og kortsiktig finansiell gjeld. En gammel tommelfingerregel sier at likviditetsgrad 1 bør være større enn 2, men den beste målestokken er som regel bransjegjennomsnittet (Knivsflå, 2011 f). Dette betyr at likviditetsgraden er relativt god dersom den er større enn bransjegjennomsnittet.

Formel 13: Likviditetsgrad 1 (Knivsflå, 2011 f)

$$LG\ 1 = \frac{OM}{KG} = \frac{DOM + FOM}{KDG + KFG}$$

Hvor:

OM = Omløpsmidler

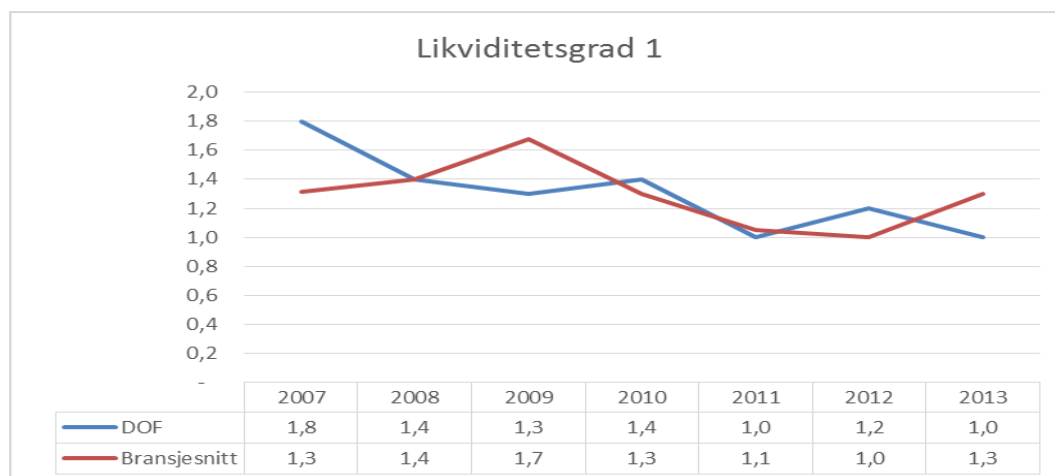
KG = Kortsiktig gjeld

DOM = Driftsrelaterte omløpsmidler

FOM = Finansielle omløpsmidler

KDG = Kortsiktig driftsrelatert gjeld

KFG = Kortsiktig finansiell gjeld



Figur 33: Likviditetsgrad 1 (DOF ASA, 2014 a; Solstad Offshore ASA, 2014; Eidesvik Offshore ASA, 2014; Farstad Shipping ASA, 2014)

Tidsvektet gjennomsnitt DOF = 1,18

Tidsvektet gjennomsnitt bransje = 1,28

Ut i fra figur 33 ovenfor, kan man se at DOF ligger mellom 1 og 1,5 i hele perioden, som i mange tilfeller ansees å være tilfredsstillende (Proff Forvalt, 2014). Generelt har bransjen hatt en negativ trend i likviditetsgrad i siste årene. Trenden kommer av at den kortsiktige gjelden generelt har økt betydelig for hele bransjen, mens omløpsmidlene har vært på et stabilt nivå. Som vi kan se av figuren ligger DOF ganske likt med bransjens gjennomsnitt. Dette betyr at de ikke har sterkere likviditet enn sine konkurrenter, men heller ikke svakere. Året 2009 er året som viser svakest likviditet for DOF sammenlignet med bransjen, men de ligger fortsatt over 1. Det selskapet som skiller seg ut i analysen er Farstad Shipping som ligger langt over sine konkurrenter over hele perioden. Eidesvik ligger ganske likt med DOF, mens Solstad ligger noe under DOF og Eidesvik.

Det tidsvektet gjennomsnittet for DOF ligger på 1,18, mens tidsvektet gjennomsnitt for bransjen er 1,28. Dette viser at DOF ligger nært bransjesnittet, men fortsatt noe under.

7.2.2 Kontantstrømanalyse

Likviditetstallene er statiske beregninger og sier derfor lite om hvordan likviditeten har utviklet seg over tid. Det blir derfor relevant å analysere likviditeten sammen med en kontantstrøm med fokus på endring i finansielle eiendeler.

I en investororientert analyse ønsker man å fokusere på kontanter skapt gjennom drift, og som på denne måten er "fri til utdeling". Fri kontantstrøm til en kapital er den kontantstrømmen som blir generert av kapitalen etter at man har tatt hensyn til reinvestering og nødvendige nyinvesteringer (Knivsflå, 2011 c).

Den rapporterte kontantstrømoppstilling er ikke godt nok spesifisert for at man kan foreta best mulig omgruppering, derfor lager jeg en ny oppstilling utfra omgruppert resultatregnskap og balanse. Denne vil vise kontantstrøm som skal fordeles mellom investorene, selskapet og kreditorene. Se tabell 34 neste side.

| Kontantstømpoppstilling | | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 |
|--|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-------------|-------------|
| Normalt driftsresultat | NDR | 441 | 1374 | 252 | 433 | 1242 | 1900 | 2046 |
| + Unormal netto driftsresultat | UNDR | 45 | -261 | -19 | -54 | -513 | -788 | -752 |
| - Økning i netto driftseiendeler | ΔNDE | 5214 | 2860 | 2741 | 4503 | 3976 | 1257 | 937 |
| = Fri kontantstrøm drift | FKD | -4728 | -1746 | -2508 | -4124 | -3247 | -145 | 357 |
| + Netto finansinntekter | NFI | 329 | 345 | 349 | 55 | 50 | 51 | 45 |
| = Fri kontantstrøm til sysselsatt kapital | FKSK | -4400 | -1401 | -2158 | -4070 | -3197 | -93 | 402 |
| - Netto finanskostnader | NFK | 474 | 709 | 466 | 686 | 856 | 954 | 1032 |
| + Endring i finansiell gjeld | ΔFG | 4258 | 2893 | 815 | 5015 | 3429 | 1309 | 1480 |
| = Fri kontantstrøm til EK fra drift | FKEK | -616 | 783 | -1809 | 259 | -625 | 262 | 849 |
| + Netto utbetalt utbytte/ kapitalforhøyelse | NBU | 800 | 849 | 437 | 45 | 663 | 170 | -99 |
| + Unormalt netto finansresultat | UNFR | 123 | -655 | 758 | 127 | -644 | -328 | -582 |
| = Kontantstrøm finansiell investering, Δ i FE | KFI | 307 | 976 | -615 | 430 | -606 | 103 | 169 |
| + Finansielle eiendeler 01.01 | FEIB | 1553 | 1860 | 2838 | 2223 | 2653 | 2047 | 2150 |
| = Finansielle eiendeler 31.12 | FEUB | 1860 | 2836 | 2223 | 2653 | 2047 | 2150 | 2319 |

Tabell 34: Kontantstrøm fra drift

Tabell 34 viser fri kontantstrøm til egenkapital fra driften, etter at rentekostnader og eventuelt endringer i finansiell gjeld er tatt hensyn til. Dette er den kapitalen selskapet kan benytte til å betale ut utbytte, eller gjøre investeringer med. Det er altså kapital for selskapet og investorene.

Av figurene ser vi at likviditeten er ganske knapp. Uten kapitalinnskudd fra investorene og økt finansiell gjeld, ville det ikke vært mulig å gjøre noen form for investeringer. Nå er det nettopp investeringsprogrammet som gjør at DOF har knapp likviditet i perioden, og ikke har mulighet til å betale ut utbytte til sine investorer. Økning i finansiell gjeld og kapitalinnskuddene har oppstått som en direkte konsekvens av moderniseringen og utvidelsen av flåten, og vi ser at endringen i netto driftseiendeler øker omtrent tilsvarende som lånene.

7.3 Soliditetsanalyse – langsiktig risiko

Målet med analysen av selskapets soliditet, er å finne om selskapet er finansiert på en slik måte at det finnes en "buffer" til å tåle en lengre periode med tap. Tap har direkte innvirkning på egenkapitalen og påvirker lønnsomheten i selskapet. En høy egenkapitalandel kan ikke erstatte god lønnsomhet i lengden, så det viktigste for selskapet er å oppnå en positiv netto kontantstrøm.

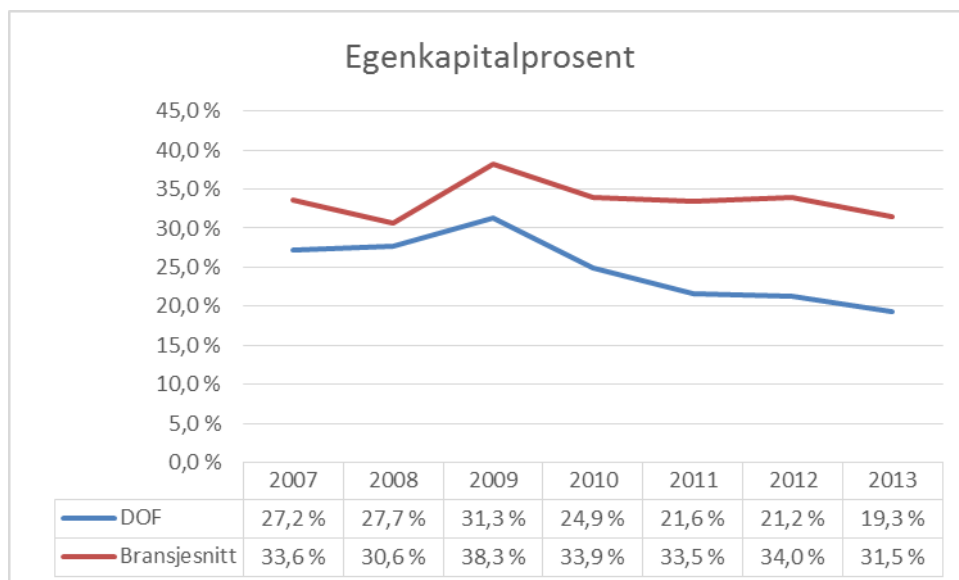
7.3.1 Egenkapitalprosent

Egenkapitalprosenten viser hvor stor del av eiendelene som er finansiert med egenkapital, og dermed hvor mye verdien av eiendelene kan synke før kreditorenes krav kommer i fare. Jo større dette forholdstallet er, desto bedre er selskapets soliditet (Tellefsen & Langli, 2008).

Egenkapitalprosenten kan uttrykkes på tre ulike måter. Egenkapitalen kan enten ses i forhold til totalkapitalen, sysselsatt kapital eller netto driftskapital. Jeg har valgt å se egenkapitalprosenten i forhold til totalkapital. Egenkapitalen inkluderer minoritetsinteresser i tillegg til aksjekapital og annen egenkapital.

Formel 14: Egenkapitalprosent (Tellefsen & Langli, 2008)

$$EK \text{ i } \% = \frac{\text{Egenkapital}}{\text{Totalkapital}} = \frac{EK}{TK}$$



Figur 34: Egenkapitalprosent (DOF ASA, 2014 a; Solstad Offshore ASA, 2014; Eidesvik Offshore ASA, 2014; Farstad Shipping ASA, 2014)

Tidsvektet gjennomsnitt DOF = 22,5 % Tidsvektet gjennomsnitt bransje = 33,3 %

Til mer egenkapital bedriften har i forhold til den totale tilgangen av kapital, til mer skjermet er långiverne for tap. Dette gjør at en høy egenkapitalprosent anses som svært gunstig. Av figur 34 ser vi at DOF ligger under bransjesnittet i hele perioden. Det er bare Farstad som ligger over bransjens snitt over hele perioden. Trenden viser en nedgang i 2008, deretter en forbedring i 2009. Årsaken til den kraftige svingningen i bransjesnittet dette året er egenkapitalprosenten til Eidesvik, som fall fra 35 % i 2007 til 18 % i 2008, deretter ble denne

forbedret til 36 % i 2009. Denne hendelsen gir utslag i bransjesnittet. Egenkapitalprosenten for resten av bransjen faller noe, men ser ut til å stabiliseres til en viss grad. DOFs egenkapitalprosent er isolert sett noe mer ustabil enn bransjen, og kommer hovedsakelig av finansieringsbehovet i investeringsprogrammet. Fremover vil egenkapitalprosenten til DOF økes betraktelig etter hvert som lånene betales tilbake, og så lenge eiendelene ikke faller tilsvarende i verdi. Egenkapitalprosenten viser at selskapene er avhengig av sine kreditorer for å kunne investere i anleggsmidler. Dette er en naturlig konsekvens når nyinvesteringene er svært kostbare, og resultatet fra driften ikke har generert særlige overskudd de siste årene.

7.3.2 Rentedekningsgrad

Rentedekningsgraden er et mål for både soliditet og lønnsomhet, fordi den forteller i hvilken grad selskapet er i stand til å betale sine finanskostnader, samt evne til å påta seg større låneforpliktelser de kommende årene.

Rentedekningsgraden er forholdet mellom netto resultat til sysselsatt kapital og netto finanskostnad, og viser i hvilken grad virksomheten klarer å betjene finanskostnadene over driften. Dette er et viktig tall i den kortsiktige kredittanalysen, fordi rentedekningsgraden forteller hvor mye penger selskapet har bundet opp til rentekostnader. Rentedekningsgraden ser kun på dekning av netto finanskostnader og ikke selve avdragene. I soliditetssammenheng må man huske at avdragene på lånene også skal innfris.

Dette skrives slik:

Formel 15: (Knivsflå, f) Kredittvurdering, syntetisk rating, 2011 f)

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

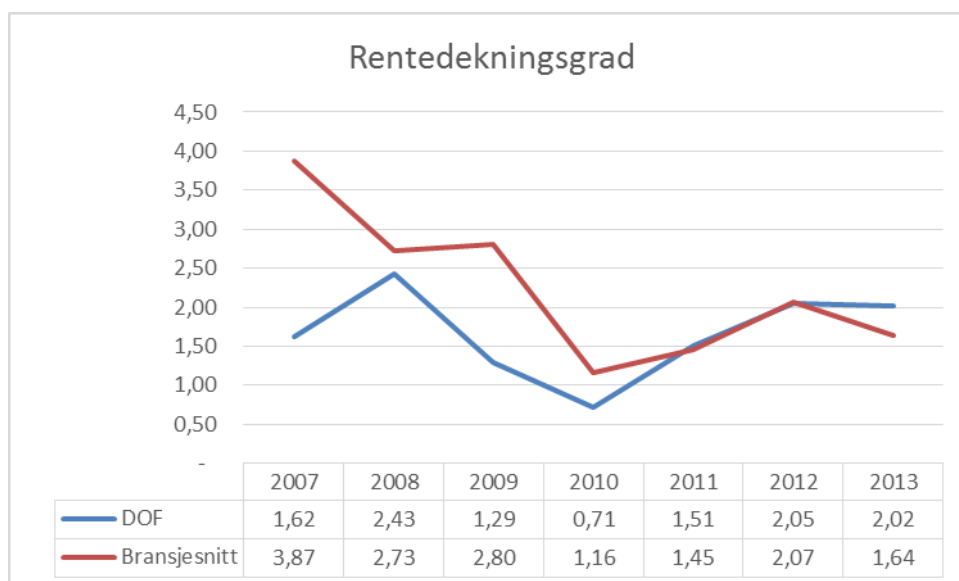
Hvor:

RSK = Resultat til sysselsatt kapital

NFK = Netto finanskostnad

NDR = Netto driftsresultat

NFI = Netto finansinntekt



Figur 35: Rentedekningsgrad 1

(DOF ASA, 2014 a; Solstad Offshore ASA, 2014; Eidesvik Offshore ASA, 2014; Farstad Shipping ASA, 2014)

Tidsvektet gjennomsnitt DOF = 1,69 Tidsvektet gjennomsnitt bransje = 1,86

DOF er eksponert mot endringer i rentenivået ettersom hoveddelen av selskapets gjeld har flytende rente. Forholdstallet mellom resultat til sysselsatt kapital og netto finanskostnader bør være større enn 3. Dette betyr at finanskostnadene ikke bør overstige en 1/3 av resultatet til sysselsatt kapital. Fra 2007 til og med 2009 ser vi at det rentedekningsgraden varierer mye. Fra 2010 til 2012 ser vi at tallene har stabilisert seg på et jevnere nivå for alle selskapene, men forholdstallet er fortsatt under 3 for samtlige. I 2013 ligger rentedekningsraden over bransjen noe som kan vise effekten av at de har satt i gang tiltak for å redusere sin renteeksponering. De har blant annet inngått rentebytteavtaler i løpet av året (swaps), som gjør at de kan bytte rentebetingelser med annen part (fra flytende til fast).

Tidsvektet gjennomsnitt for DOF er 1,69, og for hele bransjen er gjennomsnittet 1,86. Med andre ord ligger DOF ikke langt unna gjennomsnittet for bransjen, dersom vi legger hovedvekt på de 4 siste periodene. Konsekvenser ved å ha lav rentedekningsgrad for fremtiden er at det er mindre sannsynlig at kreditorene vil gi bedriften lån. Kreditorene vil se at bedriftene kan økonomisk håndtere kostnadene ved å ta opp lån, i tillegg til å betale avdragene. For at DOF skal kunne gjennomføre vekststrategien og finansiere kapitalutgiftene som påløper, er de avhengige av offentlig og private lån, i tillegg til egenkapitalfinansiering. Nedbetalingsplanen til DOF planlegges ved å overvåke kapitalstruktur og sikre god kredittrating. De siste årene har DOF utstedt flere høye obligasjonslån, der deler av lånene har

blitt brukt til finansiering av investeringer, og noe er brukt til å kjøpe tilbake eksisterende obligasjonslån med kort tid til forfall. Ved å utstede nye obligasjonslån med bedre betingelser og marginer for DOF, har de greid å skape en positiv likviditetseffekt. DOF har også en strategi om å alltid ha en viss andel kontanter og egenkapital, for å nettopp kunne innfri avdragene etter hvert som de forfaller.

7.4 Syntetisk rating, en oppsummering av risiko

Analyse av risiko kan oppsummeres i syntetisk rating. Syntetisk rating er organisert kredittvurdering i regi av en virksomhet som spesialisere seg på kredittvurderinger. Eksempel på kjente ratingvirksomheter er Standard & Poors og Moody's. For virksomheter som ikke blir ratet, kan en gjennomføre syntetisk rating, det vil si at en prøver å klassifisere virksomheten i rett risikoklasse på bakgrunn av forholdstallanalyse, spesielt likviditets- og soliditetsanalyse. Jeg har valgt å benytte meg av Standard & Poors ratingklassifisering. Ratingen baseres på fire forholdstall; likviditetsgrad 1 (lg1), rentedekningsgrad (rdg), egenkapitalprosent (ekp) og nettodriftsrentabilitet (ndr). Ved hjelp av disse forholdstallene kan DOF klassifiseres i risikoklasser, fra AAA ned til D. Klassene AAA til A kalles "investment grade", BBB til B blir kallet "speculative", CCC til C kalles "high yield and junk", og D kalles "in default".

For å finne frem til konkurs- og kredittrisiko for DOF beregner vi gjennomsnitt av karakterene til de ulike nøkkeltallene. På bakgrunn av selskapets syntetiske rating kan kredittrisikopremien fastsettes på grunnlag av sannsynligheten for at selskapet har evne til å dekke pådratt gjeld. Forholdstallene benyttes for å se om det finnes noen signaler om dårlig økonomisk fremtid for bedriften og sannsynlighet for tap eller konkurs.

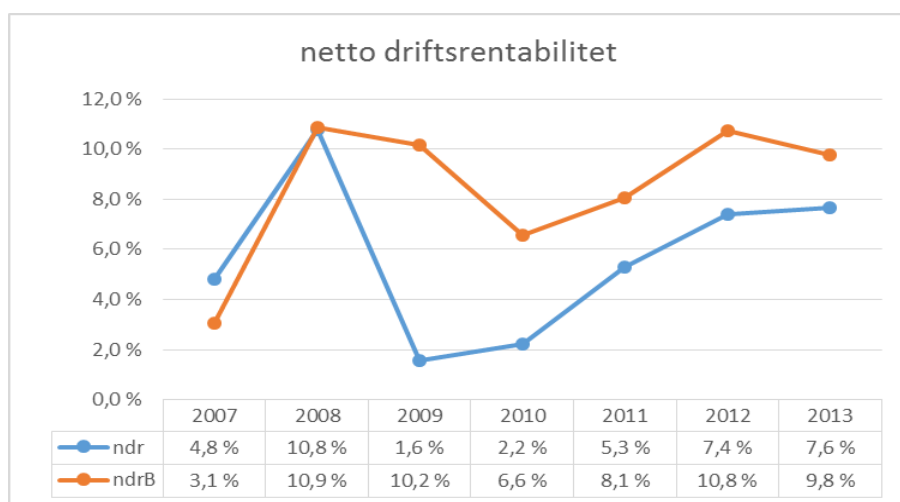
Jeg har allerede analysert og kommentert de 3 første måltallene. Netto driftsrentabilitet blir nærmere analysert under analyse av lønnsomhet. Netto driftsrentabilitet viser driftsresultatet i forhold til gjennomsnittlig kapital som er bundet til driftens formål. Til ratingens formål blir netto driftsrentabilitet definert som:

Formel 16: Netto driftsrentabilitet (Knivsflå, 2011 f)

$$\begin{aligned} \text{Nettodriftsrentabilitet} &= \frac{\text{Netto driftsresultat}}{\text{Gjennomsnittlig kapital knyttet til drift}} \\ &= \frac{NDR_t}{NDE_{t-1} - (\Delta NDE_t - NDR_t)} \end{aligned}$$

| | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | Tidsvektet |
|---|--------------|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Vekt | 5 % | 5 % | 5 % | 15 % | 20 % | 25 % | 25 % | |
| NDR | 441 | 1374 | 252 | 433 | 1242 | 1900 | 2046 | |
| / NDK | 9161 | 12731 | 16092 | 19624 | 23459 | 25746 | 26770 | |
| = Netto driftsrentabilitet (ndr) | 4,8 % | 10,8 % | 1,6 % | 2,2 % | 5,3 % | 7,4 % | 7,6 % | 6,0 % |
| NDKIB | 6774 | 11988 | 14848 | 17589 | 22092 | 26068 | 27325 | |
| + (NDKUB | 11988 | 14848 | 17589 | 22092 | 26068 | 27325 | 28262 | |
| - NDKIB | 6774 | 11988 | 14848 | 17589 | 22092 | 26068 | 27325 | |
| - NDR) | 441 | 1374 | 252 | 433 | 1242 | 1900 | 2046 | |
| / 2 | 2 | 2 | 2 | 2 | 2 | 2 | 2 | |
| = gjennomsnittlig NDK | 9161 | 12731 | 16092 | 19624 | 23459 | 25746 | 26770 | |

Figur 36: ndr for DOF



Figur 37: Netto driftsrentabilitet (DOF ASA, 2014 a; Solstad Offshore ASA, 2014; Eidesvik Offshore ASA, 2014; Farstad Shipping ASA, 2014)

Tidsvektet gjennomsnitt DOF = 0,060 Tidsvektet gjennomsnitt bransje = 0,059

Ut fra de nøkkeltallene jeg har funnet kan vi finne hvilken kategori DOF og bransjen havner i. Standard & Poors har følgende klassifiseringer:

| Rating | Rentedeknings-grad | Likviditets-grad 1 | EK % | Netto-driftsrentabilitet |
|--------|--------------------|--------------------|-------|--------------------------|
| AAA | 16,90 | 11,60 | 0,94 | 0,35 |
| AA | 6,30 | 6,20 | 0,85 | 0,266 |
| A | 3,35 | 3,00 | 0,66 | 0,166 |
| BBB | 2,16 | 1,70 | 0,44 | 0,096 |
| BB | 1,22 | 1,20 | 0,32 | 0,068 |
| B | 0,90 | 0,90 | 0,22 | 0,04 |
| CCC | 0,07 | 0,60 | 0,13 | 0,012 |
| CC | -0,76 | 0,50 | 0,08 | -0,016 |
| C | -1,58 | 0,40 | -0,02 | -0,044 |
| D | -2,41 | 0,30 | -0,18 | -0,072 |

Figur 38: Standard & Poor's syntetiske rating (Knivsflå, 2014 g)

Den syntetiske ratingen blir oppsummert i tabellene under:

| DOF | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | Vektet |
|--------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|
| Rentedekningsgrad | 1,62 | 2,43 | 1,29 | 0,71 | 1,51 | 2,05 | 2,02 | 1,69 |
| Likviditetsgrad 1 | 1,80 | 1,40 | 1,30 | 1,40 | 1,00 | 1,20 | 1,00 | 1,27 |
| EK - prosent | 0,27 | 0,28 | 0,31 | 0,25 | 0,22 | 0,21 | 0,19 | 0,20 |
| Netto driftsrentabilitet | 0,048 | 0,108 | 0,016 | 0,022 | 0,053 | 0,074 | 0,077 | 0,060 |

| DOF | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | Vektet |
|----------------------------|----------|------------|-----------|-----------|----------|-----------|-----------|-----------|
| Rentedekningsgrad | BB | BBB | BB | B | B | BBB | BBB | BB |
| Likviditetsgrad 1 | BBB | BB | BB | BB | B | BB | B | BB |
| EK - prosent | B | BB | BB | B | B | B | B | B |
| Netto driftsrentabilitet | B | BBB | CCC | BB | BB | BB | BBB | BB |
| Gjennomsnittsrating | B | BBB | BB | BB | B | BB | BB | BB |

Tabell 35: Syntetisk rating av DOF

Tabell 35 viser at DOF har en rating som er relativt stabil rundt BB. Etter tabellen har de en gjennomsnittlig rating over B hvert år. Dette er positivt fordi de er da i øverste sjiktet for kategorien «speculative» i ratingen. En motivasjon for bedriften er å heve resultatet til en BBB, som klassifiseres som «investment grade». Den langsiktige parameteren, egenkapitalandel, har gått fra 27 % til 19 %. Snittet her ligger på 20 % som gir en lav "speculative" rating. Den kortsiktige risikoen ses av rentedekningsgrad og likviditetsgrad 1. Kortsiktig risiko ser ut til å være noe lavere enn den langsiktige risikoen for DOF, men i forhold til bransjen er denne type risiko litt høyere. Statistikk viser at en typisk bedrift på Oslo Børs vil ha en rating på BBB- (Knivsflå, 2011 f). Dette betyr at DOF er hakket mer risikabel enn det typiske selskapet notert på børs.

| Bransjen | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | Vektet |
|--------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|
| Rentedekningsgrad | 3,87 | 2,73 | 2,80 | 1,16 | 1,45 | 2,07 | 1,64 | 1,86 |
| Likviditetsgrad 1 | 1,32 | 1,40 | 1,68 | 1,30 | 1,05 | 1,00 | 1,30 | 1,28 |
| EK - prosent | 0,34 | 0,31 | 0,38 | 0,34 | 0,34 | 0,34 | 0,32 | 0,33 |
| Netto driftsrentabilitet | 0,030 | 0,123 | 0,093 | 0,034 | 0,044 | 0,063 | 0,054 | 0,056 |

| Bransjen | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | Vektet |
|----------------------------|-----------|------------|------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| Rentedekningsgrad | A | BBB | A | BB | BB | BBB | BB | BBB |
| Likviditetsgrad 1 | BB | BB | BBB | BB | B | B | BB | BB |
| EK - prosent | BB | BB | BBB | BB | BB | BB | BB | BB |
| Netto driftsrentabilitet | B | BBB | BBB | B | B | BB | BB | BB |
| Gjennomsnittsrating | BB | BBB | BBB | BB | BB | BB | BB | BB |

Tabell 36: Syntetisk rating av bransjen

DOF er eksponert mot finansierings og likviditetsrisiko gjennom behovet for løpende refinansiering, og for å sikre langsiktig finansiering av nybygg. Selv om finansmarkedet har vært noe ustabil over analyseperioden, sier DOF selv at de har oppnådd tilfredsstillende ny langsiktig finansiering med sikkerhet i eksisterende flåte (pant i driftsmidler). Årsaken til at DOF har fått god finansiering er at det er stabilt høy markedsverdi på flåten. Etter megleranslag har flåten inkludert nybygg og subseautstyr en markedsverdi på NOK 40 900

millioner per 31.12.2013 (DOF ASA, 2014 a). Til sammenligning er den bokførte verdien på samme tidspunkt NOK 26 889 millioner. Denne merverdien gjør at det er mulig for å DOF å ta opp ytterligere lån med pant/sikkerhet i flåten ettersom markedsverdien er mye høyere enn bokførte verdier. Eventuelt kan de selge skip med fortjeneste for å skaffe likvide midler.

Markedsverdi på egenkapitalen per 31.12.2013 er gitt av pris per aksje på NOK 31,70 (Dagens Næringsliv, 2014 a) og utestående aksjer på 111 051 348. Dette gir markedsverdi av egenkapital på NOK 3 520 millioner. Netto finansiell gjeld har jeg funnet til å være NOK 21 916 millioner på samme tidspunkt, derav vil samlet markedsverdi for selskapet utgjøre NOK 25 436 millioner den 31.12.2013. Den store forskjellen i megleranslaget på flåten og enkel beregning av selskapsverdien kommer av at salgsværdien av flåten er mye høyere enn hva DOF har bokført. Her ligger med andre ord store verdier med positiv likviditetseffekt.

DOF vurderer selv konsernets kredittrisiko til å være lav, basert på at selskapets kunder tradisjonelt sett har vist god økonomisk evne til å oppfylle sine forpliktelser, og har en høy kredittrating. Selskapet har historisk sett hatt begrenset med tap på fordringer. Men dette er kun vurdering av sine egne kunder og innkommende inntekter, og sier ingenting om egen evne til å oppfylle pådratte forpliktelser.

Ut fra den syntetiske ratingen som jeg har utført basert på de fire forholdstallene, blir DOFs rating BB. Dette gjør at DOF havner i kategorien for "speculative". Ved å sammenligne DOF mot bransjen, ser vi at DOF har noe dårligere ratinger fra 2008-2011, men i 2012 og 2013 ligger ratingen så vidt over bransjen. Likevel kan det se ut som DOF er noe mindre likvid, som kan virke negativt for potensielle nye kreditorer. Likviditetsgrad 1 er beregnet til å være 1,00 i 2013, i forhold til bransjen som er estimert til 1,30 samme år. Tidsvektet snitt viser til at DOF historisk sett ligger jevnt med bransjesnittet. Rentedeckningsgraden er stabil siste årene og viser en verdi som er bedre enn bransjen for 2013. Vektet snitt ligger rett under bransjens verdi med 1,69 i forhold til bransjen som har snitt på 1,86.

DOF er også mindre solid enn bransjen dersom vi sammenligner egenkapitalprosenten opp mot hverandre historisk sett og vektet snitt. Tall for 2013 viser at DOF har 19 % og bransjen har egenkapital på 32 % av totalkapitalen. Tidsvektet snitt viser 20 % egenkapitalprosent hos DOF og 33 % for bransjen. Lønnsomheten fra driften viser seg å være lik for DOF og bransjen med 0,03 som estimert for 2013 og som tidsvektet gjennomsnitt.

Alt i alt er den samlede ratingen for DOF lik BB, og dette virker rimelig. Denne ratingen gjør at de ligger like under bransjesnittet som har en kredittrating på BB/BB+. Dette betyr at DOF hverken har en kredittvurderingsfordel eller ulempe i forhold til sine konkurrenter.

Videre skal jeg se på avkastningskravene til DOF, og sammenligne dette med lønnsomheten i selskapet.

8 Analyse av historisk avkastningskrav

Investerings- og finasteori antar at en investor vil være fornøyd med en investering som gir tilsvarende eller bedre avkastning enn alternative sammenlignbare investeringer. For å kunne sammenligne investeringer på tvers av selskap og bransjer, må man identifisere et avkastningskrav som reflekterer relevant risiko. Den risikoen som er relevant vil avhenge av hvilken rolle og portefølje investoren har. Dersom selskapet har en avkastning på egenkapitalen eller totalkapitalen som er høyere enn kravet som er satt, kan man si at selskapet skaper verdier for investor.

Avkastningskravet til totalkapitalen (WACC) beregnes som et vektet gjennomsnitt av avkastningskravet til egenkapitalen og avkastningskravet til gjelden, eller gjeldskapitalkostnaden. Vanlig praksis for å beregne avkastningskravet til egenkapitalen er å benytte kapitalverdimodellen (CAPM) der avkastningskravet er en funksjon av markedets risikopremie, den risikofrie renten og egenkapitalbeta. Avkastningskravet til gjelden reflekterer den prisen DOF må betale for sin rentebærende gjeld og er en funksjon av risikofri rente og en risikopremie som ilegges utfra den syntetiske ratingen.

8.1 Egenkapitalkrav

Kapitalverdimodellen, CAPM – Capital Asset Pricing Model

Den mest anerkjente modellen for beregning av rentabilitetskravet til egenkapitalen, er kapitalverdimodellen. Kapitalverdimodellen bygger på at en veldiversifisert investor kun er interessert i og ønsker å bli kompensert for den systematiske risikoen man utsettes for, og tar således ikke høyde for selskapsspesifikk risiko.

Forutsetninger for modellen (Bøhren & Michalsen, 2006):

- Investorene maksimerer nytte
- Investorene er risikoavers
- Investorene er pristakere
- Man kan låne og plassere kapital til risikofri rente
- Ingen transaksjonskost eller skattekost
- Markedet gir perfekt informasjon
- Alle verdipapirer kan handles

Med disse forutsetningene som grunnlag, kan forventet avkastningskrav finnes ved følgende formel:

Formel 17: Avkastningskrav til EK (CAPM) (Bøhren & Michalsen, 2006)

$$E(r_i) = r_f + \beta_i[E(r_m) - r_f]$$

Denne modellen sier at egenkapitalkravet settes som risikofri rente pluss en markedsrisikopremie som er vektet med relevant risiko. Jeg vil nå gå gjennom modellens elementer og forklare disse.

Risikofri rente, r_f

Risikofri rente er i all hovedsak et teoretisk begrep ettersom det ikke finnes et verdipapir som man kan investere vesentlig beløp i, uten at dette er tilknyttet risiko. Risikofri rente forbindes ofte med den renten man oppnår ved innskudd i bank. Beste praksis er å benytte seg av 3 måneders NIBOR-rente etter skatt i måleperioden.

NIBOR-rente (Norwegian Interbank Offered Rate) kan brukes som et mål på nominell risikofri rente, alternativt kan man benytte renten på statsobligasjoner. I dette tilfellet velger jeg å regne den historiske risikofrie renten ut fra 3- måneders NIBOR-rente. Ettersom NIBOR er en interbankrente vil den inneholde noe motpartsrisiko, så for å få et best mulig estimat på risikofri rente trekker jeg fra en risikopremie som er satt til 10 % samt trekker fra skatt. Skattesatsen som blir brukt er årlig gjennomsnittlig forventet skattesats for DOF, 28 %.

| | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | Snitt |
|--------------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 3mnd NIBOR | 4,96 % | 6,23 % | 2,45 % | 2,51 % | 2,88 % | 2,24 % | 1,75 % | 3,29 % |
| - Risikopremie | 0,50 % | 0,62 % | 0,25 % | 0,25 % | 0,29 % | 0,22 % | 0,18 % | 0,33 % |
| - Skatt | 1,39 % | 1,74 % | 0,69 % | 0,70 % | 0,81 % | 0,63 % | 0,49 % | 0,92 % |
| = Risikofri rente etter skatt | 3,08 % | 3,86 % | 1,52 % | 1,56 % | 1,79 % | 1,39 % | 1,09 % | 2,04 % |

Tabell 37: Risikofri rente (Oslo Børs, 2014 b)

Beta til egenkapitalen, β_e

Beta er mål på den systematiske risikoen ved å investere i egenkapitalen til selskapet. En høyere beta enn markedsbetaen, som er $\beta_m = 1$, betyr at aksjen i selskapet er mer risikabel enn markedet. Beta under 1 betyr at aksjen er mindre risikabel enn markedet.

I et porteføljeperspektiv ønsker man å diversifisere bort selskapsspesifikk eller usystematisk risiko. Siden CAPM forutsetter at kapitalmarkedet er perfekt, vil man ikke få betalt kompensasjon for å ta på seg usystematisk risiko. Risikobidraget fra markedet, den systematiske risikoen, vil man ikke kunne diversifisere bort. Beta (β) er på denne måten et relativt mål på den systematiske risikoen en investor får kompensert for, ved å investere i verdipapiret (Bøhren & Gjærum, 2003).

Jeg ser her på samvariasjon mellom enkeltaksjen og markedet som en investor kan kjøpe aksjer i. En måte å se dette på er å studere det relative risikomålet og forstå samvariasjonen mellom kovarians per enhet markedsvarians. Jo større beta, desto høyere relevant risiko. Alternativt kan man si at beta angir hvor følsom en aksje er for markedsbevegelser, jo høyere beta (β) desto større følsomhet.

Betakoeffisienten for en aksje i er definert på følgende måte:

Formel 18 Aksjebeta (Bøhren & Michalsen, 2006)

$$\beta_i = \frac{Kov(r_i, r_m)}{Var(r_m)}$$

Hvor:

$Kov(r_i, r_m)$ = Kovariansen mellom aksjens og markedsporteføljens avkastning

$Var(r_m)$ = Variansen til markedsporteføljens avkastning

Det er ikke mulig å kvitte seg med markedsrelatert risiko, fordi det er vanskelig å forutsi hvordan aksjeindeksen vil utvikle seg i all fremtid. Gjennomsnittlig mål for den markedsrelaterte risikoen (β) i markedet er 1 for børsnoterte selskaper. Dersom β er 0, vil aksjen være risikofri. I en slik situasjon kan investeringen isolert sett være risikabel, men påvirkes ikke av markedsrelatert risiko.

For børsnoterte selskaper kan beta utledes direkte gjennom å utføre en regresjonsanalyse (Bøhren & Gjærum, 2003). Forutsetningen er at det finnes gode nok kurs data man kan

estimere utfra. DOF er notert på Oslo Børs, så det er dette markedet som blir relevant å måle mot. Jeg velger å måle aksjekursen til DOF mot aksjeindeksen OSEAX, som inneholder alle noterte aksjer på børsen. For en investor vil det være relevant å sammenligne risikoen til DOF opp mot alle andre aksjer man alternativt kan investere i.

Jeg har sammenlignet månedens siste noterte aksjekurs over en fem årsperiode, fra desember 2009 til januar 2014. En lang estimeringsperiode er en fordel ettersom standardfeil tenderer til å flate ut etter mange observasjoner.

| Regresjonsstatistikk | |
|----------------------|-------------|
| Multippel R | 0,447603154 |
| R-kvadrat | 0,200348583 |
| Justert R-kvadrat | 0,186795169 |
| Standardfeil | 0,104294855 |
| Observasjoner | 61 |

| Variansanalyse | | | | | |
|----------------|----|------------|------------|-----------|---------------|
| | fg | SK | GK | F | Signifikans-F |
| Regresjon | 1 | 0,16079159 | 0,16079159 | 14,782149 | 0,000298155 |
| Residualer | 59 | 0,64176759 | 0,01087742 | | |
| Totalt | 60 | 0,80255918 | | | |

| | Koeffisienter | Standardfeil | t-Stat | P-verdi | Nederste 95% | Øverste 95% |
|----------------|---------------|--------------|-------------|------------|--------------|-------------|
| Skjæringspunkt | -0,01343981 | 0,01368405 | -0,98215134 | 0,33003575 | -0,04082153 | 0,013941913 |
| X-variabel 1 | 0,963393895 | 0,25057348 | 3,84475604 | 0,00029815 | 0,461997523 | 1,464790267 |

Tabell 38: Regresjonsanalyse av DOF aksje og OSEAX

I mitt estimat har jeg kommet frem til en egenkapitalbeta på 0,963.

Ved bruk av historiske data er det alltid mulighet for estimeringsfeil. For å korrigere noe av dette velger jeg å justere estimatet mot 1. En slik Merrill Lynch-justering vil gi følgende beta for DOF:

| |
|---|
| $\begin{aligned} \text{BETAjustert} &= 2/3 * (0,963) + 1/3 * 1,00 \\ &= 0,9753 \end{aligned}$ |
|---|

Figur 39: Merrill Lynch -justering av beta (Knivsflå, 2014 g)

Mitt estimat på 0,975 betyr at egenkapitalen i DOF har like under gjennomsnittlig systematisk risiko i forhold til markedet. Betaverdi kan også hentes fra kilder som Dagens Næringsliv. Per 23.04.2014 ligger DN's estimat for DOF på 0,7030. Med andre ord sier denne beregningen at

egenkapitalen til DOF har en del lavere systematisk risiko enn markedet. Dette estimatet baseres på avkastningen per uke de siste 12 månedene.

Jeg velger å benytte meg av mitt estimat på 0,975 i videre beregning av egenkapitalkrav, ettersom jeg bruker en lengre analyseperiode og baserer beregningen på regresjonsanalyse av aksjeavkastningene. For å finne beste estimat på risiko bør man bruke en lengre tidsserie og månedlige observasjoner for å redusere standardavviket og øke påliteligheten til betaberegningen (Knivsflå, 2014 g). Estimatet til Dagens Næringsliv kan derfor være mindre presis fordi estimeringsperioden er relativt kort og inneholder mer støy. Dagens Næringsliv har beregnet beta for Farstad Shipping til 0,8439, Solstad Offshore til 0,1806 og Eidesvik Offshore til 0,3377.

Markedets risikopremie ($E(r_m) - r_f$)

Kapitalverdimodellen forutsetter at en investor er risikoavers, og vil derfor kreve en avkastning utover hva risikofri rente kan gi. I tillegg regnes det med at en investor er veldiversifisert i sin portefølje, slik at man utelukkende er opptatt av hvilken avkastning man kan oppnå i markedet.

Markedets risikopremie er definert som differansen mellom avkastningen på markedsporteføljen og den risikofri renten. Markedsporteføljen vil være totalindeks på Oslo Børs (OSEAX). Ettersom det er umulig å predikere fremtiden perfekt, vil man som regel forutsette at fremtiden vil være tilnærmet lik fortiden i historiske data. Dette vil gjøre avkastningskravet mindre nøyaktig, men likevel det nærmeste vi kan komme markedets risikopremie.

Det er gjort flere studier på hvilken markedspremie som er hensiktsmessig å bruke som et estimat. Jeg velger å benytte Professor Thore Johnsen's studie, som argumenterer for å benytte en markedspremie på 5 % etter skatt (Johnsen, 2008). Dette vil være et godt estimat for markedspremie i forhold til en norsk aksjeindeks.

Illikviditetspremie

Når det gjelder illikviditeten til selskapet er denne avhengig av graden av markedssvikt og selskapsspesifikk risiko knyttet til selskapet. Markedssvikt kommer av ulik informasjon hos investorer og selskap, eller at investorer av andre årsaker ønsker å være lite diversifiserte. Av denne grunn argumenteres det for at man skal legge til en illikviditetspremie ved beregning av egenkapitalkrav, for verdipapirer som er lite omsatt på børsen (Knivsflå, 2014 g). Aksjen til DOF omsettes på Oslo Børs og er relativt likvid, derfor er det ikke passende å legge til en slik premie i beregningen av egenkapitalkravet. Siden jeg også antar at investorene er veldiversifiserte setter jeg illikviditetspremie til 0 %.

8.1.1.1 Historisk egenkapitalkrav

Etter å ha funnet de elementene som kreves, kan vi benytte oss av formel 19 som tidligere vist, for å finne det gjennomsnittlige avkastningskravet til egenkapitalen i perioden 2007 – 2013: $ekk = E(r_j) = r_f + \beta_j \times [E(r_m - r_f)]$

Ettersom egenkapitalrentabiliteten, ekr , er en nominell rente etter skatt, må målestokken, ekk , være en nominell rente etter skatt.

| | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | Snitt |
|-------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 3mnd NIBOR | 4,96 % | 6,23 % | 2,45 % | 2,51 % | 2,88 % | 2,24 % | 1,75 % | 3,29 % |
| - Risikopremie | 0,50 % | 0,62 % | 0,25 % | 0,25 % | 0,29 % | 0,22 % | 0,18 % | 0,33 % |
| - Skatt | 1,39 % | 1,74 % | 0,69 % | 0,70 % | 0,81 % | 0,63 % | 0,49 % | 0,92 % |
| = Risikofri rente etter skatt | 3,08 % | 3,86 % | 1,52 % | 1,56 % | 1,79 % | 1,39 % | 1,09 % | 2,04 % |
| + Beta | ? | ? | ? | ? | ? | ? | ? | 0,975 |
| MRP etter skatt | 5 % | 5 % | 5 % | 5 % | 5 % | 5 % | 5 % | 5 % |
| = Egenkapitalkrav (ekk) | ? | ? | ? | ? | ? | ? | ? | 6,92 % |

Tabell 39: Egenkapitalkrav, ekk

Vi vet nå gjennomsnittlig egenkapitalkrav for perioden. For å kunne finne historisk avkastningskrav til egenkapitalen for hvert år trenger jeg justert beta for hvert enkelt år. Dette kan jeg finne ved å gå veien om beta til netto driftskapital som er et mål på selskapsbetaen.

Formel 19: Beta til netto driftskapital, selskapsbeta (Knivsflå, 2014 g)

$$\beta_{NDK} = \beta_{EK} * \frac{EK}{NDK} + \beta_{NFG} * \frac{NFG}{NDK}$$

For å finne beta til netto driftskapital må man først finne beta til netto finansiell gjeld, i tillegg til den justerte egenkapitalbetaen.

8.1.2 Beta til netto finansiell gjeld

Beta til netto finansiell gjeld finner man ved å vekte beta til finansiell gjeld og beta til finansielle eiendeler.

Formel 20: Beta til NFG (Knivsflå, 2014 g)

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

I en del tilfeller gjør man en forutsetning om at systematisk risiko til netto finansiell gjeld (NFG) er lik 0, fordi den blir balansert med den systematiske risikoen til finansielle eiendeler. På denne måten blir systematisk risiko eliminert i denne sammenheng (Knivsflå, 2014 g). Jeg velger likevel å finne beta til netto finansiell gjeld, fordi den påvirker størrelsen på selskapsbeta i vesentlig grad, og dermed også egenkapitalbeta og egenkapitalkravet.

Basert på den risikofrie renten og rentepåslaget som følger av den syntetiske ratingen, kan man implisitt finne beta til finansiell gjeld.

Formel 21: Krav til finansiell gjeld og finansiell gjeldsbeta (Knivsflå, 2014 g)

$$k_{FG} = r_f + \beta_{FG} * (r_m - r_f)$$

$$k_{FG} = r_f * (1 - s) + krp$$

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

Risikopremien, krp , finnes ut fra den syntetiske ratingen i kapittel 7.4. I tabellen under finner vi hvilken kredittrisikopremie som skal benyttes utfra ratingen. DOF fikk gjennomsnittlig rating BB. Dette gir en kredittrisikopremie på 3,1 % som eierne krever i tillegg til risikofri rente.

| Rating | Kort KRP etter skatt | Lang KRP etter skatt |
|--------|-------------------------|-------------------------|
| AAA | 0,002 | 0,006 |
| AA | 0,004 | 0,008 |
| A | 0,006 | 0,010 |
| BBB | 0,010 | 0,014 |
| BB | 0,027 | 0,031 |
| B | 0,040 | 0,044 |
| CCC | 0,079 | 0,083 |
| CC | 0,145 | 0,149 |
| C | 0,210 | 0,214 |
| D | 0,276 | 0,280 |

Figur 40: Kredittrisikopremie (Knivsflå, 2014 g)

| | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | Vektet |
|-------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|
| Lang kreditrisikopremie (krp) | 0,04 | 0,01 | 0,03 | 0,03 | 0,04 | 0,03 | 0,03 | 0,03 |
| Markedspremie (mrp) | 0,05 | 0,05 | 0,05 | 0,05 | 0,05 | 0,05 | 0,05 | 0,05 |
| β_{FG} når $mrd = 1$ | 0,880 | 0,280 | 0,620 | 0,620 | 0,880 | 0,620 | 0,620 | 0,620 |
| Markedsrisikodel (mrd) | 0,650 | 0,650 | 0,650 | 0,650 | 0,650 | 0,650 | 0,650 | 0,650 |
| β_{FG} | 0,572 | 0,182 | 0,403 | 0,403 | 0,572 | 0,403 | 0,403 | 0,403 |

Tabell 40: Historisk beta til finansiell gjeld

Den vektete gjennomsnittlige gjeldsbetaen i perioden har vært på 0,620, noe som kan sies å være litt høyt. Derfor justeres beta til finansiell gjeld, til å gjelde markedsrisikodelen, *mrd* (Knivsflå, 2014 g). Markedsrisikodelen vil alltid like mellom 1 og 0. Her har jeg tatt en antagelse om at markedsrisikodelen 0,65, noe som er et passende estimat utfra bransjen. Beta til finansiell gjeld i et vektet snitt vil da være 0,403.

Videre må man også finne beta til finansielle eiendeler for å kunne beregne beta til netto finansiell gjeld. Finansielle eiendeler består av kontanter, fordringer og investeringer og beta til finansielle eiendeler er derfor avhengig av betaen til disse ulike eiendelene. Kontanter er risikofrie, derfor vil beta til kontanter være lik null. Beta til finansielle eiendeler beregnes dermed ved følgende formel:

Formel 22: Beta til finansielle eiendeler

$$\beta_{FE} = \frac{\beta_{INV} * Investeringer + \beta_{FOR} * Fordringer}{FE}$$

Jeg forutsetter at beta til investeringer er én, mens beta til fordringer beregnes ut fra markedspremiene og rentepåslaget som følger den syntetiske rating. Etersom DOF ikke har finansielle fordringer settes fordringsvekt og fordringsbeta til null. Derav vil beta til finansielle eiendeler avhenge av investeringsvektensom tabell 41 viser.

| | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | Vektet |
|--------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Kontantvekt | 99,9 % | 99,8 % | 99,6 % | 99,7 % | 99,7 % | 99,8 % | 99,8 % | 99,8 % |
| * Kontantbeta | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| + Fordringsvekt | 0,0 % | 0,0 % | 0,0 % | 0,0 % | 0,0 % | 0,0 % | 0,0 % | 0,0 % |
| * Fordringsbeta | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| + Investeringsvekt | 0,1 % | 0,2 % | 0,4 % | 0,3 % | 0,3 % | 0,2 % | 0,2 % | 0,3 % |
| * Investeringsbeta | 1,00 | 1,00 | 1,00 | 1,00 | 1,00 | 1,00 | 1,00 | 1,00 |
| = β_{FE} | 0,0005 | 0,0021 | 0,0040 | 0,0034 | 0,0034 | 0,0023 | 0,0022 | 0,0026 |

Tabell 41: Beta til finansielle eiendeler

Ved hjelp av finansiell gjeldsbeta, finansiell eiendelsbeta og vektingen av disse, er det nå mulig å finne beta til netto finansiell gjeld for hvert år.

| | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | Vektet |
|-------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|
| Finansiell gjeldsbeta | 0,57 | 0,18 | 0,40 | 0,40 | 0,57 | 0,40 | 0,40 | 0,40 |
| Vekt FG | 1,25 | 1,30 | 1,21 | 1,17 | 1,11 | 1,10 | 1,11 | 1,14 |
| Finansiell eiendelsbeta | 0,001 | 0,002 | 0,004 | 0,003 | 0,003 | 0,002 | 0,002 | 0,003 |
| Vekt FE | 0,25 | 0,30 | 0,21 | 0,17 | 0,11 | 0,10 | 0,11 | 0,14 |
| β_{NFG} | 0,715 | 0,238 | 0,487 | 0,473 | 0,633 | 0,445 | 0,446 | 0,459 |

Tabell 42: Beta til netto finansiell gjeld

8.1.3 Beta til netto driftskapital

Beta til netto driftskapital er et estimat på selskapsbetaen til DOF. Ved hjelp av gjennomsnittlig beta til netto finansiell gjeld og til egenkapital i perioden er det mulig å finne en gjennomsnittlig beta til netto driftskapital. Dersom man tar utgangspunkt i Miller og Modiglianis første teorem om at verdien av et selskap er uavhengig av hvordan det er finansiert, kan man argumentere for at beta til netto driftskapital skal være lik i hele perioden og uavhengig av endringer i egenkapitalandelen i DOF. Den gjennomsnittlige beta til netto driftskapital settes derfor konstant over hele perioden i tabell 43, og beta til egenkapital kan slik estimeres ved å dividere netto driftsbeta på vekten av egenkapital.

| | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | Snitt |
|-----------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| EK beta β_{EK} | 0,409 | 1,213 | 0,776 | 0,886 | 0,501 | 1,070 | 1,128 | 0,975 |
| * EK/NDK | 0,380 | 0,370 | 0,387 | 0,305 | 0,256 | 0,246 | 0,225 | 0,271 |
| + Netto finans beta β_{NFG} | 0,715 | 0,238 | 0,487 | 0,473 | 0,633 | 0,445 | 0,446 | 0,459 |
| * NFG/NDK | 0,620 | 0,630 | 0,613 | 0,695 | 0,744 | 0,754 | 0,775 | 0,729 |
| = Netto driftsbeta β_{NDK} | 0,599 | 0,599 | 0,599 | 0,599 | 0,599 | 0,599 | 0,599 | 0,599 |

Tabell 43: Estimering av egenkapitalbeta

Når egenkapitalbeta nå er kjent for hele perioden kan jeg estimere det historiske egenkapitalkravet til DOF i tabell 43:

| | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | Snitt |
|--------------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 3mnd NIBOR | 4,96 % | 6,23 % | 2,45 % | 2,51 % | 2,88 % | 2,24 % | 1,75 % | 3,29 % |
| - Risikopremie | 0,50 % | 0,62 % | 0,25 % | 0,25 % | 0,29 % | 0,22 % | 0,18 % | 0,33 % |
| - Skatt | 1,39 % | 1,74 % | 0,69 % | 0,70 % | 0,81 % | 0,63 % | 0,49 % | 0,92 % |
| = Risikofri rente etter skatt | 3,08 % | 3,86 % | 1,52 % | 1,56 % | 1,79 % | 1,39 % | 1,09 % | 2,04 % |
| Beta | 0,409 | 1,213 | 0,776 | 0,886 | 0,501 | 1,070 | 1,128 | 0,975 |
| MRP etter skatt | 5 % | 5 % | 5 % | 5 % | 5 % | 5 % | 5 % | 5 % |
| = Egenkapitalkrav (ekk) | 5,12 % | 9,93 % | 5,40 % | 5,99 % | 4,29 % | 6,74 % | 6,72 % | 6,92 % |

Tabell 44: Historisk egenkapitalkrav

Som vi ser i tabell 44 var den historiske egenkapitalbetaen noe lavere i 2007 og i 2011, og ellers i perioden har den vært rundt 1. Dette bidrar til at kravet til egenkapitalen (*ekk*) har endret seg noe over perioden. Men andel egenkapital i forhold til driftskapital har også endret seg en del, fra 38,0 % i 2007 til 22,5 % i 2013. Andel netto finansiell gjeld har økt betydelig fra 2007 til 2013, som kommer av finansieringsbehovet ved nybyggingsprogrammet de har utført. Som en naturlig konsekvens vil da andel EK bli mindre i forhold til netto driftskapital.

8.1.4 Krav til netto finansiell gjeld

Krav til avkasting på netto finansiell gjeld finner vi ved følgende formel:

Formel 23: Krav til NFG

$$k_{NFG} = k_{FG} * \frac{FG}{NFG} - k_{FE} * \frac{FE}{NFG}$$

Krav til finansiell gjeld vil bestå av estimert risikofri rente etter skatt pluss kredittrisikopremie. DOF ble ratet til tidligere i analysen og vil derfor bli ilagt en risikopremie utfra dette.

| | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 |
|--|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Syntetisk rating | B | BBB | BB | BB | B | BB | BB |
| Risikofri rente e. skatt | 3,08 % | 3,86 % | 1,52 % | 1,56 % | 1,79 % | 1,39 % | 1,09 % |
| + Kredittrisikopremie | 4,40 % | 1,40 % | 3,10 % | 3,10 % | 4,40 % | 3,10 % | 3,10 % |
| = Krav FG (k_{FG}) | 7,48 % | 5,26 % | 4,62 % | 4,66 % | 6,19 % | 4,49 % | 4,19 % |

Tabell 45: Krav til finansiell gjeld

Fordelingen er tilnærmet 100 % kontanter og bankinnskudd i forhold til finansielle investeringer. Kontantkravet er risikofri rente (etter skatt), og krav til investeringer er risikofri rente pluss markedsrisikopremie som investorer får ved tilsvarende investeringer.

| | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 |
|--|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Kontantkrav | 3,08 % | 3,86 % | 1,52 % | 1,56 % | 1,79 % | 1,39 % | 1,09 % |
| * kontantvekt | 99,95 % | 99,79 % | 99,60 % | 99,66 % | 99,66 % | 99,77 % | 99,78 % |
| + Finansielt fordringskrav | 4,90 % | 2,02 % | 3,35 % | 3,35 % | 4,69 % | 3,32 % | 3,28 % |
| * Finansiell fordringsvekt | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| + Investeringskrav | 8,08 % | 8,86 % | 6,52 % | 6,56 % | 6,79 % | 6,39 % | 6,09 % |
| * Investeringsvekt | 0,05 % | 0,21 % | 0,40 % | 0,34 % | 0,34 % | 0,23 % | 0,22 % |
| = Finansielt eiendelskrav (k_{FE}) | 3,08 % | 3,87 % | 1,54 % | 1,57 % | 1,80 % | 1,40 % | 1,10 % |

Tabell 46: Krav til finansielle eiendeler

| | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 |
|----------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Krav til finansiell gjeld | 7,48 % | 5,26 % | 4,62 % | 4,66 % | 6,19 % | 4,49 % | 4,19 % |
| * FG/NFG | 1,25 | 1,30 | 1,21 | 1,17 | 1,11 | 1,10 | 1,11 |
| - Krav til finansielle eiendeler | 3,08 % | 3,87 % | 1,54 % | 1,57 % | 1,80 % | 1,40 % | 1,10 % |
| * FE/NFG | 0,25 | 0,30 | 0,21 | 0,17 | 0,11 | 0,10 | 0,11 |
| = Krav til NFG | 8,58 % | 5,68 % | 5,25 % | 5,19 % | 6,65 % | 4,81 % | 4,51 % |

Tabell 47: Historiske krav til DOFs netto finansielle krav

8.1.5 Krav til netto driftskapital

Krav til netto driftskapital er det normaliserte avkastningskravet til netto driftskapital og er et estimat på DOF sitt avkastningskrav til totalkapitalen. Avkastningskravet til totalkapitalen (WACC) kan beregnes som et vektet gjennomsnitt av avkastningskravet til egenkapitalen og avkastningskravet til gjelden, og er en viktig målestokk i verdivurderingen.

Formel 24: Krav til netto driftskapital, (WACC) (Knivsflå, 2014 g)

$$WACC = k_{NDK} = k_{EK} * \frac{EK}{NDK} + k_{NFG} * \frac{NFG}{NDK}$$

| | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 |
|-----------------------|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Krav til EK (ekk) | 13,33 % | 14,38 % | 11,58 % | 14,35 % | 17,01 % | 17,23 % | 18,30 % |
| * EK/NDK | 0,380 | 0,370 | 0,387 | 0,305 | 0,256 | 0,246 | 0,226 |
| + Krav til NFG (nfgk) | 8,58 % | 5,69 % | 5,26 % | 5,19 % | 6,65 % | 4,81 % | 4,52 % |
| * NFG/NDK | 0,620 | 0,630 | 0,613 | 0,695 | 0,744 | 0,754 | 0,774 |
| = WACC (ndk) | 10,4 % | 8,9 % | 7,7 % | 8,0 % | 9,3 % | 7,9 % | 7,6 % |

Tabell 48: Historisk avkastningskrav for netto driftskapital i DOF

Nå har vi en teoretisk målestokk for hva rentabilitetene bør være i forhold til DOF sin økonomiske situasjon. Videre vil jeg analysere lønnsomheten til DOF, for å se hvordan lønnsomheten faktisk er i forhold til de kravene som er funnet.

9 Analyse av lønnsomhet

Ved å analysere rentabiliteten i selskapet kan vi se lønnsomheten over tid, ved å se på den prosentvise avkastningen som genereres til kapitalen. Ved beregning av rentabilitet er det krav om at det må være kobling mellom teller og nevner i formelen (Tellefsen & Langli, 2008).

Lønnsomheten vil kun vurderes som god dersom rentabiliteten er høyere enn tilhørende avkastningskrav. Jeg vil benytte normaliserte tall for å beregne rentabiliteten siden normaliserte tall er mer relevante for framskrivning av regnskapet. I tillegg vil jeg benytte gjennomsnittlig kapital justert for opptjent kapital i perioden slik at rentabiliteten blir en etterskuddsrente. Rentabiliteten bør være en etterskuddsrente for at det skal kunne sammenliknes med avkastningskravet som også er en etterskuddsrente.

$$\text{Rentabilitet} = \frac{\text{normalisert nettoresultat til kapitalen}}{\text{Inngående kapital} + (\Delta\text{kapital} - \text{normalisert nettoresultat})/2}$$

Formålet er å kartlegge hvorvidt lønnsomheten har vært på et akseptabelt nivå i forhold til bransjen, og i forhold til kravene. Dette vil danne grunnlaget for vurderingen av den fremtidige utviklingen, og framskrivning av regnskapet.

9.1 Egenkapitalrentabilitet (*ekr*)

Hensikten med *ekr* er å måle den regnskapsmessige avkastningen på den kapitalen som eierne har investert i selskapet (Tellefsen & Langli, 2008). Den viser avkastningen til eierne etter renter og avdrag, skatter og avgifter. Ved å oppnå en høy *ekr* kan man tjene på lånt kapital, og da vil *ekr* bli høyere desto mer man låner.

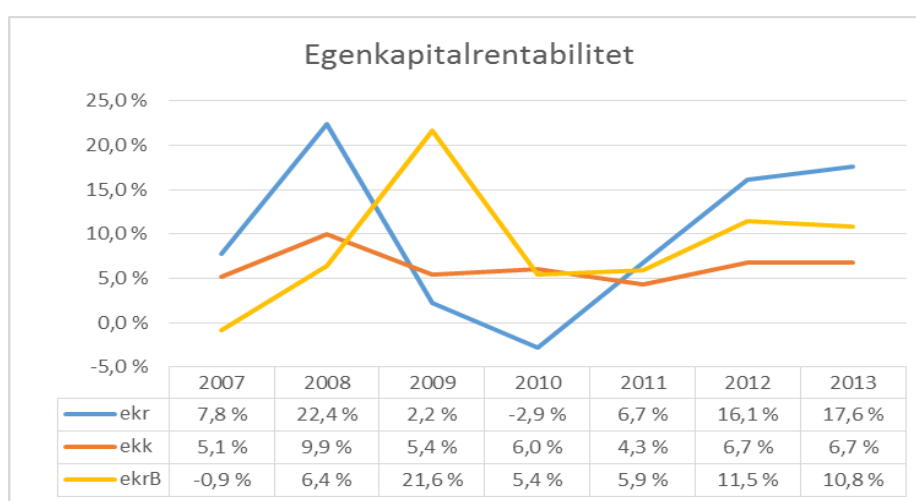
Her benyttes normalisert nettoresultat i teller, og tilsvarende den kapitalen som genererer resultatet i nevneren. Ved å dele nevneren på to, implementerer man en antakelse om at innbetalinger og utbetalinger i snitt skjer midt i året. Dette er en nødvendig forenkling av virkeligheten. Når man benytter et normalisert resultat til egenkapitalen vil ikke unormale poster påvirke vurderingen av selskapet for fremtiden og er derfor mest relevant for verdsettelsen. Normalisert egenkapitalrentabilitet på etterskuddsbasis kan beregnes ut fra følgende formel:

Formel 25: Egenkapitalrentabilitet (ekr) ved normalisert nettoresultat (Knivsflå, 2014 h)

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

| | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | Tidsvektet |
|--|--------------|---------------|--------------|---------------|--------------|---------------|---------------|---------------|
| Vekt | 5 % | 5 % | 5 % | 15 % | 20 % | 25 % | 25 % | |
| NRE | 295 | 1011 | 135 | -198 | 436 | 998 | 1059 | |
| / EK | 3775 | 4521 | 6086 | 6868 | 6481 | 6196 | 6004 | |
| = Egenkapitalrentabilitet (ekr) | 7,8 % | 22,4 % | 2,2 % | -2,9 % | 6,7 % | 16,1 % | 17,6 % | 11,0 % |
| EK _{IB} | 3291 | 4554 | 5499 | 6809 | 6728 | 6669 | 6720 | |
| + (EK _{UB} | 4554 | 5499 | 6809 | 6728 | 6669 | 6720 | 6346 | |
| - EK _{IB} | 3291 | 4554 | 5499 | 6809 | 6728 | 6669 | 6720 | |
| - NRE) | 295 | 1011 | 135 | -198 | 436 | 998 | 1059 | |
| / 2 | 2 | 2 | 2 | 2 | 2 | 2 | 2 | |
| = gjennomsnittlig EK | 3775 | 4521 | 6086 | 6868 | 6481 | 6196 | 6004 | |

Tabell 49: Egenkapitalrentabilitet for DOF



Figur 41: Historisk egenkapitalrentabilitet for DOF og bransjen, målt opp mot egenkapitalkravet til DOF

Når DOF har en egenkapitalrentabilitet over egenkapitalkravet tyder dette på at selskapet har en viss evne til å generere en strategisk fordel. Tabell 49 og figur 41 over viser at selskapets egenkapitalrentabilitet ligger under kravet i 2009 og 2010, ellers er rentabiliteten over kravet. DOF har greid å forbedre rentabiliteten betraktelig de siste 3 årene. Dette viser at selskapet har forbedret lønnsomheten den siste perioden, og er inne i en positiv trend, som de bør prøve å holde stabilt fremover.

| | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | Vektet |
|---------------------|--------|--------|---------|--------|-------|--------|--------|--------|
| Vekt | 5 % | 5 % | 5 % | 15 % | 20 % | 25 % | 25 % | |
| ekr | 7,8 % | 22,4 % | 2,2 % | -2,9 % | 6,7 % | 16,1 % | 17,6 % | 11,0 % |
| ekkk | 5,1 % | 9,9 % | 5,4 % | 6,0 % | 4,3 % | 6,7 % | 6,7 % | 6,1 % |
| ekr-ekkk | 2,7 % | 12,4 % | -3,2 % | -8,9 % | 2,4 % | 9,4 % | 10,9 % | 4,8 % |
| ekr | 7,8 % | 22,4 % | 2,2 % | -2,9 % | 6,7 % | 16,1 % | 17,6 % | 11,0 % |
| ekrB | -0,9 % | 6,4 % | 21,6 % | 5,4 % | 5,9 % | 11,5 % | 10,8 % | 8,9 % |
| "Superrentabilitet" | 8,7 % | 16,0 % | -19,4 % | -8,3 % | 0,8 % | 4,7 % | 6,8 % | 2,1 % |

Tabell 50: Analyse av superrentabilitet

Forskjellen mellom rentabiliteten og kravet i et tidsvektet gjennomsnitt er 4,8 % for DOF, altså en strategisk fordel. Av figur og tabell 50 ser vi at bransjen som helhet ligger godt over egenkapitalkravet foruten om i 2007 og 2008. Bransjen ble rammet av nedgangskonjunktoren noe ulikt fra DOF, og derfor ser vi svingningene litt senere.

Sammenlignet med bransjen kan vi se at DOF er mindre lønnsom enn bransjesnittet i 2009 og 2010. Tidsvektet gjennomsnitt over analyseperioden gir en avkastning for DOF som er noe høyere enn bransjen for øvrig. Det vektede gjennomsnittet legger mest vekt på årene 2011-2013. Dette gjør at gode eller dårlige resultater denne perioden vil ha stor innvirkning på gjennomsnittet. Ved å sammenligne det vektede gjennomsnittet for DOF sin rentabilitet mot bransjen, ser vi at DOF ligger noe høyere. Dette viser at DOF har en svak men positiv strategisk fordel i forhold til bransjen.

Som vi kan se har det vært store svingninger i lønnsomheten, men det er samtidig til en viss grad noe samvariasjon. Det vil si at DOF tenderer til å bevege seg i samme retning som bransjen og omvendt.

9.2 Dekomponering av egenkapitalrentabiliteten

Ved å dekomponere egenkapitalrentabiliteten, kan vi se virkningene som kommer fra drift og hvilke virkninger som kommer fra finansiering. Ved å gjøre dette får man bedre innsikt i de underliggende kildene til lønnsomhet og vekst.

Analyse av drift viser tilbake til netto driftsrentabilitet og viser avkastning på netto driftskapital. Virkning av finansieringen kan deles, der den ene er i forhold til netto finansiell gearing, og den andre er virkningen av minoritetsinteresser. Denne sammenhengen vises slik:

Formel 26: Dekomponering av ekr (Knivsflå, 2014 h)

$$ekr = ndr + (ndr - nfgr) * nfgg + (ndr - mir) * mig$$

Hvor:

ndr = Netto driftsrentabilitet

nfgr = Netto finansiell gjeldsrente

nfgg = Netto finansiell gjeldsgrad

mir = Minoritetsrentabilitet

mig = Minoritetsgearing

Ettersom jeg anser DOF sine minoritetsinteresser som egenkapital, vil siste ledd falle bort i min beregning.

9.2.1 Analyse av driftsfordeler

Netto driftsrentabilitet viser driftsresultatet i forhold til gjennomsnittlig kapital som er bundet til driftens formål. Generelt sett er de netto driftskapital som har den sentrale rollen i utviklingen av egenkapitalrentabiliteten, fordi den viser hvor mye avkastning de driftsrelaterte eiendelene genererer i forhold til kapitalen den er bundet til.

Formel 27: Netto driftsrentabilitet (Knivsflå, 2011 f)

$$ndr = \frac{NDR_t}{NDE_{t-1} - (\Delta NDE_t - NDR_t)}$$
$$ndr = \frac{NDR_t}{DI_t} * \frac{DI_t}{NDE_{t-1} - (\Delta NDE_t - NDR_t)}$$
$$ndr = ndm * onde$$

NDR er netto driftsresultat etter skatt. NDE er lik NDK som er summen av markedsverdien av egenkapitalen, eventuelle minoritetsinteresser og netto rentebærende gjeld.

Netto driftsmargin

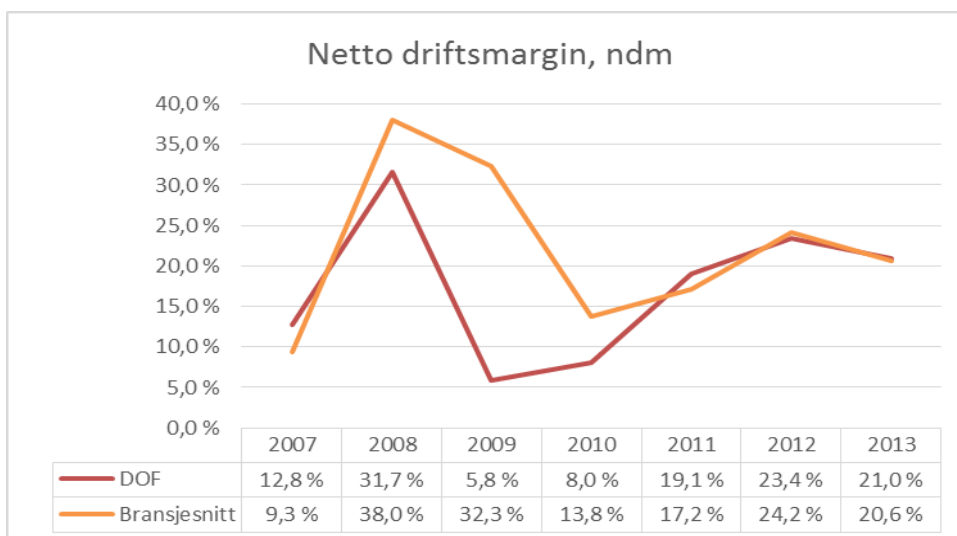
DOF sin netto driftsmargin måler selskapets evne til å skape netto driftsresultat for hver krone som kommer inn i driftsinntekt.

Formel 28: Netto driftsresultat og netto driftsmargin

$$NDR_t = ndm_t * DI_t$$

$$ndm_t = \frac{NDR_t}{DI_t}$$

Hvor: ndm = netto driftsmargin



Figur 42: Historisk netto driftsmargin for DOF og bransjen

De historiske tallene viser et gjennomsnitt på 17,1 % i nettodriftsmargin og et tidsvektet snitt på 18,6 % for DOF. Tilsvarende vektet gjennomsnitt for bransjen er 20,6 %. Med andre ord ligger bransjesnittet over det DOF greier å generere av driftsmargin. Over perioden har marginen vært ganske ustabil. Den er eksempelvis kunstig høy i 2008, og faller deretter drastisk i 2009. Som figuren viser tenderer selskapene i bransjen å følge samme konjunkturer og resultatet går derfor i samme retning. 2009 viser en ekstrem nedgang for DOF, men fra og med 2011 er forholdene mer stabile. I forhold til bransjen har DOF en klar strategisk ulempe i driftsmargin, noe som drar egenkapitalrentabiliteten ned for DOF. Likevel kan figuren indikere at driftsmarginen i bransjen presses nedover og stabiliseres på et ganske likt nivå for alle de 4 aktørene.

Omløpet til netto driftskapital

Omløpet til netto driftseiendeler måler DOF sin evne til å skape driftsinntekt per krone som er investert i drift.

Formel 29 Omløpet til NDE

$$\text{omløpet til NDE} = \frac{DI_t}{NDK_{t-1} + \left(\frac{\Delta NDK_t - NDR_t}{2}\right)}$$

Hvor: DI = driftsinntekter

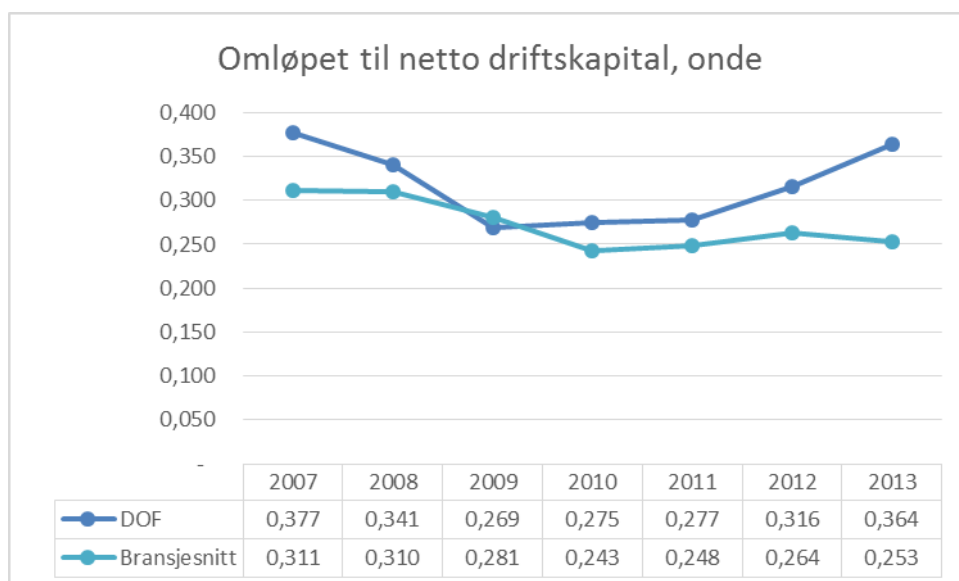
NDK = netto driftskapital

NDR = netto driftsresultat

| | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | Tidsvektet |
|-------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Vekt | 5 % | 5 % | 5 % | 15 % | 20 % | 25 % | 25 % | |
| DI | 3454 | 4340 | 4327 | 5403 | 6503 | 8136 | 9754 | |
| / NDE | 9161 | 12731 | 16092 | 19624 | 23459 | 25746 | 26770 | |
| = Omløp til NDE (onde) | 0,377 | 0,341 | 0,269 | 0,275 | 0,277 | 0,316 | 0,364 | 0,316 |
| NDE _{IB} | 6774 | 11988 | 14848 | 17589 | 22092 | 26068 | 27325 | |
| + (NDE _{UB}) | 11988 | 14848 | 17589 | 22092 | 26068 | 27325 | 28262 | |
| - NDE _{IB} | 6774 | 11988 | 14848 | 17589 | 22092 | 26068 | 27325 | |
| - NDR) | 441 | 1374 | 252 | 433 | 1242 | 1900 | 2046 | |
| / 2 | 2 | 2 | 2 | 2 | 2 | 2 | 2 | |
| = gjennomsnittlig NDE | 9161 | 12731 | 16092 | 19624 | 23459 | 25746 | 26770 | |

Tabell 51: Omløpet til netto driftsmidler, onde

Figur 43 under viser hvordan omløpet har utviklet seg for DOF og bransjen over analyseperioden.



Figur 43: Omløpet i netto driftskapital til DOF og bransjen

Omløpet til netto driftseiendeler (*onde*) avhenger av effektiviteten i bruken av netto driftskapital. Omløpet måler selskapets evne til å skape driftsinntekt per krone investert i driften. DOF har hatt et omløp over analyseperioden som ligger over bransjen. Etersom flåten er veldig ung vil det anleggsmidlene være lite avskrive enda som kan gir høy verdi av NDE og dermed et lavt nøkkeltall. Etter 2009 kan man se en voksende trend i *onde*, som kan relateres til at de har fått levert store deler av de planlagte nybyggene og NDE vokser ikke like raskt lenger.

Mens DOF har et vektet omløp til netto driftseiendeler på 0,316, har bransjen et vektet omløp til nettodriftseiendeler på 0,260. Det vil si at DOF har en bedre evne til å skape driftsinntekt per krone investert i drift, enn bransjen. Det er positivt for videre lønnsomhet for selskapet.

Oppsummert kommer vi frem til netto driftsrentabilitet, som jeg også viste i kapittel 7.4 i syntetisk rating. Her er *ndm* er driveren bak netto driftsresultat og *onde* er driveren til nettodriftskapital/eiendeler.

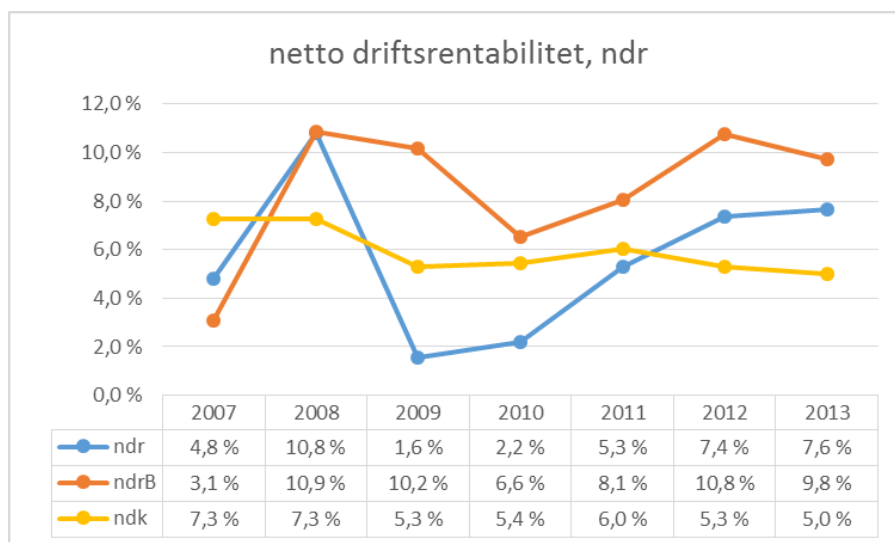
| | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | Tidsvektet |
|---|--------------|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Vekt | 5 % | 5 % | 5 % | 15 % | 20 % | 25 % | 25 % | |
| NDR | 441 | 1374 | 252 | 433 | 1242 | 1900 | 2046 | |
| / NDK | 9161 | 12731 | 16092 | 19624 | 23459 | 25746 | 26770 | |
| = Netto driftsrentabilitet (ndr) | 4,8 % | 10,8 % | 1,6 % | 2,2 % | 5,3 % | 7,4 % | 7,6 % | 6,0 % |
| NDKIB | 6774 | 11988 | 14848 | 17589 | 22092 | 26068 | 27325 | |
| + (NDKUB | 11988 | 14848 | 17589 | 22092 | 26068 | 27325 | 28262 | |
| - NDKIB | 6774 | 11988 | 14848 | 17589 | 22092 | 26068 | 27325 | |
| - NDR) | 441 | 1374 | 252 | 433 | 1242 | 1900 | 2046 | |
| / 2 | 2 | 2 | 2 | 2 | 2 | 2 | 2 | |
| = gjennomsnittlig NDK | 9161 | 12731 | 16092 | 19624 | 23459 | 25746 | 26770 | |

Tabell 52: Netto driftsrentabilitet, ndr

| | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | Tidsvektet |
|------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|-------|-------|------------|
| Netto driftsrentabilitet ndr | 4,8 % | 10,8 % | 1,6 % | 2,2 % | 5,3 % | 7,4 % | 7,6 % | 6,0 % |
| Netto driftskrav ndk | 7,3 % | 7,3 % | 5,3 % | 5,4 % | 6,0 % | 5,3 % | 5,0 % | 5,6 % |
| | -2,5 % | 3,5 % | -3,7 % | -3,2 % | -0,7 % | 2,1 % | 2,6 % | 0,4 % |

Tabell 53: Driftsrentabilitet (ndr) i forhold til kravet (ndk)

Vi kan se av tabell 53 over at DOF har så vidt oppnådd høyere rentabilitet enn kravet de to siste årene i analyseperioden, og 2009-2011 var rentabiliteten lavere enn kravet. Likevel er utviklingen positiv, og man ser en klar forbedring siste årene. Over perioden ser man at rentabiliteten går fra å være 2,5 % dårligere enn kravet, til å nesten være 2,6 % over kravet. Noe av årsaken til forbedringen henger sammen med at selve kravet er blitt noe lavere med årene. Tidsvektet gjennomsnitt viser at rentabiliteten er 0,4 % over kravet. Dette gir en forventning om at DOF også kommer til å ligge ganske nærme kravet i fremtiden. Samtidig vet vi at investeringsprogrammet som selskapet er inne i, kan bedre driften for fremtiden ved å tiltrekke seg gunstige kontrakter og gi et potensiale for superrentabilitet i fremtiden.



Figur 44: Netto driftsrentabilitet for DOF og bransjen i forhold til netto driftskrav

Ved å se på bransjens oppnådde netto driftsrentabilitet i forhold til driftskravet som DOF har, kan man se om det finnes en bransjefordel.

| Bransjefordel | | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | Tidsvektet |
|--------------------------|------|--------|--------|--------|-------|-------|--------|-------|------------|
| Netto driftsrentabilitet | ndrb | 3,1 % | 10,9 % | 10,2 % | 6,6 % | 8,1 % | 10,8 % | 9,8 % | 8,9 % |
| Netto driftskrav | ndk | 7,3 % | 7,3 % | 5,3 % | 5,4 % | 6,0 % | 5,3 % | 5,0 % | 5,6 % |
| | | -4,2 % | 3,6 % | 4,8 % | 1,1 % | 2,0 % | 5,5 % | 4,7 % | 3,3 % |

Tabell 54: Netto driftsrentabilitet for bransjen sett i forhold til netto driftskrav for DOF

Tabellen viser at bransjen har en bransjefordel i forhold til driftskravet for DOF alle årene utenom i år 2007. Det vektete gjennomsnittet viser at det finnes en bransjefordel da rentabilitet er 3,3 % over kravet. Konkurransforholdet i bransjen er ganske tøff, kostnadene er høye og marginene er presset. Likevel har bransjen som helhet greid å generere en fordel i henhold til netto driftskrav i analyseperioden.

Ved å se på forskjellen mellom netto driftsrentabiliteten til DOF og rentabiliteten til bransjen kan vi se om DOF har en ressursfordel.

| Ressursfordel | | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | Tidsvektet |
|--------------------------|------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|------------|
| Netto driftsrentabilitet | ndr | 4,8 % | 10,8 % | 1,6 % | 2,2 % | 5,3 % | 7,4 % | 7,6 % | 6,0 % |
| Netto driftsrentabilitet | ndrb | 3,1 % | 10,9 % | 10,2 % | 6,6 % | 8,1 % | 10,8 % | 9,8 % | 8,9 % |
| | | 1,7 % | -0,1 % | -8,6 % | -4,3 % | -2,8 % | -3,4 % | -2,1 % | -2,9 % |

Tabell 55: Netto driftsrentabilitet i forhold til bransjen

Av tabell 55 ser vi at DOF har hatt en ressursulempe i forhold til bransjen over hele analyseperioden, utenom i år 2007. DOF har hatt lavere driftsrentabilitet, *ndr*, i forhold til bransjen og et tidsvektet snitt viser at DOF ligger nesten 3 % under snittet til bransjen. For fremtiden vil dette gi en indikasjon på at DOF ikke har en ressursfordel i driften, snarere en ressursulempe. Tidligere konkurransefordeler har blitt jevnet ut siste tiden. Mye av grunnen til dette er hard konkurranse i markedet og at netto driftsmargin blir presset nedover. Som nevnes under den strategiske analysen i kapittel 4.2.1, er det kun CSV og subsea-fartøyene som faktisk gir positivt bidrag til DOF sin lønnsomhet. For fremtiden vil det være kritisk å forbedre lønnsomheten til de andre fartøyene også, for å kunne heve rentabiliteten mot bransjesnittet.

9.2.2 Analyse av finansieringsfordeler

Selskaper kan oppnå en fordel ved måten de er finansiert på ved at egenkapitalrentabiliteten øker dersom virksomheten kan låne penger til en rente som er lavere enn avkastningen på

driften. Jeg ønsker derfor å se på finansieringen i DOF for å finne underliggende kilder til lønnsomhet og vekst i selskapet.

Netto finansiell gearing er et forholdstall som viser gjeldsfinansieringens bidrag til egenkapitalrentabiliteten. Driverne av dette nøkkeltallet er netto finansiell gjeldsrente og netto finansiell gjeld. Finansiell gearing vil bidra positiv på egenkapitalrentabiliteten når driften har større avkastning enn kostnaden ved å bruke finansiell gjeld, og bedriften utnytter dette ved å ha netto finansiell gjeld.

Formel 30: Netto finansiell gjeldsrente, *nfgr*

$$nfgr = \frac{NFK_t - NFI_t}{NFG_{t-1} + \left(\frac{\Delta NFG - (NFK_t - NFI_t)}{2} \right)}$$

| | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | Tidsvektet |
|----------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Vekt | 5 % | 5 % | 5 % | 15 % | 20 % | 25 % | 25 % | |
| NFK-NFI | 146 | 364 | 117 | 631 | 806 | 903 | 988 | |
| / NFG | 5386 | 8210 | 10006 | 12756 | 16978 | 19551 | 20767 | |
| = Netto finansiell (nfgr) | 2,7 % | 4,4 % | 1,2 % | 5,0 % | 4,7 % | 4,6 % | 4,8 % | 4,5 % |
| NFG _{IB} | 3483 | 7434 | 9349 | 10780 | 15364 | 19399 | 20605 | |
| + (NFG _{UB} | 7434 | 9349 | 10780 | 15364 | 19399 | 20605 | 21916 | |
| - NFG _{IB} | 3483 | 7434 | 9349 | 10780 | 15364 | 19399 | 20605 | |
| - (NKI-NFI)) | 146 | 364 | 117 | 631 | 806 | 903 | 988 | |
| / 2 | 2 | 2 | 2 | 2 | 2 | 2 | 2 | |
| = gjennomsnittlig NFG | 5386 | 8210 | 10006 | 12756 | 16978 | 19551 | 20767 | |

Tabell 56: Historisk netto finansiell gjeldsrente

Netto finansiell gjeldsgrad finnes ved å dividere gjennomsnittlig netto finansiell gjeld på gjennomsnittlig egenkapital. Dette kan uttrykkes ved formel slik:

Formel 31: Netto finansiell gjeldsgrad, *nfgg*

$$nfgg = \frac{NFG_{t-1} + \left(\frac{\Delta NFG - (NFK_t - NFI_t)}{2} \right)}{EK_{t-1} + \left(\frac{\Delta EK_t - NRE_t}{2} \right)}$$

Ved å trekke netto finansiell gjeldsrente fra netto driftsrentabilitet finner vi netto rentemargin. Denne marginen måler differansen mellom avkastningen fra driften og kostnaden knyttet til finansiering.

| | | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 |
|--------------------------------|------|--------|---------|--------|---------|--------|--------|--------|
| Netto driftsrentabilitet | ndr | 4,81 % | 10,80 % | 1,57 % | 2,21 % | 5,29 % | 7,38 % | 7,64 % |
| - Netto finansiell gjeldsrente | nfgr | 2,70 % | 4,43 % | 1,17 % | 4,95 % | 4,75 % | 4,62 % | 4,76 % |
| = Netto rentemargin | nrm | 2,11 % | 6,37 % | 0,40 % | -2,74 % | 0,55 % | 2,76 % | 2,89 % |
| * Netto finansiell gjeldsgrad | nfgg | 1,43 | 1,82 | 1,64 | 1,86 | 2,62 | 3,16 | 3,46 |
| = Netto finansiell gearing | | 3,00 % | 11,56 % | 0,65 % | -5,09 % | 1,43 % | 8,72 % | 9,99 % |

Tabell 57: Netto finansiell gearing

Ettersom netto finansiell gjeldsrente er høyere enn nettodriftsrentabilitet i år 2010, vil rentemarginen dette året være negativt. Det er kun dette året gjeldsfinansieringen bidrar negativt til egenkapitalrentabiliteten. DOF har høy gjeldsgrad over hele perioden og da er det bra at rentemarginen er positiv. Når driften har større avkastning enn kostnaden ved å bruke finansiell gjeld, vil finansiell gearing virke positivt på egenkapitalrentabiliteten, og DOF kan utnytte dette ved å ha netto finansiell gjeld. Med andre ord kan DOF oppnå en strategisk finansieringsfordel ved å ha høyere rentemargin enn bransjen.

Egenkapitalrentabiliteten kan på denne måten også beregnes som netto driftsrentabilitet og finansiell gearing, som i tabellen under:

| | | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | Tidsvektet |
|---------------------------------|-------|-------|--------|-------|--------|-------|--------|--------|------------|
| Vekt | | 5 % | 5 % | 5 % | 15 % | 20 % | 25 % | 25 % | |
| Netto driftsrentabilitet | ndr | 4,8 % | 10,8 % | 1,6 % | 2,2 % | 5,3 % | 7,4 % | 7,6 % | |
| + (Netto driftsrentabilitet | ndr | 4,8 % | 10,8 % | 1,6 % | 2,2 % | 5,3 % | 7,4 % | 7,6 % | |
| - Netto finansiell gjeldsrente) | nfgr | 2,7 % | 4,4 % | 1,2 % | 5,0 % | 4,7 % | 4,6 % | 4,8 % | |
| * Netto finansiell gjeldsgrad | nfgg | 1,43 | 1,82 | 1,64 | 1,86 | 2,62 | 3,16 | 3,46 | |
| = Egenkapitalrentabilitet | (ekr) | 7,8 % | 22,4 % | 2,2 % | -2,9 % | 6,7 % | 16,1 % | 17,6 % | 11,0 % |

| | | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | Tidsvektet |
|--------------------------|-----|-------|--------|-------|--------|-------|--------|--------|------------|
| Netto driftsrentabilitet | ndr | 4,8 % | 10,8 % | 1,6 % | 2,2 % | 5,3 % | 7,4 % | 7,6 % | 6,0 % |
| Finansiell gearing | | 3,0 % | 11,6 % | 0,7 % | -5,1 % | 1,4 % | 8,7 % | 10,0 % | 5,0 % |
| Egenkapitalrentabilitet | ekr | 7,8 % | 22,4 % | 2,2 % | -2,9 % | 6,7 % | 16,1 % | 17,6 % | 11,0 % |

Tabell 58: Dekomponert egenkapitalrentabilitet

Ved dekomponeringen av egenkapitalrentabiliteten ser vi at både driften og finansieringen bidrar positivt til egenkapitalrentabiliteten. Oppsummert kan vi se at selskapet har levert en gjennomsnittlig superprofitt sammenlignet med kravet. Vektet gjennomsnitt gir en superprofitt til egenkapitalen på 11,0 %. Dekomponeringen viser at den finansielle gearingen bidrar svært positivt til superprofitten, ettersom driftsrentabiliteten ligger under kravet tilnærmet hvert år i analyseperioden.

Ved å sammenligne netto finansiell gjeldsrente og kravet til netto finansiell gjeld, kan man se om DOF har en finansieringsfordel. Dersom kravet er større enn netto lånerente vil det være en fordel for eierne av bedriften å nytte netto finansiell gjeld.

| Finansieringsfordel | | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | Tidsvekt |
|--------------------------------|------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|----------|
| finansielt gjeldskrav | nfgk | 8,58 % | 5,68 % | 5,25 % | 5,19 % | 6,65 % | 4,81 % | 4,51 % | 0,96 % |
| - finansiell gjeldsrente | nfgr | 2,70 % | 4,43 % | 1,17 % | 4,95 % | 4,75 % | 4,62 % | 4,76 % | |
| = Netto finansiell gjeldsrente | | 5,87 % | 1,26 % | 4,08 % | 0,24 % | 1,90 % | 0,19 % | -0,24 % | |
| * finansiell gjeldsgrad | nfgg | 1,43 | 1,82 | 1,64 | 1,86 | 2,62 | 3,16 | 3,46 | |
| = Finansieringsfordel NFG | | 8,38 % | 2,28 % | 6,71 % | 0,44 % | 4,97 % | 0,61 % | -0,85 % | 1,87 % |

Figur 45: Finansieringsfordel netto finansiell gjeld

Det siste året var netto finansiell gjeldsrente noe høyere enn netto finansiell gjeldskrav, ellers har renten vært under kravet. Dette betyr at DOF betaler ei rente som er så vidt lavere enn det estimerte kravet. Det er bra for eierne, mindre bra for långiverne. Når *nfgr* er større enn *nfgk*, betyr dette at netto finansiell gjeldsfinansiering er dyr, og det er da fornuftig å redusere bruken av finansiell gjeld. Et tidsvektet gjennomsnitt viser en finansieringsfordel på netto finansiell gjeld på 0,96 %. For fremtiden er det viktig at DOF er klar over at de har hatt en finansieringsulempe for 2013, og at de da tjente mindre på finansieringen enn de tidligere har gjort.

10 Verdsettelse av DOF

10.1 Fremtidsregnskap

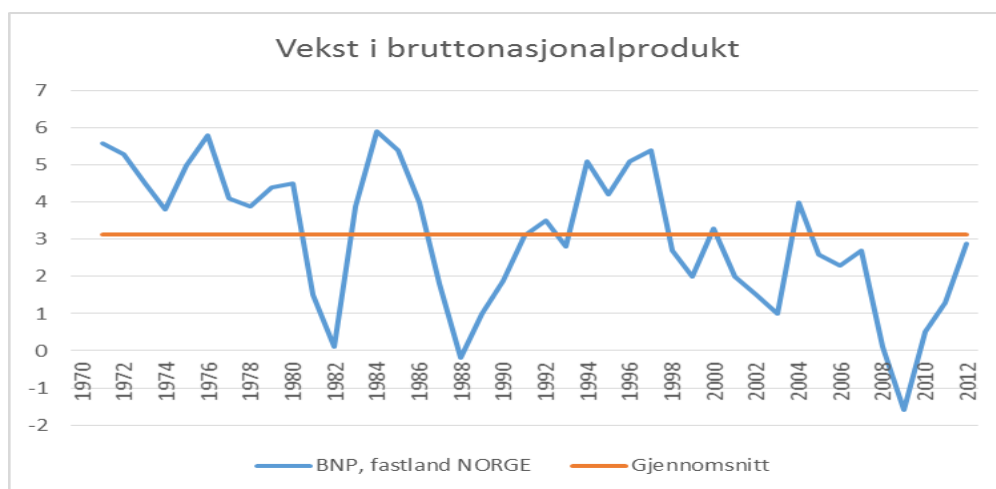
Som en del av den fundamentale verdsettelsen, må man utarbeide et fremtidsregnskap gjennom budsjettering og framskriving av resultat og balanse. Budsjetteringen og framskrivingen er basert på hva som er funnet ved den strategiske analysen og i regnskapsanalysen. Videre skal budsjettert resultat, balanse og kontantstrøm brukes til fastsette verdien av egenkapitalen til DOF.

Budsjetthorizonten, T , er det året man går fra fullstendig budsjettering av regnskapet og over til enkel framskriving. Valg av budsjetthorizont avhenger av tid til "steady state" og kvaliteten på regnskapsføringen. En god regnskapsføring gjør at man kan bruke kortere budsjettperiode og likevel fortsatt fange opp verdiene. Med "steady state" menes det tidspunktet der man kan tilnærme veksten med den langsiktige veksten i økonomien generelt (Knivsfå, 2014 j).

Jeg regner den kortsiktige horisonten til å vare frem til 2017, deretter vil regnskapet stabiliseres mot en konstant vekst i 2023. Altså vil jeg i fremtidsregnskapet ha budsjetthorizont 2014 til 2022, deretter antar jeg at DOF treffer "steady state" i 2023.

Vekst er en underliggende verdidriver for den fundamentale verdsettelsen. Vekst er den prosentvise endringen i en tallstørrelse fra en periode til den den neste. For vekst på lang sikt vil det ikke være mulig å vokse mer enn realvekst i verdensøkonomien pluss forventet inflasjon (Knivsfå, 2014 i). På grunn av dette vil vekst i en bransje konvergere mot generell vekst i økonomien.

For å finne en god vekstrate for fremtiden ønsker jeg å se på vekst i den norske økonomien og prosentvis vekst i total bruttonasjonalprodukt i Norge. I figuren som er hentet fra Statistisk sentralbyrå kan vi se at utviklingen av fastlands BNP har variert mye de siste 40 årene.



Figur 46: Vekst i total BNP, (Statistisk sentralbyrå, 2013)

Gjennomsnittlig vekst fra 1970 til 2012 er 3,14 %. Med et inflasjonsmål på 2,5 % vil langsiktig vekst da ikke kunne overstige $3,14 \% + 2,5 \% = 5,64 \%$. Selskapets vekst på lang sikt kan ikke overstige vekst i generell verdensøkonomi. Dette ville så tilfelle bety at DOF ville ekspandert til å kontrollere hele verdensmarkedet.

Vekst på kortsiktig og mellomlang sikt vil avhenge av generell bransjevekst og interne ressurser. En typisk utvikling er en fase med høy eller lav vekst, som deretter konvergerer mot normal vekst til horisont T. Deretter går fasen over til langsiktig budsjettperiode, der man har tilnærmet konstant vekst. Jeg har valgt kortsiktig budsjettperiode på 4 år, fra 2014 til og med 2017. Etter 2017 er nybyggingsprogrammet antatt å være ferdig. Dette betyr at DOF har mindre finansieringsbehov, og vil gå over i en mer konsentrert driftsfase. For en investor vil det være svært interessant å se hvilke verdier investeringene greier å generere i markedet etter investeringsprogrammet er avsluttet. Jeg antar at DOF er i "steady state" 5 år etter at nybyggingsprogrammet regnes for å være avsluttet. For verdivurderingens formål har jeg satt vekst i "steady state" til 4 %, da bransjen er preget av et press på marginer og jeg mener at dette vil vedvare på horisonten.

Fundamental vekstanalyse går ut på å kartlegge vekst i resultat og kapital, og å avdekke underliggende kilder til vekst (Knivsflå, 2014 i). I budsjetteringen for fundamental verdsettelse vil rentabiliteten bli regnet på inngående kapital, det vil si at det forutsettes at kontantstrømmen skjer den 31.12. Budsjetteringen gjøres ved hjelp av 7 budsjett drivere, disse er: driftsinntektsvekst, omløpet til netto driftseiendeler, netto driftsmargin, finansiell gjeldsdel, finansiell eiendelsdel, finansiell gjeldsrente og finansiell eiendelsrentabilitet. Jeg vil nå bruke disse for å kunne budsjettere resultatet og balansen for DOF.

Utregning av budsjettdriverne er gjort konsistent på lik måte både for historiske og budsjetterte tall slik at de kan sammenlignes og brukes til å estimat for fremtiden.

10.1.1 Budsjettering av driftsinntekt

Her er budsjettdriver driftsinntektsveksten. Veksten finnes ved formel:

Formel 32: Vekst i driftsinntekter

$$\text{Vekst i DI} = \frac{DI_t - DI_{t-1}}{DI_{t-1}}$$

Hvor: DI = driftsinntekter $t = \text{år}$

| | | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | Tidsvektet |
|---------------|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|-------|------------|
| Vekt | | 5 % | 5 % | 5 % | 15 % | 20 % | 25 % | 25 % | |
| Driftsinntekt | DI | 3 454 | 4 340 | 4 327 | 5 403 | 6 503 | 8 136 | 9 754 | |
| | Δ DI | 885 | -12 | 1 076 | 1 100 | 1 633 | 1 618 | | |
| Vekst | div | 25,6 % | -0,3 % | 24,9 % | 20,4 % | 25,1 % | 19,9 % | | 15,6 % |

Tabell 59: Historisk vekst div

Basert på regnskapsanalysen finner jeg at tidsvektet vekst over analyseperioden er 15,6 %. Som kommer frem av tabellen var det negativ vekst i driftsinntektene til DOF fra 2008 til 2009, og dette drar snittet ned. Dette henger sammen med virkningen av finanskrisen som de fleste i bransjen ble preget av. Mot slutten av 2008 og i 2009 var oljeprisen på et lavere nivå enn tidligere. Foruten om dette året har veksten vært relativt stabil mellom 20 % og 25 %.

Driftsinntektene hos DOF kommer i sin helhet fra utførte oppdrag fra kontrakter som er inngått med oljeoperatører og andre offshorerederier. Veksten i driftsinntektene drives av faktorer som oljepris og produksjon- og utbyggingsaktivitet i offshorebransjen. I følge SSB er petroleumsinvesteringene nær toppen etter 3 år med kraftig vekst (Statistisk sentralbyrå, 2013). Dette betyr at man kan forvente en langt mer beskjeden vekst i fremtiden i generell investering i oljebransjen, og langt mindre økning i driftsinntektene til DOF. Ledelsen har uttalt seg om at markedet er tøft, men at de er positive til fremtiden. DOF har signert viktige kontrakter for fremtiden og investeringsprogrammet de er inne i, gjør at de stiller sterkt i konkurransen om kontraktene. Framtidsutsikter for markedet indikerer at det blir en moderat til beskjeden vekst i DOFs driftsinntekter de neste årene.

Som tidligere nevnt var utnyttelsesgrad for 2013 på 91 % per 31.12.2013, mens den for 2014 er estimert til å være 79 %, sett bort fra opsjoner på utvidelse av inngåtte kontrakter. Dette er

beregnet utfra kontrakter som er signert per februar 2014 (DOF ASA, 2014 j). Dette betyr at skipene som DOF eier, er i drift mesteparten av tiden. DOF har en backlog per 31.12.14 med verdi på totalt NOK 62 milliarder. Noen av disse kontraktene strekker seg lengre enn 2017, så verdien blir fordelt på flere år fremover. Det forventes med andre ord høy aktivitet for DOF fremover, som antas å gi vekst i driftsinntektene. Jeg mener på dette grunnlaget at veksten på for neste regnskapsår vil være tilnærmet lik som i 2013 på 19 %. Første kvartal antyder at dette er en realistisk forventning (DOF ASA , 2014 q).

For å finne beste estimat på driftsinntekter utover dette, er et alternativ å beregne driftsinntekt per skip. Jeg har ikke tatt med fartøyene av type ROV i denne beregningen, ettersom disse som regel er knyttet til et annet fartøy (CSV) i daglig drift. Anslaget er en forenklet metode fordi jeg ikke har spesifisert informasjon om inntjeningen per skip og oppdragskontrakter. Flåten til DOF består av noen eldre skip, i tillegg til moderne fartøyene. Etterspørsel etter funksjonalitet, bruksområde og kapasitet vil påvirke inntjeningen hvert enkelt skip greier å oppnå. Skipene som nylig er bygget er av vesentlig mer komplisert art, og har flere funksjonaliteter enn de eldre skipene. Disse skipene kan da oppnå høyere inntjening enn de eldre skipene.

| ÅR | DI | alle fartøy (inkl nybygg) | fartøy (eksl nybygg) | verdi fartøy (eksl nybygg) | verdi fartøy (inkl nybygg) | verdi eksl nybygg/verdi inkl nybygg | |
|------|----|---------------------------------|-------------------------|----------------------------------|----------------------------------|---|------|
| 2006 | | 3011 | 56 | 37 | 6274 | 8148 | 77 % |
| 2007 | | 3454 | 67 | 51 | 8945 | 13829 | 65 % |
| 2008 | | 4340 | 70 | 63 | 10058 | 15563 | 65 % |
| 2009 | | 4327 | 68 | 59 | 11218 | 17827 | 63 % |
| 2010 | | 5403 | 70 | 60 | 18148 | 22423 | 81 % |
| 2011 | | 6503 | 74 | 63 | 22312 | 26641 | 84 % |
| 2012 | | 8136 | 74 | 69 | 24794 | 27693 | 90 % |
| 2013 | | 9754 | 77 | 69 | 24898 | 26890 | 93 % |

Tabell 60: Oversikt over DI, antall fartøy og bokførte verdier av flåten

Som tabell 60 viser har både antall fartøy, verdi på fartøyene og dermed også driftsinntektene økt ganske mye fra 2006 til 2013. Siste kolonne viser at fartøyer som er i daglig drift utgjør nå 93 % av total verdi av flåten, resterende 7 % av bokførte anleggsmidler er fortsatt under bygging og kan derfor ikke generere inntekter enda.

| ÅR | DI/verdi fartøy (eksl nybygg) | DI /antal fartøy (eksl nybygg) | DI per fartøy - vekst |
|------|-------------------------------|--------------------------------|-----------------------|
| 2006 | 48,0 % | 81,38 | -16,8 % |
| 2007 | 38,6 % | 67,73 | 1,7 % |
| 2008 | 43,1 % | 68,89 | 6,5 % |
| 2009 | 38,6 % | 73,34 | 22,8 % |
| 2010 | 29,8 % | 90,05 | 14,6 % |
| 2011 | 29,1 % | 103,22 | 14,2 % |
| 2012 | 32,8 % | 117,91 | 19,9 % |
| 2013 | 39,2 % | 141,36 | |

Tabell 61: Vekst i DI per fartøy (eksl fartøy under bygging)

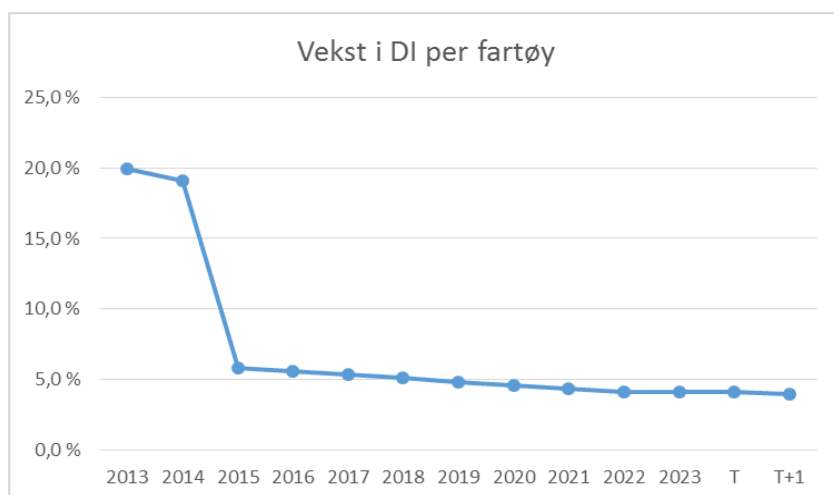
På horisonten kan ikke veksten være høyere enn gjennomsnittlig vekst i generell økonomi, som jeg har beregnet til å være 5,6 % i Norge. Ventet realvekst i verdensøkonomien pluss forventet global inflasjon er ifølge Knivsflå (2014) omtrent 6 % per år (Knivsflå, 2014 r). Et passelig mål for konstant vekst i "steady state" (T+1) settes derfor til 4 %. Vekstraten *div* var 19,9 % fra 2012 til 2013, og skal være 4 % i T +1.

Etter hvert som nybygingsprogrammet avsluttes vil flere båter komme i drift og kan generere økt inntekt. Jeg antar en fortsatt høy vekst i 2014, men deretter vil vekstraten falle ganske mye fremover. Vekst i 2014 settes til 19 % utfra foreløpig vekst i første kvartalsrapport 2014.

Videre vil vekst avta til 6 % i 2015, og deretter avta frem til 4 % vekst i "steady state". Dette gir følgende prognose for driftsinntekter, DI per fartøy:

| ÅR | DI | Antal skip i drift | DI per skip | Vekst |
|------|--------|--------------------|-------------|--------|
| 2013 | 9 754 | 69 | 141 | 19,9 % |
| 2014 | 11 925 | 71 | 168 | 19,1 % |
| 2015 | 12 801 | 72 | 178 | 5,9 % |
| 2016 | 14 270 | 76 | 188 | 5,6 % |
| 2017 | 15 430 | 78 | 198 | 5,4 % |
| 2018 | 16 217 | 78 | 208 | 5,1 % |
| 2019 | 16 568 | 76 | 218 | 4,9 % |
| 2020 | 16 875 | 74 | 228 | 4,6 % |
| 2021 | 17 134 | 72 | 238 | 4,4 % |
| 2022 | 17 342 | 70 | 248 | 4,1 % |
| 2023 | 17 538 | 68 | 258 | 4,1 % |
| T | 18 257 | 68 | 268 | 4,1 % |
| T+1 | 18 988 | 68 | 279 | 4,0 % |

Tabell 62: Prognose av vekst



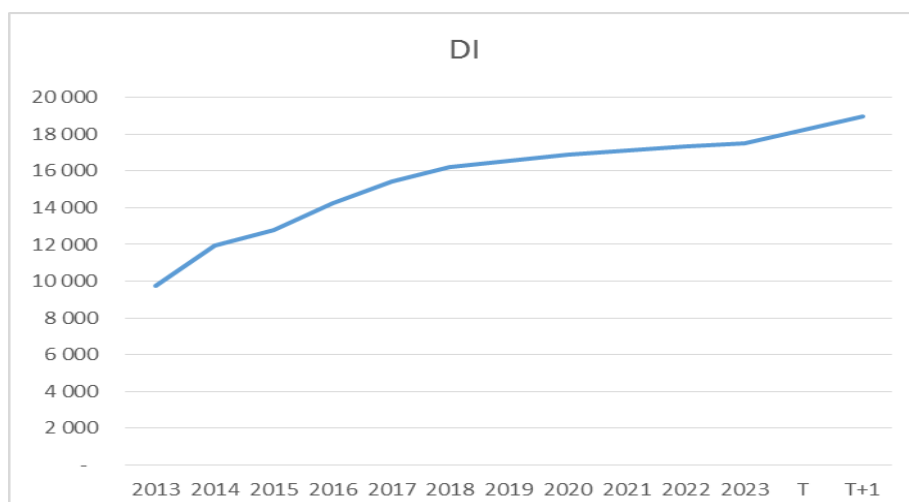
Figur 47: Vekst i inntekt per fartøy

Som figur 47 viser vil min prognose av inntekt per fartøy falle drastisk, ganske raskt. Dette begrunnes med at vekst i 2013 var mye høyere enn hva som er observert tidligere, og at det er ikke urimelig at vekst per fartøy fra 2015 vil avta, utfra konklusjon om et presset marked. Jeg har beregnet antall skip fremover etter informasjon som foreligger per dagsdato i henhold til levering av nybygg og salg av eksisterende fartøy. Jeg har også kalkulert inn at DOF vil selge eller avhende noen av de eldre fartøyene etterhvert som skipene eldes. I tillegg kan det skje ekstraordinære hendelser som ikke kan forutses per dagsdato. Dette kan for eksempel være at DOF selger flere båter i nær fremtid som enda ikke er planlagt eller offentliggjort.

| | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | T | T+1 |
|--------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 1+ div _t | 1,191 | 1,059 | 1,056 | 1,054 | 1,051 | 1,049 | 1,046 | 1,044 | 1,041 | 1,041 | 1,041 | 1,040 |
| * DI _{t-1} per fartøy | 141 | 168 | 178 | 188 | 198 | 208 | 218 | 228 | 238 | 248 | 258 | 268 |
| = DI _t per fartøy | 168 | 178 | 188 | 198 | 208 | 218 | 228 | 238 | 248 | 258 | 268 | 279 |
| * Antal fartøy | 71 | 72 | 76 | 78 | 78 | 76 | 74 | 72 | 70 | 68 | 68 | 68 |
| = DI_t | 11925 | 12801 | 14270 | 15430 | 16217 | 16568 | 16875 | 17134 | 17342 | 17538 | 18257 | 18988 |

Tabell 63: Vekst i driftsinntekter, DI

Etter å ha bestemt veksten for driftsinntekt per fartøy for hvert år, finner jeg driftsinntektene for det kommende året ved å gange årets DI_t per fartøy med antall fartøyer i flåten. Som tabell 63 viser er det forventet en ganske stor økning i DI fremover. Selv om beløpene er høye vil veksten ikke være urimelig. Vekst i totale driftsinntekter fremover avhenger av DI per fartøy og antall fartøy DOF har tilgjengelig hvert år.

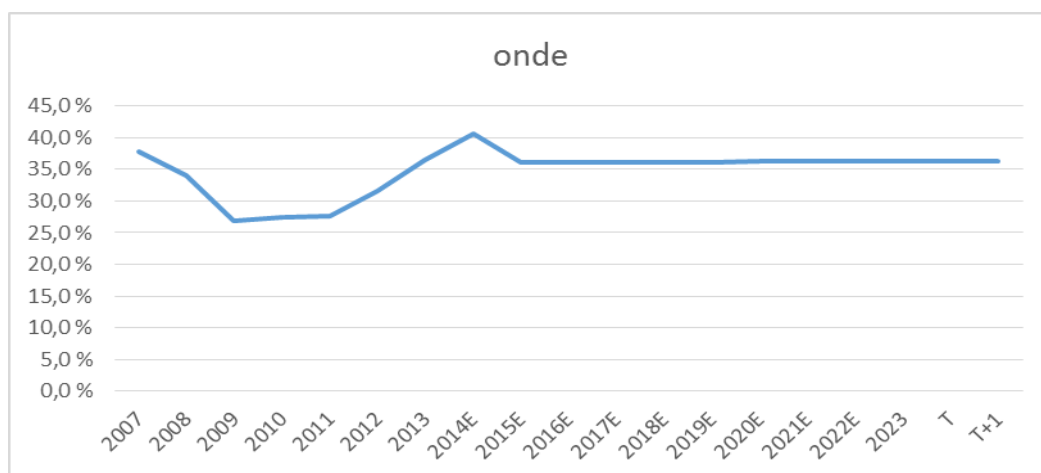


Figur 48: Fremtidig DI for DOF

10.1.2 Budsjettering av netto driftseiendeler

Omløpet til netto driftseiendeler (*onde*) avhenger av effektiviteten i bruken av netto driftskapital. Omløpet måler selskapets evne til å skape driftsinntekt per krone investert i driften. DOF har et omløp over analyseperioden som er relativt lavt, og ligger lavere enn bransjen forøvrig. Etter hvert som flåten blir eldre er det forventet at omløpet til netto driftseiendeler vil øke. Ettersom flåten er veldig ung vil anleggsmidlene være lite avskrivende enda som kan gi høy verdi av NDE og dermed et lavt nøkkeltall. 2009 er et år som er preget av finanskrisen, men også det faktum at store investeringer er foretatt i forbindelse med nybyggingsprogrammet. Flere skip i flåten skaffer også flere kontrakter og høyere driftsinntekt. Den høye investeringen i nye driftsrelaterte anleggsmidler har avtatt, og det antas at driftsinntektene vil ha en stabil, men lavere vekst fremover. Selv om nybyggingsprogrammet som pågår vil avsluttes innen år 2017, vil DOF fortsatt ønske å ha en relativt ung flåte. Noen nyinvesteringer og salg av eldre skip er derfor forventet til en viss grad, men på et lavere nivå.

Jeg mener at utnyttelsesgraden og dermed omløpet til netto driftsmidler, kan styrke seg i takt med at selskapet får de nye fartøyene i drift og investeringene stabiliseres på et lavere nivå. Siden DOF har hatt et mye lavere omløp enn gjennomsnittet i bransjen, kan det være rimelig å tro at omløpet vil reverseres mot et høyere nivå i henhold til bransjesnittet. Jeg har derfor valgt å sette *onde* nivået stabilt over budsjettperioden, med en ørliten vekst for hvert år. Dette er fortsatt en høy omløpshastighet for DOF, som videre gir et godt estimat for vekst i netto driftseiendeler og behov for driftskapital.

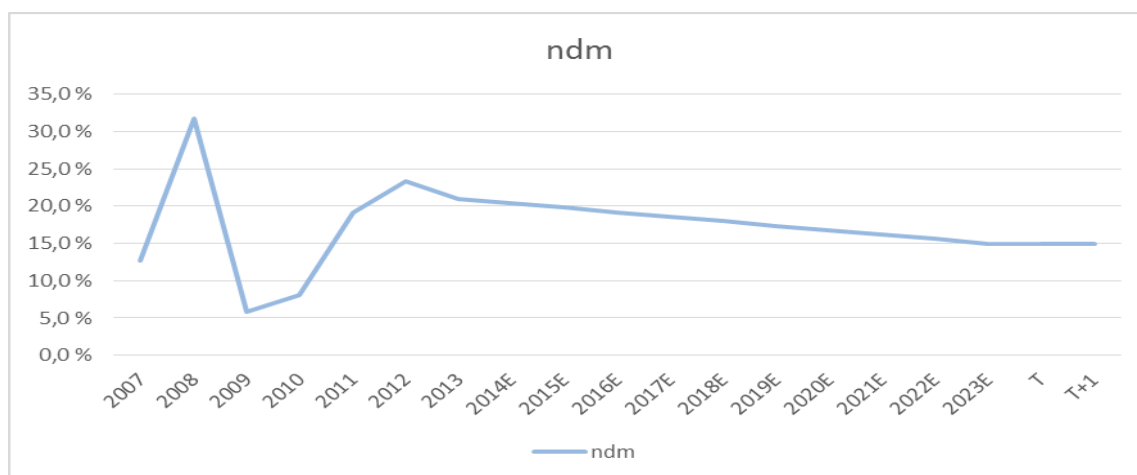


Tabell 64: Historisk og forventet utvikling i omløpet til netto driftsmidler, onde

10.1.3 Budsjettering av netto driftsresultat

Økt konkurranse er med på å drive netto driftsmargin ned mot bransje-gjennomsnittet på lengre sikt (Knivsflå, 2014 j). De historiske tallene viser et gjennomsnitt på 17,1 % i nettodriftsmargin og et tidsvektet snitt på 18,6 %. Over perioden har marginen vært ganske ustabil. Den er eksempelvis kunstig høy i 2008, og faller deretter drastisk i 2009. Fra og med 2010 er forholdene mer stabile. For fremtiden mener jeg at driftsmarginen vil stabilisere seg på nivå med gjennomsnittet og tidsvektet snitt og noe lavere i "steady state" Dette kan også relateres til funnene i Porter's modell, at DOF er i en bransje med konkurrenter som utgjør en moderat trussel for inntjeningen. Hovedsakelig er det de økte driftskostnadene som bidrar til at driftsmarginen blir noe lavere fremover.

Det er også et faktum at de høye investeringene som selskapene har gjort for å modernisere flåtene, har ført til overkapasitet av fartøyer i markedet i noen segmenter. DOF har hatt levering av 41 nye skip siden 2006. Det er en stor utfordring å lede så mange nybygg, derfor har de også hatt høyt fokus på velfungerende rekrutteringsprogram, for at de kan opprettholde effektivitet, kvalitet og sikkerhet. Jeg mener i samsvar med konklusjonen jeg fant av den strategiske analysen at DOF har gode muligheter for god inntjening, men driftsmarginen vil holde seg på et lavere nivå, på grunn av høye kostnader og hardere konkurranse om kontraktene. Mot horisonten er det ventet at marginen vil presses ned og jeg lar driftsmarginen reduseres mot 15 % av driftsinntektene på horisonten, som vist i figur 49.



Figur 49: Historisk og forventet netto driftsmargin, ndm

10.1.4 Budsjettering av netto finansiell gjeld

Budsjettdriverne her er finansiell gjeldsdel (*fgd*) og finansiell eiendelsdel (*fed*). Disse er gitt i forhold til netto driftseiendeler (NDE). Driverne finnes slik:

Formel 33: Finansiell eiendels- og gjeldsdel (Knivsflå, 2014 j)

$$1) fgd_t = \frac{FG_t}{NDE_t}$$

$$2) fed_t = \frac{FE_t}{NDE_t}$$

Hvor: FG = finansiell gjeld

FE = finansielle eiendeler

NDE = netto driftseiendeler

Forholdet mellom finansiell gjeld og netto driftsmidler har vært rimelig stabil over tid.

Bevegelsen skyldes investeringer i nye skip og finansieringen av disse. DOF har hatt behov for å ta opp flere lån for å kunne finansiere de nye fartøyene. I løpet av 2012 og første kvartal i 2013 har DOF tatt opp 4 nye obligasjonslån med 5 – 7 års varighet, for å kunne refinansiere gamle lån. DOF sier i sin kvartalsrapport at finansiell gjeld vil være på sitt høyeste i 2013, og deretter avta, i tråd med investeringsprogrammet.

Investeringsperioden forventes å vare frem til 2017, mens leveringen foregår i tidsrommet 2013 - 2017. De fleste lånene som skal finansiere de nye skipene i dette programmet, er allerede tatt opp. I prognosen vil dette føre til at finansiell gjeld avtar over hele perioden frem til "steady state". Dette er i tråd med de forventningene DOF har uttrykt i sine kvartalsrapporter (DOF ASA, 2013 a). Etterhvert som driften fra de nye skipene tar seg opp, vil den finansielle gjelden reduseres ved at DOF innfrir lånene, men reduksjonen forventes

ikke å være drastisk stor da DOF vil ønske å beholde en relativt høy andel gjeld i forhold til egenkapital for å beholde en del av finansieringsfordelen.

I forhold til bransjen har DOF en høy gjeldsgrad over hele perioden og rentemarginen har vært jevnt over positiv. Når driften har større avkastning enn kostnaden ved å bruke finansiell gjeld, vil finansiell gearing virke positivt på egenkapitalrentabiliteten, og DOF kan utnytte dette ved å ha netto finansiell gjeld.

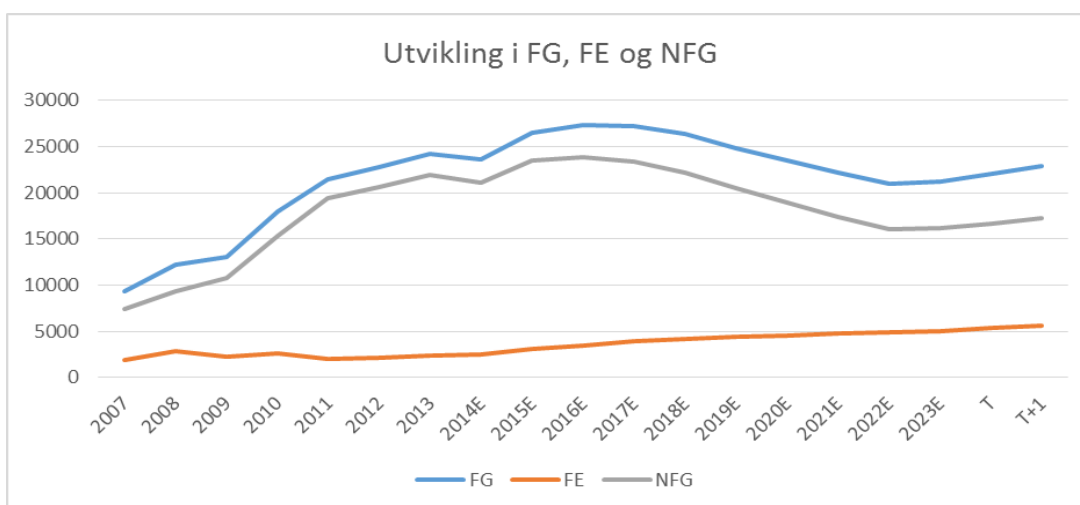
Nivået av finansiell gjeld forventes å stabiliserer seg på et noe lavere nivå. Grunnen til dette er at hoveddelen av investeringsprogrammet er nå over, og behovet for finansierings-lån vil gå ned betraktelig. Det er rimelig å anta at gjeldsgraden vil reverseres mot bransjesnittet. Forventet finansiell gjeldsdel forventes å være 45 % i "steady state".

Posten finansielle eiendeler består kun av finansielle omløpsmidler i DOFs regnskap. De finansielle omløpsmidlene består av kontanter og bundne bankinnskudd. Jeg tror de finansielle eiendelene vil være ganske stabil også mot horisonten slik det har vært de foregående årene. Tidsvektet snitt av fed_t har vært 9,8 %, og jeg mener dette er et godt estimat for horisonten. Jeg lar derfor fed_t vokse lineært fra 8,3 % 2013 til 10% i "steady state".

Oppsummert vil verdi av FG og FE gi fremtidig netto finansiell gjeld, NFG:

Formel 34: Netto finansiell gjeld (Knivsfå, 2014 j)

$$NFG_t = FG_t - FE_t$$



Figur 50: Historisk og forventet utvikling i FG, FE og NFG

10.1.5 Budsjettering av netto finansiell kostnad

Netto finanskostnader og netto finansinntekter er gitt ved følgende beregninger:

Formel 35: Netto finanskostnad og -inntekt

$$1) NFK_t = fgr_t * FG_{t-1}$$

$$2) NFI_t = fer_t * FE_{t-1}$$

Hvor budsjettdriverne er: fgr_t = finansiell gjeldsrente fer_t = finansiell eiendelsrentabilitet

Som vi ser av formelen er rentabiliteten og gjeldsrenten beregnet fra inngående kapital. En rimelig forutsetning er at finansiell gjeldsrente er lik finansielt gjeldskrav ($fgr = fgk$), og at finansiell eiendelsrente er lik finansielt eiendelskrav ($fer = fek$).

Krav til finansiell gjeld vil bestå av estimert risikofri rente etter skatt pluss kredittrisikopremie. DOF ble ratet til BB tidligere i analysen og vil derfor bli ilagt en risikopremie på 3,10 %. Dette vil være grunnlaget for kredittrisikopremien i framskrivingsperioden. Fordelingen er tilnærmet 100 % kontanter og bankinnskudd i forhold til finansielle investeringer. Endringen her drives derfor av risikofri rente etter skatt i framskrivingsperioden mot horisonten. Skatteprosenten er justert til 27 % fra 2014.

| | 2014E | 2015E | 2016E | 2017E | 2018E | 2019E | 2020E | 2021E | 2022E | 2023E | T | T+1 |
|--------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Syntetisk rating | BB | BB | BB | BB | BB | BB | BB | BB | BB | BB | BB | BB |
| Risikofri rente e. skatt | 1,26 % | 1,42 % | 1,58 % | 1,73 % | 1,89 % | 2,05 % | 2,21 % | 2,36 % | 2,52 % | 2,68 % | 2,68 % | 2,68 % |
| + Kredittrisikopremie | 3,10 % | 3,10 % | 3,10 % | 3,10 % | 3,10 % | 3,10 % | 3,10 % | 3,10 % | 3,10 % | 3,10 % | 3,10 % | 3,10 % |
| = Krav FG (krE) | 4,36 % | 4,52 % | 4,68 % | 4,83 % | 4,99 % | 5,15 % | 5,31 % | 5,46 % | 5,62 % | 5,78 % | 5,78 % | 5,78 % |

Tabell 65: Forventet fgk

| | 2014E | 2015E | 2016E | 2017E | 2018E | 2019E | 2020E | 2021E | 2022E | 2023E | T | T+1 |
|--|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Kontantkrav | 1,26 % | 1,42 % | 1,58 % | 1,73 % | 1,89 % | 2,05 % | 2,21 % | 2,36 % | 2,52 % | 2,68 % | 2,68 % | 2,68 % |
| * kontantvekt | 99,78 % | 99,78 % | 99,78 % | 99,78 % | 99,78 % | 99,78 % | 99,78 % | 99,78 % | 99,78 % | 99,78 % | 99,78 % | 99,78 % |
| + Finansielt fordringskrav | 3,43 % | 3,10 % | 3,10 % | 3,10 % | 3,10 % | 3,10 % | 3,10 % | 3,10 % | 3,10 % | 3,10 % | 3,10 % | 3,10 % |
| * Finansiell fordringsvekt | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| + Investeringskrav | 6,26 % | 6,42 % | 6,58 % | 6,73 % | 6,89 % | 7,05 % | 7,21 % | 7,36 % | 7,52 % | 7,68 % | 7,68 % | 7,68 % |
| * Investeringsvekt | 0,2 % | 0,2 % | 0,2 % | 0,2 % | 0,2 % | 0,2 % | 0,2 % | 0,2 % | 0,2 % | 0,2 % | 0,2 % | 0,2 % |
| = Finansielt eiendelskrav (krE) | 1,27 % | 1,43 % | 1,58 % | 1,74 % | 1,90 % | 2,06 % | 2,21 % | 2,37 % | 2,53 % | 2,69 % | 2,69 % | 2,69 % |

Tabell 66: Forventet fek

Ved å bruke forventede krav til finansielle eiendeler og -gjeld kommer jeg frem til følgende

NFK og NFI:

| | 2014E | 2015E | 2016E | 2017E | 2018E | 2019E | 2020E | 2021E | 2022E | 2023 | T | T+1 |
|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| FGt-1 | 24235 | 23588 | 26507 | 27359 | 27218 | 26349 | 24844 | 23425 | 22116 | 20936 | 21161 | 22017 |
| fgrt | 4,36 % | 4,52 % | 4,68 % | 4,83 % | 4,99 % | 5,15 % | 5,31 % | 5,46 % | 5,62 % | 5,78 % | 5,78 % | 5,78 % |
| NFKt | 1057 | 1066 | 1239 | 1322 | 1358 | 1356 | 1318 | 1280 | 1243 | 1210 | 1223 | 1272 |
| FEt-1 | 2319 | 2476 | 3066 | 3502 | 3879 | 4173 | 4362 | 4543 | 4714 | 4874 | 5033 | 5347 |
| fert | 1,27 % | 1,43 % | 1,58 % | 1,74 % | 1,90 % | 2,06 % | 2,21 % | 2,37 % | 2,53 % | 2,69 % | 2,69 % | 2,69 % |
| NFIt | 29 | 35 | 49 | 61 | 74 | 86 | 97 | 108 | 119 | 131 | 135 | 144 |

Tabell 67: Forventet netto finansiell kostnad og netto finansielle eiendeler

10.1.6 Budsjettert balanse, resultatregnskap og kontantstrøm

Fremtidig balanse for sysselsatt kapital

| | 2014E | 2015E | 2016E | 2017E | 2018E | 2019E | 2020E | 2021E | 2022E | 2023E | T | T+1 |
|------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| NDE | 29392 | 35460 | 39506 | 42694 | 44848 | 45795 | 46617 | 47306 | 47853 | 48367 | 50324 | 52308 |
| FE | 2476 | 3066 | 3502 | 3879 | 4173 | 4362 | 4543 | 4714 | 4874 | 5033 | 5347 | 5584 |
| SSE | 31869 | 38526 | 43009 | 46573 | 49022 | 50157 | 51160 | 52020 | 52727 | 53399 | 55671 | 57892 |
| EK | 8281 | 12019 | 15650 | 19355 | 22673 | 25313 | 27734 | 29904 | 31791 | 32238 | 33654 | 35007 |
| FG | 23588 | 26507 | 27359 | 27218 | 26349 | 24844 | 23425 | 22116 | 20936 | 21161 | 22017 | 22885 |
| SSK | 31869 | 38526 | 43009 | 46573 | 49022 | 50157 | 51160 | 52020 | 52727 | 53399 | 55671 | 57892 |
| Δ EK | 1935 | 3738 | 3631 | 3705 | 3318 | 2640 | 2422 | 2170 | 1887 | 448 | 1415 | 1353 |
| Δ FG | -647 | 2919 | 852 | -141 | -869 | -1505 | -1419 | -1310 | -1180 | 225 | 856 | 868 |
| Δ NDE | 1130 | 6068 | 4046 | 3187 | 2155 | 946 | 822 | 689 | 547 | 514 | 1957 | 1984 |

Tabell 68: Framskrevet balanse, SSK

Sysselsatte eiendeler finnes ved å legge sammen estimert netto driftseiendeler (*NDE*) og finansielle eiendeler (*FE*). Siden sysselsatte eiendeler er lik sysselsatt kapital og vi allerede har estimert finansiell gjeld (*FG*), kan vi finne estimert egenkapital (*EK*) ved å trekke finansiell gjeld fra sysselsatte eiendeler.

Tabell 68 viser også endring i *EK* for hvert år. Endringen i *EK* vil påvirke hvordan netto utbetalt utbytte (*NBU*) vil utvikle seg fremover i resultatregnskapet. For *DOF* vil endringen i *EK* komme av innhenting av egenkapital fra investorer gjennom emisjoner, samt ved å holde tilbake resultat. Fra og med 2019 forventes det at driften greier å generere resultat som kan dekke inn krav om egenkapitalvekst, samt betale ut utbytte til investorene. Det er forventningen om fremtidig utbetaling av utbytte som gjør at *DOF* greier å skaffe investorer.

Fremtidsresultat for DOF

| FREMIDSRESULTAT | | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | T | T+1 |
|------------------------------------|------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Driftsinntekter | DI | 11925 | 12801 | 14270 | 15430 | 16217 | 16568 | 16875 | 17134 | 17342 | 17538 | 18257 | 18988 |
| * netto driftsmargin | ndm | 20,4 % | 19,8 % | 19,2 % | 18,6 % | 18,0 % | 17,4 % | 16,8 % | 16,2 % | 15,6 % | 15,0 % | 15,0 % | 15,0 % |
| = Netto driftsresultat | NDR | 2430 | 2532 | 2737 | 2867 | 2916 | 2880 | 2832 | 2772 | 2702 | 2627 | 2735 | 2844 |
| + Netto finansinntekt | NFI | 29 | 35 | 49 | 61 | 74 | 86 | 97 | 108 | 119 | 131 | 135 | 144 |
| = Nettoresultat til SSK | NRS | 2460 | 2567 | 2786 | 2928 | 2990 | 2965 | 2928 | 2880 | 2821 | 2758 | 2870 | 2988 |
| - Netto finanskostnader | NFK | 1057 | 1066 | 1239 | 1322 | 1358 | 1356 | 1318 | 1280 | 1243 | 1210 | 1223 | 1272 |
| = Netto resultat til EK | NRE | 1403 | 1502 | 1546 | 1606 | 1631 | 1609 | 1610 | 1600 | 1578 | 1549 | 1648 | 1716 |
| + Unormalt driftsresultat | UNDR | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| + Unormalt finansresultat | UNFR | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| = Fullstendig nettoresultat | FNR | 1403 | 1502 | 1546 | 1606 | 1631 | 1609 | 1610 | 1600 | 1578 | 1549 | 1648 | 1716 |
| - Netto utbetalt utbytte | NBU | -532 | -2236 | -2085 | -2099 | -1687 | -1031 | -811 | -569 | -308 | 1101 | 232 | 363 |
| = Endring i egenkapital | ΔEK | 1935 | 3738 | 3631 | 3705 | 3318 | 2640 | 2422 | 2170 | 1887 | 448 | 1415 | 1353 |

Tabell 69: Framskrive resultatregnskap

For å finne netto betalt utbytte, trekker man fra FNR fra estimert endring i EK. Dette skal videre stemme overens med fri kontantstrøm til egenkapitalen, som betales ut som utbytte, eventuelt hentes inn som kapitalinnskudd.

Fremtidig kontantstrøm

| Kontantstrømoppstilling | | 2014E | 2015E | 2016E | 2017E | 2018E | 2019E | 2020E | 2021E | 2022E | 2023E | T | T+1 |
|--|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-------------|-------------|-------------|-------------|------------|------------|
| Normalt driftsresultat | NDR | 2430 | 2532 | 2737 | 2867 | 2916 | 2880 | 2832 | 2772 | 2702 | 2627 | 2735 | 2844 |
| + Unormal netto driftsresultat | UNDR | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| - Økning i netto driftseiendeler | ΔNDE | 1130 | 6068 | 4046 | 3187 | 2155 | 946 | 822 | 689 | 547 | 514 | 1957 | 1984 |
| = Fri kontantstrøm drift | FKD | 1300 | -3536 | -1309 | -321 | 761 | 1933 | 2009 | 2083 | 2155 | 2113 | 778 | 860 |
| + Netto finansinntekter | NFI | 29 | 35 | 49 | 61 | 74 | 86 | 97 | 108 | 119 | 131 | 135 | 144 |
| - endring i finansielle eiendeler | ΔFE | 157 | 589 | 437 | 376 | 294 | 189 | 181 | 171 | 160 | 159 | 314 | 237 |
| = Fri kontantstrøm til SSK | FKSK | 1172 | -4089 | -1697 | -636 | 540 | 1831 | 1925 | 2020 | 2114 | 2086 | 599 | 767 |
| - Netto finanskostnader | NFK | 1057 | 1066 | 1239 | 1322 | 1358 | 1356 | 1318 | 1280 | 1243 | 1210 | 1223 | 1272 |
| + Endring i finansiell gjeld | ΔFG | -647 | 2919 | 852 | -141 | -869 | -1505 | -1419 | -1310 | -1180 | 225 | 856 | 868 |
| = Fri kontantstrøm til EK = NBU | FKEK | -532 | -2236 | -2085 | -2099 | -1687 | -1031 | -811 | -569 | -308 | 1101 | 232 | 363 |

Tabell 70: Forventet kontantstrøm

Fri kontantstrøm til sysselsatt kapital fra drift, FKD, vil etter 2018 ha en positiv utvikling. Fri kontantstrøm til egenkapitalen blir beregnet til å være vesentlig mye bedre enn hva den historisk sett har vært. I denne kontantstrømoppstillingen er det rom for utbetaling av utbytte fra og med 2023, noe som DOF ikke har hatt mulighet til de siste årene.

Som det kommer frem av kontantstrømmen i tabell 70 vil det være behov for et høyere kapitalinnskudd i 2016 og 2017. Bakgrunnen for dette er at de siste fartøyene leveres her, og skal betales. I tillegg forventer DOF at de i tillegg skal redusere finansiell gjeld fra 2013. Derav må de hente inn ny kapital i 2016 og 2017. Med forvente om betaling av utbytte fra og med 2023 er det trolig at de greier å skaffe nok kapitalinnskudd fra investorer.

10.2 Framskrivning av avkastningskrav

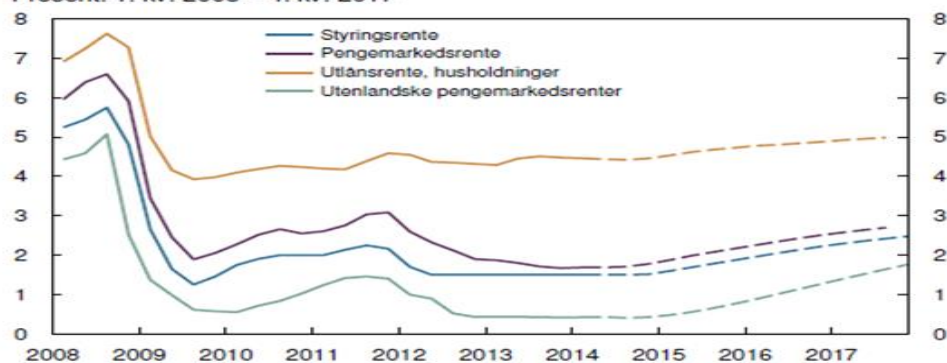
For å kunne estimere verdien av DOF, må avkastningskravene som er beregnet på historiske data, fremskrives i budsjettperioden mot horisonten.

Framskrivning av egenkapitalkravet inn i analyseperioden vil hovedsakelig bygge på forutsetninger om den risikofrie renten, markedets risikopremie og egenkapitalbeta.

Risikofri rente

Risikofri rente som er gitt av 3 måneders NIBOR, er ved inngangen til framskrivingsperioden på 1,6 % etter skatt og risikopremie. Risikofri rente tenderer til å vende tilbake mot 10-årgjennomsnittet (Knivsflå, 2014 k). Ved å beregne risikofri rente siste 10 årene etter skatt, får jeg et snitt på 2,03 %. Dette nivået er ganske lavt, og kanskje litt for lavt som et estimat for horisonten. NIBOR har vært på et lavt nivå for å stimulere vekst i økonomien generelt, og det er derfor rimelig å anta at denne vil øke noe i fremtiden. SSB mener at denne renten vil holde seg uforandret i en periode fremover, før den begynner å øke (Statistisk sentralbyrå, 2013). Sammen med Norges Bank har de satt opp en prognose for de kommende årene som viser NIBOR i lilla farge i figur 52 under:

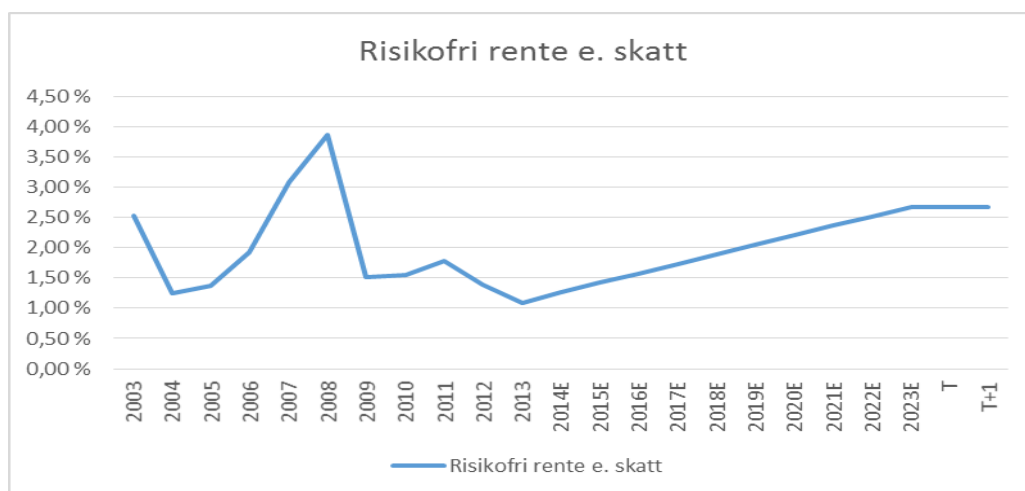
Figur 2.6 Styringsrente, tremåneders pengemarkedsrente¹⁾, utlånsrente til husholdninger²⁾ og utenlandske pengemarkedsrenter i referansebanen. Prosent. 1. kv. 2008 – 4. kv. 2017³⁾



1) Styringsrente i referansebanen med påslag i det norske pengemarkedet. Beregningene er basert på at varslede renteendringer prises inn i pengemarkedet
 2) Gjennomsnittlig utlånsrente fra banker og kredittforetak for alle utlån til husholdninger
 3) Ånslag for 1. kv. 2014 – 4. kv. 2017 (stiplet)
 Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 51: Prognose av utviklingen av NIBOR (Norges Bank, 2014)

På grunnlag av dette mener jeg det er rimelig å forvente et normalnivå av nominell NIBOR omtrent på dette nivået. Nominell risikofri rente settes til 4,0 %. Dette gir en risikofri rente etter risikopremie og skatt, på 2,70 %. Jeg antar lineær vekst frem til målet for risikofri rente i "steady state" på 4,00 %.



Figur 52: Risikofri rente etter skatt

Markedsrisikopremie

Risikopremie for fremtiden kan baseres på historiske observasjoner. Jeg velger å støtte meg til Thore Johnsen's studie som argumenterer for at fremtidig markedsrisikopremie etter skatt også vil være 5 %. Dette vil være litt lavt i et internasjonalt perspektiv, men for Norge er dette en risikopremie som er rimelig å anta (Knivsflå, 2014 k).

Egenkapitalbeta, β_E

Egenkapitalbeta blir beregnet på forutsetningen til Miller & Modigliani om at netto driftsbeta er konstant og uavhengig av finansieringen. Egenkapitalbeta vil derfor etter hvert synke i takt med at den finansielle gearingen reduseres. Dette gjør at kravet til egenkapital også synker.

Etter mine observasjoner får jeg beste estimat av egenkapitalbeta på 0,975. Jeg mener dette estimatet er et godt utgangspunkt for inngangsverdi til framskrivingsperioden. Driftsbeta som finnes ved egenkapitalbeta på 0.975 settes som konstant for fremtiden. Deretter estimeres egenkapitalbeta hvert år. Ved å holde netto driftsbeta konstant vil beta til egenkapital variere med den finansielle gearingen i framskrivingen, som vises i tabell 71.

| | 2014E | 2015E | 2016E | 2017E | 2018E | 2019E | 2020E | 2021E | 2022E | 2023 | T | T+1 |
|-----------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| EK beta β_{EK} | 0,977 | 0,878 | 0,807 | 0,754 | 0,716 | 0,688 | 0,666 | 0,649 | 0,636 | 0,634 | 0,632 | 0,631 |
| * EK/NDK | 0,282 | 0,339 | 0,396 | 0,453 | 0,506 | 0,553 | 0,595 | 0,632 | 0,664 | 0,667 | 0,669 | 0,669 |
| + Netto finans beta β_{NFG} | 0,451 | 0,456 | 0,462 | 0,470 | 0,479 | 0,489 | 0,500 | 0,513 | 0,526 | 0,529 | 0,533 | 0,533 |
| * NFG/NDK | 0,718 | 0,661 | 0,604 | 0,547 | 0,494 | 0,447 | 0,405 | 0,368 | 0,336 | 0,333 | 0,331 | 0,331 |
| = Netto driftsbeta β_{NDK} | 0,599 | 0,599 | 0,599 | 0,599 | 0,599 | 0,599 | 0,599 | 0,599 | 0,599 | 0,599 | 0,599 | 0,599 |

Tabell 71: Egenkapitalbeta og netto driftsbeta

Estimert egenkapitalkrav

Dette vil gi følgende estimert egenkapitalkrav for fremtiden:

| | 2014E | 2015E | 2016E | 2017E | 2018E | 2019E | 2020E | 2021E | 2022E | 2023E | T | T+1 |
|-------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 3mnd NIBOR | 2,00 % | 2,25 % | 2,50 % | 2,75 % | 3,00 % | 3,25 % | 3,50 % | 3,75 % | 4,00 % | 4,25 % | 4,25 % | 4,25 % |
| - Risikopremie | 0,20 % | 0,23 % | 0,25 % | 0,28 % | 0,30 % | 0,33 % | 0,35 % | 0,38 % | 0,40 % | 0,43 % | 0,43 % | 0,43 % |
| - Skatt | 0,54 % | 0,61 % | 0,68 % | 0,74 % | 0,81 % | 0,88 % | 0,95 % | 1,01 % | 1,08 % | 1,15 % | 1,15 % | 1,15 % |
| = Risikofri rente etter skatt | 1,26 % | 1,42 % | 1,58 % | 1,73 % | 1,89 % | 2,05 % | 2,21 % | 2,36 % | 2,52 % | 2,68 % | 2,68 % | 2,68 % |
| Beta | 0,977 | 0,878 | 0,807 | 0,754 | 0,716 | 0,688 | 0,666 | 0,649 | 0,636 | 0,634 | 0,632 | 0,631 |
| MRP etter skatt | 5 % | 5 % | 5 % | 5 % | 5 % | 5 % | 5 % | 5 % | 5 % | 5 % | 5 % | 5 % |
| = EK krav | 6,15 % | 5,81 % | 5,61 % | 5,50 % | 5,47 % | 5,49 % | 5,53 % | 5,61 % | 5,70 % | 5,85 % | 5,84 % | 5,83 % |

Tabell 72: Framskrive egenkapitalkrav

Netto finansielt krav

For å finne et fremtidig estimat for netto finansielt krav benytter jeg samme modell som for analyseperioden 2007-2013. Kravene er allerede beregnet i tabell 65 og 66.

| | 2014E | 2015E | 2016E | 2017E | 2018E | 2019E | 2020E | 2021E | 2022E | 2023E | T | T+1 |
|----------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Krav til finansiell gjeld | 4,36 % | 4,52 % | 4,68 % | 4,83 % | 4,99 % | 5,15 % | 5,31 % | 5,46 % | 5,62 % | 5,78 % | 5,78 % | 5,78 % |
| * FG/NFG | 1,12 | 1,13 | 1,15 | 1,17 | 1,19 | 1,21 | 1,24 | 1,27 | 1,30 | 1,31 | 1,32 | 1,32 |
| - Krav til finansielle eiendeler | 1,27 % | 1,43 % | 1,58 % | 1,74 % | 1,90 % | 2,06 % | 2,21 % | 2,37 % | 2,53 % | 2,69 % | 2,69 % | 2,69 % |
| * FE/NFG | 0,12 | 0,13 | 0,15 | 0,17 | 0,19 | 0,21 | 0,24 | 0,27 | 0,30 | 0,31 | 0,32 | 0,32 |
| = Krav til NFG | 4,72 % | 4,92 % | 5,13 % | 5,35 % | 5,57 % | 5,81 % | 6,05 % | 6,30 % | 6,56 % | 6,74 % | 6,77 % | 6,77 % |

Tabell 73: Framskrive finansielt krav

Netto driftskrav:

Avskrivningen til totalkapitalen beregnes som et vektet gjennomsnitt av avkastningskravet til egenkapitalen og kravet til finansiell gjeld. I verdsettelsen vil dette kravet brukes til å neddiskontere fremtidige kontantstrømmer for å finne verdien av selskapet i dag.

| | 2014E | 2015E | 2016E | 2017E | 2018E | 2019E | 2020E | 2021E | 2022E | 2023E | T | T+1 |
|-----------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Krav til EK (ekk) | 6,15 % | 5,81 % | 5,61 % | 5,50 % | 5,47 % | 5,49 % | 5,53 % | 5,61 % | 5,70 % | 5,85 % | 5,84 % | 5,83 % |
| * EK/NDK | 0,282 | 0,339 | 0,396 | 0,453 | 0,506 | 0,553 | 0,595 | 0,632 | 0,664 | 0,667 | 0,669 | 0,669 |
| + Krav til NFG (nfgk) | 4,72 % | 4,92 % | 5,13 % | 5,35 % | 5,57 % | 5,81 % | 6,05 % | 6,30 % | 6,56 % | 6,74 % | 6,77 % | 6,77 % |
| * NFG/NDK | 0,718 | 0,661 | 0,604 | 0,547 | 0,494 | 0,447 | 0,405 | 0,368 | 0,336 | 0,333 | 0,331 | 0,331 |
| = WACC (ndk) | 5,12 % | 5,22 % | 5,32 % | 5,42 % | 5,52 % | 5,63 % | 5,74 % | 5,86 % | 5,99 % | 6,14 % | 6,14 % | 6,15 % |

Tabell 74: Fremtidig avkastningskrav, WACC

11 Verdsettelse

Denne delen av utredningen tar for seg selve verdsettelsen av DOF. Målet er å finne et verdiesimat på egenkapitalen der verdien jeg kommer frem til danner grunnlaget for handlingsstrategi for en investor; hold, kjøp eller selg.

11.1 Fundamental verdsettelse

Denne tilnærmingen er basert på framskrivingen av avkastningskrav, resultatregnskap, balanse og kontantstrøm som er beregnet i forrige kapittel. Framskrivningen er basert på innsikt i strategiske og regnskapsmessige analysene.

11.1.1 Egenkapitalmetoden

Egenkapitalmetoden har fire ulike tilnærminger:

1) Dividendemodellen

Egenkapitalen verdsettes til nåverdien av fremtidige dividender

2) Fri kontantstrøm modellen

Egenkapitalen verdsettes til nåverdien av de frie kontantstrømmene til egenkapitalen

3) Superprofittmodellen

Egenkapitalen verdsettes til balanseført verdi av egenkapital pluss eventuell superprofitt

4) Superprofitt til vekst modellen

Egenkapitalen verdsettes til kapitalisert verdi av nettoresultatet pluss nåverdi av superprofittvekst

For alle metodene vil verdsettelsen skje i to steg. Først diskonteres størrelsene fra budsjettperioden, deretter framskrives horisontleddet med konstant vekst i all fremtid. Jeg har valgt å fokusere på fri kontantstrøm modellen og superprofittmodellen. Vekst på horisontleddet er satt til 4 %.

11.1.1.1 Fri kontantstrøm modellen

Verdien av egenkapitalen under fri kontantstrøm modellen beregnes ved følgende formel:

Formel 36: Fri kontantstrøm til EK

$$VEK_0 = \sum_{t=1}^T \frac{FKE_t}{(1 + ekk_t) * (1 + ekk_1)} + \frac{FKE_{T+1}}{(1 + ekk_1) * (1 + ekk_T) * (ek_{T+1} - ek_{T+1})}$$

Første leddet i denne formelen er nåverdien til fri kontantstrøm til egenkapitalen over budsjettperioden, diskontert med egenkapitalkravet. I det siste leddet diskonteres nåverdien av horisontleddet med konstant vekst.

Verdien per aksje finnes så ved å dividere dette verdiestimatet til egenkapitalen, VEK_0 , med antall utestående aksjer per 31.12.2013. Utestående aksjer hentes fra årsrapport for 2013.

| FRI KS TIL EK | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E | 2017E | 2018E | 2019E | 2020E | 2021E | 2022E | 2023E | T | T+1 |
|--------------------------------|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|
| Fri kontantstøm til EK | | -532 | -2236 | -2085 | -2099 | -1687 | -1031 | -811 | -569 | -308 | 1101 | 232 | 363 |
| Diskonteringsfaktor | | 1,061 | 1,058 | 1,056 | 1,055 | 1,055 | 1,055 | 1,055 | 1,056 | 1,057 | 1,058 | 1,058 | 1,058 |
| Akkumulert ekk | | 1,061 | 1,123 | 1,186 | 1,251 | 1,320 | 1,392 | 1,469 | 1,552 | 1,640 | 1,736 | 1,837 | |
| Nåverdi 2014 - T | -8 292 | -501 | -1991 | -1758 | -1677 | -1278 | -740 | -552 | -367 | -188 | 634 | 126 | |
| Nåverdi av terminalleddet | 10 768 | | | | | | | | | | | | 10 768 |
| = Verdi av egenkapital | 2 476 | | | | | | | | | | | | |
| Antall aksjer | 111,051348 | | | | | | | | | | | | |
| Verdi estimat per aksje | 22,29 | | | | | | | | | | | | |

ekk-ekv T+1
0,018

Tabell 75: Fri kontantstrøm til EK

Tabell 75 viser at ved bruk av fri kontantstrøm til egenkapitalen estimeres verdien per aksje i DOF til å være NOK 22,29.

11.1.1.2 Superprofittmodellen

Verdien av egenkapitalen ved bruk av superprofittmodellen beregnes med følgende formel:

Formel 37: Superprofittmodellen

$$VEK_0 = EK_0 + \sum_{t=1}^T \frac{(ekr_t - ekk_t) * EK_{t-1}}{(1 + ekk_1) * (1 + ekk_t)} + \frac{(ekr_{T+1} - ekk_{T+1}) * EK_T}{(1 + ekk_1) * (1 + ekk_T) * (ekv_{T+1} - ekk_{T+1})}$$

Denne modellen tar utgangspunkt i den omgrupperte balansen fra regnskapsanalysen. Det første leddet er balanseført egenkapital per 31.12.2013. Ledd nummer to er nåverdien av superprofitten til egenkapitalen over budsjettperioden, diskontert med egenkapitalkravet. Det siste leddet beregner så nåverdien av horisonten, der man antar en konstant vekst.

| Superprofittmodellen EK | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E | 2017E | 2018E | 2019E | 2020E | 2021E | 2022E | 2023E | T | T+1 |
|------------------------------|--------------|-------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|-------------|
| Netto resultat til EK | | 1403 | 1502 | 1546 | 1606 | 1631 | 1609 | 1610 | 1600 | 1578 | 1549 | 1648 | 1716 |
| Diskonteringsfaktor | | 1,061 | 1,058 | 1,056 | 1,055 | 1,055 | 1,055 | 1,055 | 1,056 | 1,057 | 1,058 | 1,058 | 1,058 |
| Akkumulert ekk | | 1,061 | 1,123 | 1,186 | 1,251 | 1,320 | 1,392 | 1,469 | 1,552 | 1,640 | 1,736 | 1,837 | |
| EK _{1B} | | 6 346 | 8 281 | 12 019 | 15 650 | 19 355 | 22 673 | 25 313 | 27 734 | 29 904 | 31 791 | 32 238 | 33 654 |
| $(ekr_t - ekk_t) * EK_{t-1}$ | | 957 | 842 | 749 | 644 | 505 | 330 | 184 | 29 | -134 | -283 | -228 | -238 |
| Nåverdi 2014 -T | 3 191 | 901 | 750 | 631 | 514 | 382 | 237 | 125 | 19 | -82 | -163 | -124 | |
| Nåverdi av terminalleddet | -7 069 | | | | | | | | | | | | -7 069 |
| EK per 31.12.2013 | 6 346 | | | | | | | | | | | | |
| Nåverdi av budsjettperiode | 3 191 | | | | | | | | | | | | ekk-ekv T+1 |
| Nåverdi av horisontledd | -7 069 | | | | | | | | | | | | 0,018 |
| = Verdi av egenkapital | | <hr/> | | | | | | | | | | | 2 468 |
| Antall aksjer | 111,051348 | | | | | | | | | | | | |
| Verdi estimat per aksje | 22,22 | | | | | | | | | | | | |

Tabell 76: Superprofitt til egenkapitalen

Ved bruk av superprofittmodellen estimeres verdien per aksje i DOF til å være NOK 22,22. Tabell 75 og 76 skal i utgangspunktet vise en verdi per aksje som er helt identisk. Den lille forskjellen her kommer av avrundinger i regnskapet.

11.1.2 Selskapskapitalmetoden

11.1.2.1 Fri kontantstrøm fra drift til netto driftskapital

Egenkapitalens verdi finnes ved å benytte samme tankegang som ved fri kontantstrøm til egenkapitalen, men nå fokuseres det på selskapskapitalen i stedet. Formelen blir som følger:

Formel 38: Fri kontantstrøm fra drift til netto driftskapital

$$VEK_0 = \sum_{t=1}^T \frac{FKD_t}{(1 + ndk_t) * (1 + ndk_1)} + \frac{FKD_{T+1}}{(1 + ndk_1) * (1 + ndk_T) * (ndk_{T+1} - ndv_{T+1})} - NFG - MI$$

Modellen her vil bruke fri kontantstrøm til fra drift i teller, og nåverdien beregnes ved å diskontere med netto driftskrav i stedet for egenkapitalkravet og egenkapitalveksten erstattes med netto driftsvekst. For å finne et verdiestimat på egenkapitalen må netto finansiell gjeld (NFG) og minoritetsinteresser (MI) trekkes fra. Verdien finnes så ved å dividere estimatet VEK_0 med antall aksjer utestående per 31.12.2013.

| FRI KS TIL NDK | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E | 2017E | 2018E | 2019E | 2020E | 2021E | 2022E | 2023E | T | T+1 |
|--------------------------------|--------------|-------|--------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------------------|
| Fri KS fra drift | | 1300 | -3536 | -1309 | -321 | 761 | 1933 | 2009 | 2083 | 2155 | 2113 | 778 | 860 |
| Diskonteringsfaktor | | 1,051 | 1,052 | 1,053 | 1,054 | 1,055 | 1,056 | 1,057 | 1,059 | 1,060 | 1,061 | 1,061 | 1,061 |
| Akkumulert <i>ndkk</i> | | 1,051 | 1,106 | 1,165 | 1,228 | 1,296 | 1,369 | 1,447 | 1,532 | 1,624 | 1,724 | 1,830 | |
| Nåverdi 2014 - T | 4 381 | 1 236 | -3 196 | -1 124 | -261 | 587 | 1 413 | 1 388 | 1 360 | 1 327 | 1 226 | 425 | |
| Nåverdi av terminalleddet | 21 911 | | | | | | | | | | | | 21 911 |
| Nåverdi av netto driftskapital | 26 292 | | | | | | | | | | | | ndk-ndv T+1 |
| - NFG 31.12.2013 | 21 916 | | | | | | | | | | | | 0,021 |
| = Verdi av egenkapital | 4 376 | | | | | | | | | | | | |
| Antall aksjer | 111,051348 | | | | | | | | | | | | |
| Verdi estimat per aksje | 39,40 | | | | | | | | | | | | |

Tabell 77: Fri kontantstrøm til total kapital

Tabell 77 viser at ved bruk av fri kontantstrøm til netto driftskapital-modellen estimeres verdien per aksje i DOF til å være NOK 39,40.

11.1.2.2 Superprofittmodellen

Verdien av egenkapitalen beregnes her også på lik måte som under egenkapitalen, bare ved å flytte fokus til total kapitalen. Logikken bak modellen er fortsatt den samme. Formelen blir som følger:

Formel 39: Superprofitt til netto driftskapital

$$VEK_0 = EK_0 + \sum_{t=1}^T \frac{(ndr_t - ndk_t) * NDk_{t-1}}{(1 + ndk_1) * (1 + ndk_t)} + \frac{(ndr_{T+1} - ndk_{T+1}) * NDk_T}{(1 + ndk_1) * (1 + ndk_T) * (ndk_{T+1} - ndv_{T+1})} - NFG_0 - MI_0$$

I denne formelen benytter jeg netto driftskapital i stedet for egenkapital og nåverdien beregnes ved å diskontere med netto driftskrav, i stedet for egenkapitalkravet. Egenkapitalveksten erstattes med netto driftsvekst. For å finne egenkapitalens verdi, må netto finansiell gjeld (NFG) og eventuelle minoritetsinteresser (MI) trekkes fra. Deretter kan vi dividere denne verdien på antall utestående aksjer per 31.12.2013, for å finne verdi per aksje.

| Superprofittmodellen NDK | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E | 2017E | 2018E | 2019E | 2020E | 2021E | 2022E | 2023E | T | T+1 |
|--|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|-------------|
| Netto driftsresultat | | 2430 | 2532 | 2737 | 2867 | 2916 | 2880 | 2832 | 2772 | 2702 | 2627 | 2735 | 2844 |
| Netto driftskrav (ndk) | | 1,051 | 1,052 | 1,053 | 1,054 | 1,055 | 1,056 | 1,057 | 1,059 | 1,060 | 1,061 | 1,061 | 1,061 |
| Akkumulert ndk | | 1,051 | 1,106 | 1,165 | 1,228 | 1,296 | 1,369 | 1,447 | 1,532 | 1,624 | 1,724 | 1,830 | |
| NDK _{1B} | | 28 262 | 29 392 | 35 460 | 39 506 | 42 694 | 44 848 | 45 795 | 46 617 | 47 306 | 47 853 | 48 367 | 50 324 |
| (ndr _t -ndk _t)*NDK _{t-1} | | 1 039 | 854 | 801 | 715 | 585 | 419 | 265 | 103 | -68 | -254 | -215 | -224 |
| Nåverdi 2014 - T | 3 732 | 989 | 772 | 688 | 582 | 452 | 306 | 183 | 67 | -42 | -147 | -117 | |
| Nåverdi av terminalleddet T+1 | -5 703 | | | | | | | | | | | | -5703 |
| NDK per 31.12.2013 | 28 262 | | | | | | | | | | | | ndk-ndv T+1 |
| Nåverdi av budsjettperiode | 3 732 | | | | | | | | | | | | 0,021 |
| Nåverdi av horisontledd | -5 703 | | | | | | | | | | | | |
| Verdi av NDK | 26 291 | | | | | | | | | | | | |
| NFG 31.12.2013 | 21 916 | | | | | | | | | | | | |
| Verdi av EK | 4 375 | | | | | | | | | | | | |
| Antall aksjer | 111,051348 | | | | | | | | | | | | |
| Verdi estimat per aksje | 39,40 | | | | | | | | | | | | |

Tabell 78: Superprofitt til total kapital

Ved bruk av superprofittmodellen til total kapitalen estimeres verdien per aksje i DOF til å være NOK 39,40.

Egenkapitalmetoden og selskapskapitalmetoden kan gi to forskjellige verdiestimer. Grunnen til at egenkapitalmetoden og selskapskapitalmetoden opprinnelig avviker fra hverandre, er fordi avkastningskravet er blitt vektet med budsjetterte verdier i stedet for virkelig verdi.

Fri kontantstrøm til egenkapital og superprofitt til egenkapital skal gi samme verdiestimat, og fri kontantstrøm til netto driftskapitalmetoden og superprofitt til netto driftskapitalmetoden skal gi samme verdiestimat i beregningen. Som det kommer frem av mine tabeller avviker estimatet noe i egenkapitalmetoden, men dette kommer av kommafeil i regnearkene, og forskjellen avviker ikke vesentlig.

Dersom disse to metodene gir estimat som ligger relativt nære hverandre, velger vi å benytte gjennomsnittet av de to metodene, som grunnlag for et verdiestimat av egenkapitalen. Er det stor forskjell mellom estimatene, er man nødt å foreta en konvergering for å få et mer nøyaktig estimat. Dette gjøres ved at man sekvensielt oppdaterer fremtidsregnskapet med estimerte verdier for egenkapitalen. Prosessen gjentas til verdien av egenkapitalmetoden og total kapitalmetoden konvergerer mot samme verdi (Knivsflå, 2014 s).

Ettersom mine estimat ikke ligger særlig fra hverandre, har jeg valgt finne endelig verdiestimat utfra gjennomsnittsberegning av disse estimatene.

| | EK | NDK | Gjennomsnitt |
|-------------------------|-------|-------|--------------|
| Fri kontantstrøm-modell | 22,29 | 39,40 | 30,85 |
| Superprofittmodell | 22,22 | 39,40 | 30,81 |
| | | | 30,83 |

Tabell 79: Oppsummering av fundamental verddivurdering

Gjennomsnittet av egenkapitalmetoden og selskapsmetoden gir et verdiestimat per aksje på NOK 30,83. Aksjekurs per 30. desember 2013 var NOK 31,70. Per 16. juni 2014 er DOF aksjen notert på Oslo Børs til NOK 29,50. Gjennomsnittsestimatet jeg har funnet er med andre ord marginalt lavere enn aksjekursen per 31.12.2013. I forhold til dagens aksjekurs betyr det at mitt regnskap og tilhørende krav vurderer aksjen til å være minimalt overpriset 31.12.2013 ved gjennomsnittlig vurdering. Ved EK-metode er aksjen overpriset, ved NDK-metode er den underpriset.

11.2 Sensitivitetsanalyse

Verdiestimatet som jeg har kommet frem til for DOF er basert på estimerte og usikre verdier for budsjett- og avkastningsdrivere. Budsjettdriverne er beregnet ut fra den strategiske analysen i tillegg til historiske tall fra regnskapsanalysen. Avkastningskravene vil også da være påvirket av de fremskrevne verdiene og budsjetteringen av fremtidsregnskapet.

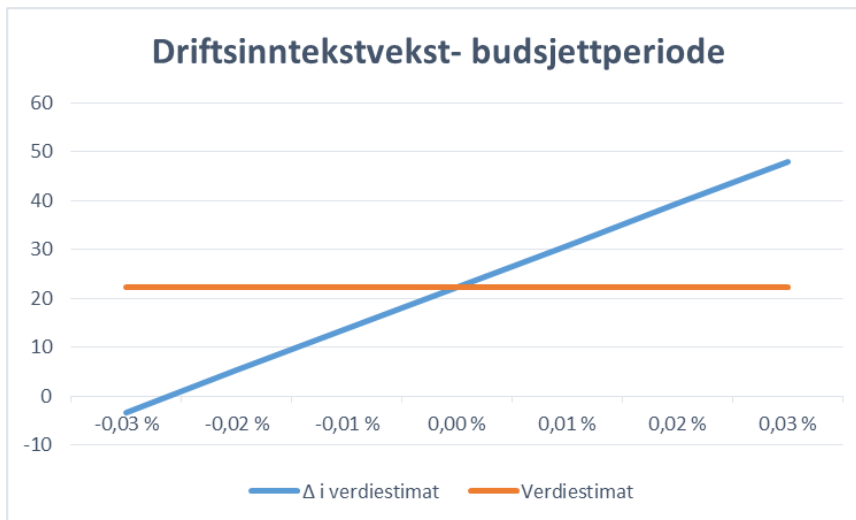
Verdiestimatet er med andre ord et punkttestimat, en forventet aksjeverdi basert på forventningene rundt sentrale budsjett- og verdidrivere. Ved å gjennomføre sensitivitetsanalyser for de sentrale verdidriverne kan jeg se hvor usikre antakelsene er og dermed hvor usikkert verdiestimatet er.

Budsjettdriverne jeg ønsker å analysere virkningen av er driftsinntektsvekst, netto driftsmargin og omløpshastigheten til netto driftseiendeler (onde). Samtidig ønsker jeg å se virkningen av en endring i egenkapitalkravet.

I sensitivitetsanalysen tar jeg utgangspunkt i verdiestimatet som er beregnet ved hjelp av egenkapitalmetoden, basert på fri kontantstrøm modellen. Analysen gjøres ved å endre en variabel om gangen, altså ikke simultane endringer. Endringen gjøres ved å endre forutsetningene i budsjettperioden, og på lang sikt ved å endre vekst i selve terminalleddet T+1.

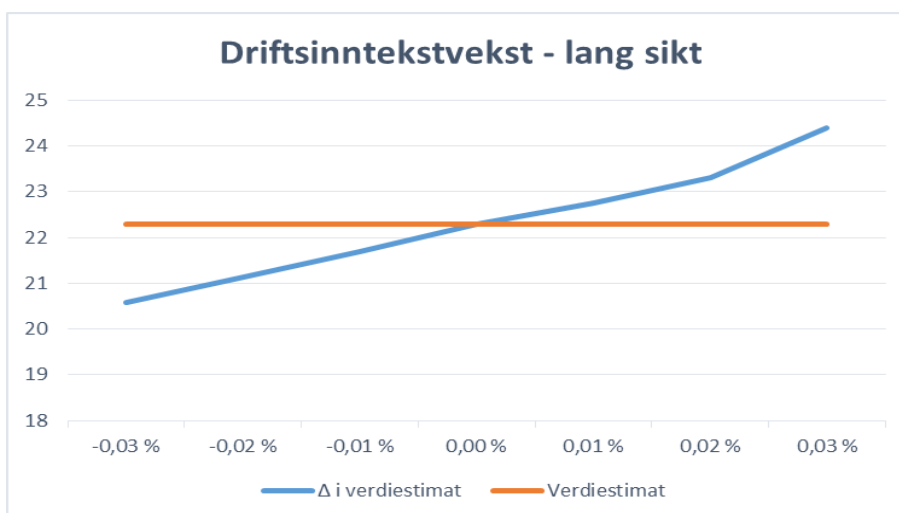
11.2.1 Driftsinntektsvekst

Driftsinntektsveksten per fartøy er en svært viktig verdidriver for DOF fremtidige inntjening. En liten endring i veksten på kort sikt gjør store utslag for verdien av egenkapital til DOF når fremtidig kontantstrøm skal diskonteres. Antall fartøyer i flåten vil også påvirke mitt estimat av fremtidig driftsinntekt.



Figur 53: Endring i verdiestimert når driftsinntekt-vekst endres

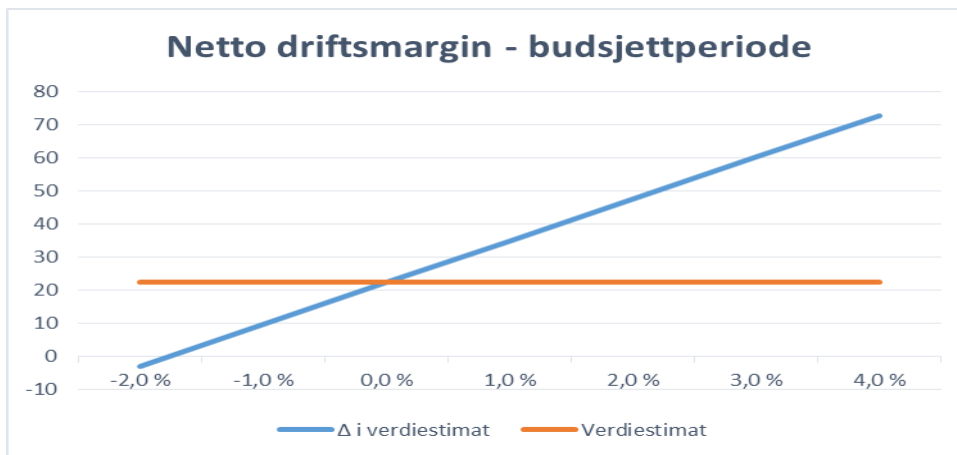
Som figur 55 viser vil verdien på egenkapitalen øke ganske mye med små vekstforutsetninger på totale driftsinntekter. En endring i vekst på driftsinntekter på + 0,04 % gir et verdiestimert på NOK 48,04. Altså over en dobling av mitt verdiestimert.



Figur 54: Endring i driftsinntektsvekst i terminalåret.

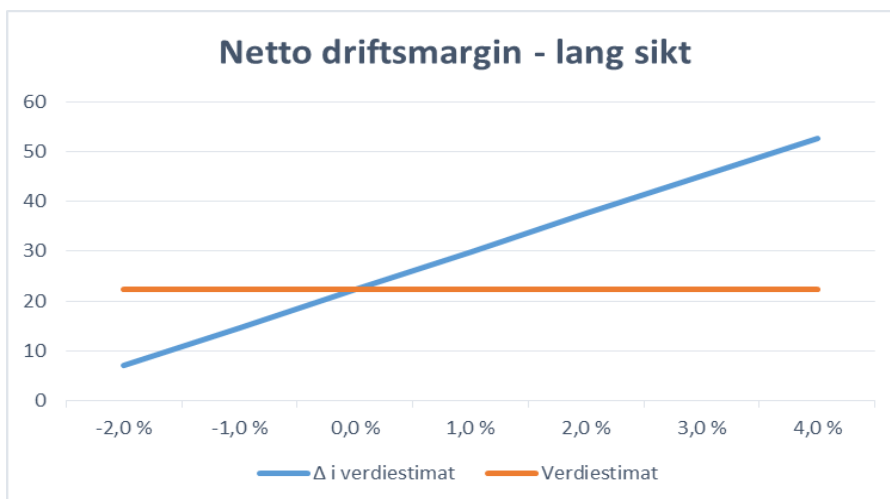
Ved å endre vekstforutsetningene i terminalåret T+1 endres verdiestimert, men samtidig viser figur 56 at estimatet ikke er like sensitiv i endringen her. Dette indikerer at det er andre drivere som har større betydning på verdien enn vekst i DI på horisontleddet.

11.2.2 Netto driftsmargin



Figur 55

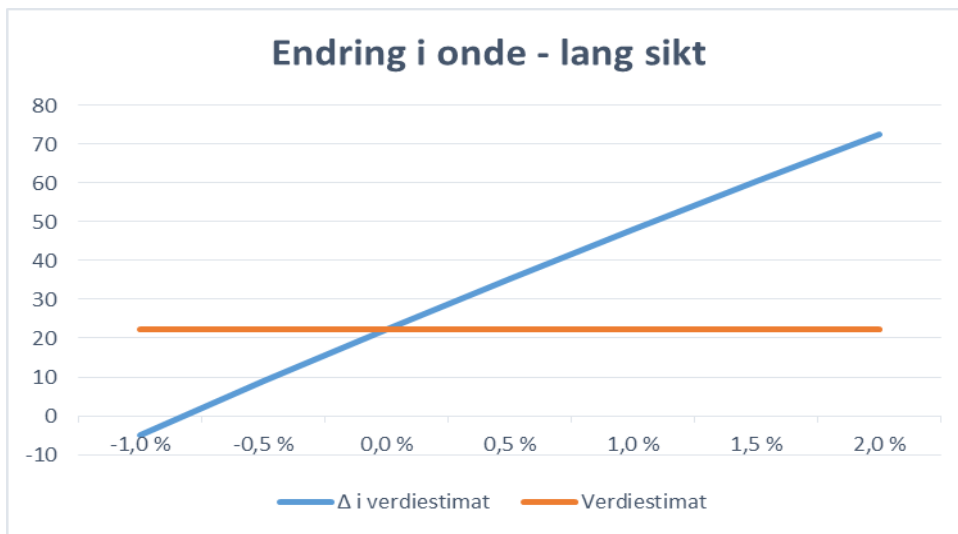
Tabellen over viser endringen i verdiestimatet dersom jeg hadde latt marginen i budsjettprioden 2014 – 2023, falle mer eller mindre enn det jeg har budsjettert med. Dersom marginen hadde økt med 4 % ville verdiestimatet blitt NOK 72,77. Netto driftsmargin har med andre ord stor påvirkning i verdiestimatet, selv med små endringer. Dette tilsier at overvåkning av kostnadsnivået vil være viktig for DOF, i tillegg til god inntjening.



Figur 56: Endring i netto driftsmargin i terminalåret

Her vises potensiell endring i verdiestimatet dersom veksten i netto driftsmargin hadde endret seg på horisontleddet T+1. En økning i netto driftsmargin på 4 % gir verdiestimat NOK 52,69. Estimateret er ikke like følsomt på horisontleddet som i budsjettprioden, men endringen er merkbar selv om den er liten.

11.2.3 Endret omløp i NDE (onde)

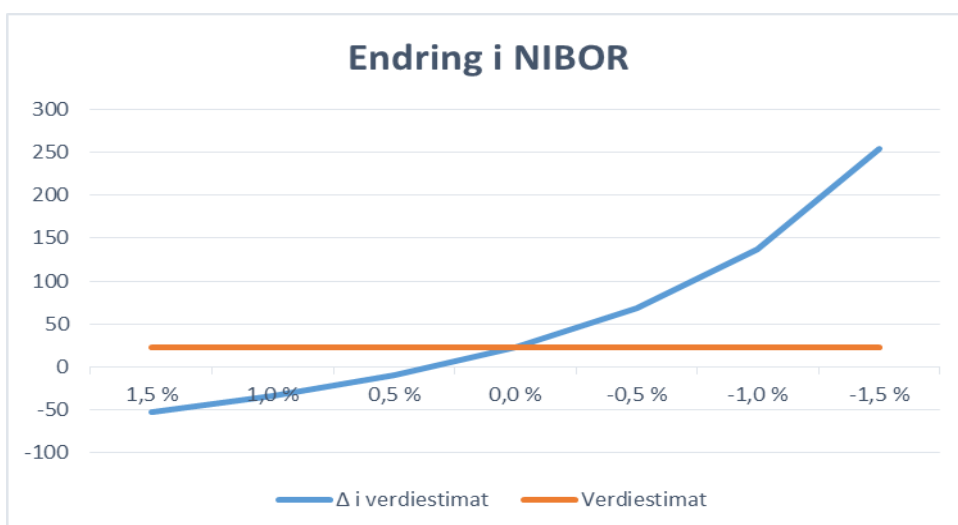


Figur 57: Endring i verdiestimat som følge av endring i onde i budsjettperioden

Omløpet til NDE (onde) vil ha en vesentlig påvirkning på verdiestimatet som beregnes. For eksempel vil et redusert omløp (onde) føre til at DOF samtidig må investere vesentlig mer for å opprettholde ønsket inntektsnivå.

11.2.4 Endret egenkapitalkrav

Endringer i egenkapitalkravet kan for eksempel komme av endringer i risikofri rente (NIBOR), egenkapitalsbeta eller endringer i markedspremien. For sensitivitetsanalysen endrer jeg forutsetningene for NIBOR som videre påvirker egenkapitalkravet.



Figur 58: Endring i verdiestimat som følge av endring i NIBOR

Figur 61 viser endringene i verdiestimater som følger av endringer i rentenivået. Som forventet gir en reduksjon i rentenivået mye høyere verdi av selskapet. Dersom NIBOR blir høyere enn mine prognoser, noe som ikke er utenkelig, vil mitt verdiestimat falle ganske mye. En økning av rentenivået med 0,25 % gir et kraftig fall til NOK 4,85 per aksje.

Oppsummering av sensitivitetsanalysen:

Som tabellene viser er det små endringer som skal til i budsjettdriverne for at den fundamentale verdien endrer seg. Verdiestimater er derfor basert på usikre parametere, som kan være vanskelige å prognostisere. For DOF vil endringene i driftsinntekt, omløpet til netto driftseiendeler og egenkapitalkravet spesielt være de parameterne som påvirker aksjeverdien av DOF mest. Målet for DOF må likevel være å drive selskapet på en lønnsom måte, framfor å styre etter aksjekursen.

11.3 Komparativ analyse

Ved komparativ verdivurdering estimeres verdien av fremtidige kontantstrømmer indirekte ved å se på den relative prisingen ved sammenlignbare selskaper. Som beskrevet i kapittel 5.2 er komparativ verdivurdering enkel å gjennomføre, ettersom informasjonen er lett tilgjengelig. Samtidig kan metoden også ignorere informasjon som er tilgjengelig i markedet ved å ikke ta hensyn til prognoser for fremtiden. I forhold til analyse av DOF kan likevel en slik komparativ verdivurdering gi en vurdering av den fundamentale verdivurderingen, og være et supplement for å sjekke om verdien som er funnet er rimelig.

Det skilles mellom resultat- og kontantstrømorienterte multipler, og balanseorienterte multipler. Det kan være fornuftig å benytte seg av flere multipler, da det finnes styrker og svakheter ved bruk av de ulike. I denne oppgaven benytter jeg følgende multipler:

- Price/Book – Markedsverdien til egenkapitalen over bokført verdi av egenkapitalen
- Price/Earnings – Markedsverdien til egenkapitalen over resultat
- EV/EBITDA – Markedsverdien til selskapet over EBITDA
- EV/Sales – Markedsverdien til selskapet over driftsinntekter

Multiplikatoren pris/bok er definert ved følgende formel:

Formel 40: P/B

$$\frac{P_0}{B_0} = \frac{\text{Aksjekurs}}{\text{Balanseført egenkapital}}$$

VEK finnes ved å multiplisere aksjekursen per 31.12.2013 med antall utestående aksjer. Grunnen til at jeg bruker siste noterte aksjekurs i 2013 er fordi at de balanseførte verdiene er fra dette tidspunktet. Jeg ønsker derfor å benytte siste kjente balanseførte verdier med tilhørende aksjekurs. Antall utestående aksjer finnes i årsrapportene for 2013 fra selskapene. I tabell 80 vises virkelig verdi av egenkapitalen:

| Selskap | Aksjekurs per 30.12.2103 | Utestående aksjer | VEK |
|----------|-----------------------------|----------------------|-------|
| Farstad | 133,00 | 39,000000 | 5 187 |
| Eidesvik | 34,50 | 30,150000 | 1 040 |
| Solstad | 120,50 | 38,687377 | 4 662 |

Tabell 80: Verdi av egenkapital per 30.12.2013

Av dette kan vi finne P/B-multipler for beregning av verdien av DOF sin egenkapital. For å finne en komparativ bransjemultiplikator beregner jeg et gjennomsnitt av selskapenes multiplikatorer basert på virkelig verdi av NDK per aksje, delt på bokført verdi av NDK per aksje. Balanseført verdi av egenkapital er hentet fra årsrapportene til selskapene og netto driftskapital har jeg funnet på samme måte som for DOF under regnskapsanalysen.

| | Farstad | Eidesvik | Solstad | DOF |
|-------------|---------|----------|---------|--------|
| NDK | 17 521 | 8 278 | 14 091 | 28 262 |
| + VEK | 5 187 | 1 040 | 4 662 | 3 443 |
| - EK | 6 698 | 2 208 | 4 701 | 6 346 |
| = VNDK | 16 010 | 7 111 | 14 052 | 25 359 |
| | | | | |
| VNDK/ aksje | 410,52 | 235,85 | 363,22 | 228 |
| NDK/aksje | 449,27 | 274,57 | 364,23 | 254 |
| = m | 0,91 | 0,86 | 1,00 | 0,90 |

snitt m = 0,92

Tabell 81: Bransjemultiplikator P/B

De andre multiplikatorene har jeg valgt å hente fra markedet. Det er vanlig å benytte multipler basert på analytikerens prognoser for selskaper, eller konsensus i markedet. Fordelen med å

benytte slike multipler er at de ikke blir like påvirket av enkelte års regnskapstall, men heller gir en prognose om fremtiden.

Multipler publiseres blant annet på nyhetssider som Bloomberg, Reuters og norske Dagens Næringsliv, børser og finans. Beste oversikt jeg har funnet for multipler for de norske selskapene jeg undersøker er gitt av Dagens Næringsliv. Min komparative verdivurdering tar derfor utgangspunkt i Dagens Næringslivs multipler for 2013 (hentet fra www.dn.no/finans/ den 10. juni 2014) i mitt estimat:

| Multipler | P/B | P/E | EV/EBITDA | EV/Salg |
|---------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Farstad | 0,91 | 12,9 | 8,55 | 3,24 |
| Solstad | 0,86 | 8,23 | 8,46 | 3,55 |
| Eidesvik | 1,00 | 6,71 | 6,48 | 3,59 |
| DOF | 0,90 | 10,29 | 8,10 | 2,58 |
| Gjennomsnitt | 0,92 | 9,53 | 7,90 | 3,24 |

Tabell 82: Bransjemultipler for 2013

Disse multiplene gir følgende komparative verdivurdering:

| | P/B | P/E | EV/EBITDA | EV/Salg | Snitt | FV |
|-------------------------------|--------------|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Multiplikator | 0,92 | 9,53 | 7,90 | 3,24 | | |
| Faktor | 6 346 | 1 059 | 3 111 | 9 754 | | |
| Totalkapital | | | 24 570 | 31 621 | | |
| Netto finansiell gjeld | | | 21 916 | 21 916 | | |
| Egenkapital | 5 822 | 10 091 | 2 654 | 9 705 | 7 068 | |
| Antall aksjer | 111,051348 | 111,051348 | 111,051348 | 111,051348 | 111,051348 | |
| <i>Verdiestimat per aksje</i> | <i>52,43</i> | <i>90,87</i> | <i>23,90</i> | <i>87,39</i> | <i>63,65</i> | <i>30,83</i> |

Tabell 83: Komparativ verdivurdering ved hjelp av multiplikatormodellen

Som vi kan se av tabell 83 ligger gjennomsnittlig verdiestimat NOK 63,65 langt over gjennomsnittsverdien jeg fant under den fundamentale analysen på NOK 31,25. Som jeg argumenterte for tidligere er den beste multiplikatoren for beregning av estimat basert på "enterprise value" (EV), ettersom denne multiplikatoren eliminerer forskjeller i finansieringsstrukturen. EV/EBITDA vil heller ikke påvirkes av avskrivninger eller unormale inntekter og kostnader. I tabell 82 viser EV/EBITDA et verdiestimat på NOK 23,90, som ikke ligger langt i fra estimert verdi i den fundamentale vurderingen. Jeg mener derfor at verdien NOK 23,90 er beste estimat fra multiplikatormodellen.

12 Konklusjon av verdivurderingen

Denne utredningen tar for seg en grundig strategisk analyse av selskapet, og regnskapsanalysen har gitt en verdifull innsikt i de økonomiske forholdene til DOF. Dette har dannet grunnlaget for å kunne utarbeide et verdiestimert for egenkapitalen til DOF.

Den strategiske analysen viste at DOF som selskap har gjort store investeringer siste tiden som har krevd stor tilgang til kapital. Modernisering av flåten viser at DOF har troen på selskapets evne til å skaffe mange kontrakter i fremtiden og på denne måten sikre inntjening også fremover. Utfordringen for DOF er å gjøre segmentene PSV og AHTS lønnsomme igjen, slik at også dette segmentet kan bidra til resultater. Analysen viste at det er kun DOF Subsea og CSV fartøyene som har bidratt med positive resultater de siste årene. Derfor vil det være strategisk viktig å fortsette overvåkingen av subsea-markedet der de har størst potensiale, men også forbedre egen virksomhet og drift i PSV og AHTS der konkurransen om marginene er størst. I regnskapstallene vises dette gjennom at selskapet har en tilfredsstillende selskapsstruktur med moderat risiko, men de greier ikke å levere superprofitt over bransjen. I forhold til egne avkastningskrav greier DOF seg godt, men de greier ikke levere over bransjesnittet.

Ved å fremskrive og budsjettere regnskap, balanse og kontantstrøm er deretter en fundamental verdivurdering blitt utført etter både egenkapitalmetoden og selskapsmetoden. Dette resulterte i et verdiestimert på henholdsvis NOK 22,29 for egenkapitalmetoden. Selskapsmodellen gav verdi NOK 39,40. For å finne et endelig estimert av egenkapitalen tas et gjennomsnitt av disse to modellene, og verdien settes til NOK 30,83.

Riktignok er det viktig å huske på at dette estimert er beregnet utelukkende på offentlig tilgjengelig informasjon, derfor vil det være stor usikkerhet knyttet til verdien jeg er kommet frem til. Ved endrede forutsetninger vil derfor verdiestimertet også endres.

Den komparative verdivurderingen med bransjemultiplikator hvor Farstad, Eidesvik og Solstad inkluderes som benchmark, gav et estimert på NOK 23,90.

12.1 Handlingsstrategi

Det siste trinnet i rammeverket for verddivurderingen er å utarbeide en handlingsstrategi. Her benyttes all innsikt som er opparbeidet gjennom utredningen.

For å finne det endelige verdiestimatet for DOF velger jeg å tillegge den fundamentale verdien mest vekt, og jeg mener at 75 % er en rimelig vekt for vurderingen. Dette betyr at den komparative verdien ilegges 25 % vekt. Det endelige estimatet blir da følgende:

| | Vekt | Verdi |
|--------------|-------|-------|
| Fundamentalt | 75 % | 30,83 |
| Komparativt | 25 % | 23,90 |
| Snitt | 100 % | 29,10 |

Tabell 84: Endelig verdiestimat på egenkapitalen til DOF per 31.12.2013

Det er vanlig å anbefale strategien ”hold” dersom aksjekursen ligger pluss/minus 10 % fra verdiestimatet. Her vil det si at en hold-anbefaling vil innebære at aksjekursen må ligge mellom NOK 20,00 og NOK 38,20. Jeg vil derfor anbefale investorer å holde aksjen når verdien er mellom dette intervallet, kjøpe aksjen når kurs faller under intervallet og selge dersom aksjen omsettes over intervallet. Jeg er klar over at dette verdiestimatet endres drastisk dersom gjennomsnittet av multiplikatorverdien NOK 63,65 hadde vært brukt, i stedet for NOK 23,90. Verdiestimatet for DOF ville da vært NOK 39,04, noe som hadde endret handlingsstrategien vesentlig. Jeg mener likevel, på bakgrunn av den strategiske analysen om DOF og selskapets kapitalstruktur, at jeg har funnet den mest realistiske handlingsstrategien ved å benytte NOK 23,90 fra den komparative analysen.

| Kjøp | Hold | Selg |
|-----------|-----------|-----------|
| NOK 20,00 | NOK 29,10 | NOK 38,20 |

Tabell 85: Handlingsstrategi for DOF-aksjen

Til sammenligning er aksjen til DOF priset til NOK 29,50 per 16.06.2014 og NOK 31,70 per 31.12.2013. Basert på den nåværende aksjekursen vil jeg anbefale hold av aksjen, uavhengig av investors portefølje. Analysen av DOF bygger på regnskapstall per 31.12.2013 og markedsinformasjon til og med første kvartal 2014. Aksjen har beveget seg en minimalt over perioden, og det er kun en marginal endring fra aksjeprisen som var notert ved årsskiftet. På bakgrunn av mine analyser hevder jeg at kursmålet på NOK 29,10 per 31.12.2013 er et fornuftig verdiestimat, og dette gjenspeiles i markedets egne vurderinger av selskapet per dags dato.

13 Bibliografi

13.1 Faglitteratur bøker

- Besanko, D., Dranove, D., Shanley, M., & Schaefer, S. (2007). Kapittel 10: Industry Analyses. I *Economics of Strategy* (ss. 312-336).
- Bøhren, Ø., & Gjørnum, P. (2003). *Prosjektanalyse 2. utgave*. Oslo: Skarvet Forlag.
- Bøhren, Ø., & Michalsen, D. (2006). *Finansiell Økonomi, teori og praksis*. Oslo: Skarvet Forlag AS.
- Dahl, at al., G. (1997). *Verdsettelse i teori og praksis*. Bergen/Drammen/Oslo: Cappelen akademiske Forlag.
- Hill, C. W., & Jones, G. R. (2011). *Strategic Management Theory, An Integrated approach*. Boston: Houghton Mifflin Company .
- Penman, S. (2010). *Financial Statement Analysis and Security Valuation*. McGraw-Hill.
- Tellefsen, J., & Langli, J. (2008). *Årsregnskapet*. Oslo: Gyldendal Akademisk.

13.2 Artikler og faglige publikasjoner:

- Barney, J. (1991). Firm Resources and sustained and competitive advantage. *Journal of Management*.
- Barney, J. B. (1991). Firm Resources and Sustained Competitive Advantage. *Journal of Management*, ss. 99-120.
- Dyrnes, S. (2004). Verdsettelse med bruk av multiplikatorer. *Praktisk økonomi og finans, nr 1/2004*, ss. 49-60.
- Finansdepartementet. (2006 b). *NOU 2006: 4 Rederiskatteutvalget*. Hentet fra Regjeringen.no:
<http://www.regjeringen.no/nb/dep/fin/dok/nouer/2006/nou-2006-4/6.html?id=157052>
- Gjesdal, F. (2007). Regnskapsanalyse: Omgruppering av regnskapet for eierkontroll og verdsettelse. *Praktisk økonomi og finans, nr 2/2007*, ss. 3-17.
- International Auditing and Assurance Standards Board. (2009, April). *ISA 540: Revisjon av regnskapsestimater, herunder estimater på virkelig verdi..* New York, USA : IFAC .
- Jakobsen, E. (2011). *En kunnskapsbasert maritim næring*. Oslo: Handelshøyskolen BI.
- Porter, M. (2008, Januar). The Five Competitive Forces That Shape Strategy. *The Harvard Business Review*.

13.3 Rapporter

- DOF ASA . (2012). *Registration document DOF ASA*. Bergen .
- DOF ASA. (2008 g). *Årsrapport 2007*. Bergen.
- DOF ASA. (2010 e). *Årsrapport 2009*. Bergen.
- DOF ASA. (2011 d). *Årsrapport 2010*. Bergen.
- DOF ASA. (2012 c). *Årsrapport*.
- DOF ASA. (2013 b). *Årsrapport 2012*.
- DOF ASA. (2014 a). *Årsrapport 2013*. Bergen.
- DOF ASA. (2013 h). *Kvartalsrapport Q1 2013*. Bergen.
- DOF ASA. (2013 i). *Kvartalsrapport Q3 2013*. Bergen.
- DOF ASA. (2014 j). *Kvartalsrapport Q4 2013*. Bergen.
- DOF ASA a). (2013). *Kvartalsrapport Q2*. Bergen.
- DOF ASA b). (2014 q). *Kvartalsrapport Q1 2014*. Bergen.
- Eidesvik Offshore ASA. (2014). *Årsrapport 2013*. Bømlo.
- Farstad ASA. (2013). *Virksomhetsrapport 2013*. Farstad Shipping ASA.
- Farstad Shipping ASA. (2014). *Årsrapport 2013*. Ålesund.
- Solstad Offshore ASA. (2014). *Årsrapport 2013*. Skudeneshavn.

13.4 Forelesningslides:

- Johnsen, T. (2008). FIE 426: Kapitalforvaltning. *Forelesningslide*. Bergen.
- Knivsfå, K. (2006 q). q) Opsjonsbasert verdsettelse.
<http://euribor.rente.nhh.no/master/bus425/opplegget2006/plansjar.htm>. Bergen.
- Knivsfå, K. (2011 a). a) Strategisk analyse.
<http://euribor.rente.nhh.no/master/bus424/opplegget2011/plansjar.htm>. Bergen.
- Knivsfå, K. (2011 b). b) Rekneskapsanalyse.
<http://euribor.rente.nhh.no/master/bus424/opplegget2011/plansjar.htm>. Bergen.
- Knivsfå, K. (2011 c). c) Omgruppering. <http://euribor.rente.nhh.no/master/bus424/opplegget2011/plansjar.htm>.
Bergen.

- Knivsflå, K. (2011 d). d) Målefeil og justering.
<http://euribor.rente.nhh.no/master/bus424/opplegget2011/plansjar.htm>. Bergen.
- Knivsflå, K. (2011 e). e) Forholdstalsanalyse.
<http://euribor.rente.nhh.no/master/bus424/opplegget2011/plansjar.htm>. Bergen.
- Knivsflå, K. (2011 f). f) Kredittvurdering, syntetisk rating.
<http://euribor.rente.nhh.no/master/bus424/opplegget2011/plansjar.htm>. Bergen.
- Knivsflå, K. (2014 g). g) Avkastingskrav. *<http://euribor.rente.nhh.no/master/bus440/plansjar.htm>*. Bergen.
- Knivsflå, K. (2014 h). h) Analyse av lønsemd. *<http://euribor.rente.nhh.no/master/bus440/plansjar.htm>*. Bergen.
Hentet fra *<http://euribor.rente.nhh.no/master/bus425/opplegget2006/plansjar.htm>*.
- Knivsflå, K. (2014 i). i) Analyse av vekst. *<http://euribor.rente.nhh.no/master/bus440/plansjar.htm>*. Bergen.
- Knivsflå, K. (2014 j). j) Budsjettering. *<http://euribor.rente.nhh.no/master/bus440/plansjar.htm>*. Bergen.
- Knivsflå, K. (2014 k). k) Krav og framskriving. *<http://euribor.rente.nhh.no/master/bus440/plansjar.htm>*. Bergen.
- Knivsflå, K. (2014 l). l) Egenkapitalmetoden. *<http://euribor.rente.nhh.no/master/bus440/plansjar.htm>*. Bergen.
- Knivsflå, K. (2014 m). m) Selskapskapitalmetoden. *<http://euribor.rente.nhh.no/master/bus440/plansjar.htm>*.
Bergen.
- Knivsflå, K. (2014 n). n) Verdiestimatet. *<http://euribor.rente.nhh.no/master/bus440/plansjar.htm>*. Bergen.
- Knivsflå, K. (2014 o). o) Uvisse i verdiestimatet. *<http://euribor.rente.nhh.no/master/bus440/plansjar.htm>*.
Bergen.
- Knivsflå, K. (2014 p). p) Komparativ verdsettelse. *<http://euribor.rente.nhh.no/master/bus440/plansjar.htm>*.
Bergen.
- Knivsflå, K. (2014 r). r) Framtidsregnskap. *<http://euribor.rente.nhh.no/master/bus440/plansjar.htm>*. Bergen.
- Knivsflå, K. (2014 s). s) SK-metoden og verdikonvergens.
<http://euribor.rente.nhh.no/master/bus440/plansjar.htm>. Bergen.

13.5 Webområder

Bergens Tidende. (2012, Desember 30). Planla milliardimperiets fremtid på dødsleiet. *Bergens Tidende*.

Dagens Næringsliv . (2013 c, August 9). *DN.no*. Hentet fra <http://www.dn.no/energi/article2660974.ece>

Dagens Næringsliv. (2013 b, September 2). Hentet fra DN.no: <http://www.dn.no/energi/article2660974.ece>

Dagens Næringsliv. (2013 d, September 4). *DN.no*. Hentet fra <http://www.dn.no/energi/article2675725.ece>

Dagens Næringsliv. (2014 a, februar). *DN.no Finans*. Hentet fra Avansert Graf:

<http://www.dn.no/finans/#/details/DOF.OSE>

DOF ASA. (2013, August 14). DOF ASA tildelt flere kontrakter i Nordsjøen og Brasil. *Pressemelding*. Bergen.

DOF ASA. (2014 , juni 06). Hentet fra www.dof.no: <http://www.dof.no/en-GB/About-DOF-ASA/Our-Structure.aspx>

DOF Group ASA. (2013). *DOF*. Hentet fra <http://www.dof.no>

Finansdepartementet. (2013 a, Februar 8). *Regjeringen*. Hentet fra Regjeringen:

<http://www.regjeringen.no/nb/dep/fin/dok/regpubl/stmeld/2012-2013/meld-st-12-20122013/2.html?id=714061>

Hegnar. (2014, mai 15). *Hegnar.no*. Hentet fra <http://www.hegнар.no/bors/artikkel502744.ece>

Netfonds. (2014, April 23). *Netfonds Norge, Oslo Børs*. Hentet fra

<http://www.netfonds.no/quotes/analysis.php?paper=DOF&exchange=OSE&from=20001004&to=20140423&period=&scale=linear&linewidth=1&theme=white&intraday=history&height=250&width=500&VOLUME=on&VOLUME-SHOW-AVERAGE=&VOLUME-PERIOD=14&VOLUME-SHOW-DIRECTION=&SIZE=on&S>

Nordhaug, L. (2006, Januar). *Norsk olje og gass industri i Vest Afrika*. Hentet fra

http://www.framtiden.no/doc_view/489-norsk-olje-og-gassindustri-i-vest-afrika

Norges Bank. (2013, Desember). *NIBOR. Årsgjennomsnitt av nominell rente*. Hentet fra Norges Bank,

rentestatistikk: <http://www.norges-bank.no/no/prisstabilitet/rentestatistikk/nibor-nominell-rente-arsgjennomsnitt-av-daglige-data/>

Norges Bank. (2014). *Pengepolitisk rapport med vurdering av finansiell stabilitet 1:4 2014*. Oslo: Noregs Bank:

http://www.norges-bank.no/Upload/Publikasjoner/PPR/PPR_1_14/PPR_1_14.pdf (hentet 13.05.2014).

Norges Rederiforbund. (2012). *Norske offshorerederier - skaper verdier lokalt, vinner globalt*. Oslo: Norges Rederiforbund.

Norges rederiforbund. (2013, September). *Norsk sokkel*. Hentet fra www.rederi.no

- Næring- og Handelsdepartementet. (2013, August). *Regjeringen*. Hentet fra Regjeringen:
http://www.regjeringen.no/upload/NHD/Vedlegg/strategier2013/maritim_strategi.pdf
- Offshore.no. (2013, Oktober 7). *Offshore.no*. Hentet fra <http://offshore.no/Prosjekter/norsk-sokkel-oversikt.aspx>
- Oljedirektoratet. (2013, Oktober 7). *Oljedirektoratet*. Hentet fra www.npd.no:
<http://factpages.npd.no/factpages/Default.aspx?culture=no>
- Oslo Børs. (2013 a). *Oslo Børs; Kurser og Marked*. Hentet fra www.oslobors.no
- Oslo Børs. (2014 b, Februar 24.). *Oslo Børs; Kurser og Marked*. Hentet fra
http://www.oslobors.no/markedsaktivitet/niborGraph?newt__ticker=NIBOR3M&newt__menuCtx=1.23
.2
- Oslo Børs c). (2013, Desember 10). *Aksjeinformasjon DOF*. Hentet fra www.oslobors.no
- Petro Media. (2013, August 12). *Petro Media News AS*. Hentet fra <http://www.petro.no/nyheter/fartoy-og-baser/landet-kontrakter-for-over-nok-20-milliarder>
- Proff Forvalt. (2014, juni 10). *Proff*. Hentet fra <http://www.forvalt.no/Ordbok/L>
- Regjeringen. (2014, April 25). *Finansdepartementet*. Hentet fra
http://www.regjeringen.no/nb/dep/fin/tema/skatter_og_avgifter/skattesatser-2014.html?id=748052
- Shaw-Smith, P. (2013, Oktober 6). Africa Offshore Support Vessel Market, Seatrade. Hentet fra
<http://www.middleeastworkboats.com/images/downloads/Peter%20Shaw-Smith%20Africa%20Offshore%20Support%20Vessel%20Market.pdf>
- Statistisk sentralbyrå. (2013, Desember). *Ny konjunkturoppgang først i 2015*. Hentet fra [ssb.no](http://www.ssb.no):
<http://www.ssb.no/nasjonaltregnskap-og-konjunkturer/artikler-og-publikasjoner/ny-konjunkturoppgang-forst-i-2015> (hentet 10.12.2013)
- Statistisk sentralbyrå. (2013). *Sentralistisk sentralbyrå*. Hentet fra Statistikkbanken:
<https://www.ssb.no/statistikkbanken/px-igraph/MakeGraph.asp?checked=true>
- Statoil. (2014, Juni 4). *Logistikkportalen*. Hentet fra <http://www.logistikkportalen.no/ordbok>
- Store norske leksikon. (2013). Store Norske Leksikon. Oslo, Norge.
- U.S Energy Information Administration. (2014, April). *eia.gov*. Hentet fra Petroleum and other liquids, spot prices: http://www.eia.gov/dnav/pet/pet_pri_spt_s1_w.htm
- World Oil. (2014, juni 11). *World Oil*. Hentet fra <http://www.worldoil.com/DOF-Subsea-wins-North-Sea-contract-with-Maersk-Oil-UK.html>