



Strategisk regnskapsanalyse og verdsettelse av Stolt-Nielsen

Knut Henrik Rolland

Veileder: Øystein Gjerde

Selvstendig arbeid i masterstudiet i økonomi og administrasjon

Hovedprofil: Finansiell økonomi

Støtteprofil: Økonomisk styring

NORGES HANDELSHØYSKOLE

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

Denne masterutredningen består av en strategisk regnskapsanalyse og verdsettelse av kjemikalietankselskapet Stolt-Nielsen. Målsetningen er å gi et verdiestimat på egenkapitalen som best mulig reflekterer de underliggende verdiene i selskapet. Utredningen tar utgangspunkt i offentlig informasjon.

Den strategiske analysen tar for seg både Stolt-Nielsens eksterne omgivelser og interne ressurser for å kunne kartlegge selskapets konkurranseposisjon. I eksternanalysen anvendes først Porters fem krefter for å få innsikt i konkurranseforholdene i kjemikalietankbransjen i dag. Denne komplementeres så av PESTEL-rammeverket for å identifisere viktige drivere i bransjen fremover. Så brukes SVIMA-rammeverket for å avdekke hvorvidt Stolt-Nielsens ressursavvik i forhold til bransjen gir opphav til konkurransefortrinn.

Deretter følger regnskapsanalysen, hvor regnskapsdata først omgrupperes og justeres for å legge til rette for investororientert analyse. Så vurderes selskapets risiko i form av en analyse av likviditet og soliditet. Etter dette fastsettes historiske avkastningskrav, hvilket legger til rette for å vurdere selskapets historiske lønnsomhet og strategiske fordel.

Innsikten som er opparbeidet gjennom den strategiske regnskapsanalysen legger føringene for utarbeidelsen av fremtidsregnskapet. Deretter fastsettes fremtidige avkastningskrav, som gir en målestokk for rentabiliteten i fremtidsregnskapet. Dette legger til rette for analysen av fremtidig strategisk fordel, som er fundert på den strategiske regnskapsanalysen.

Så følger den fundamentale verdsettelsen, hvor det benyttes tre modeller innen både egenkapital- og selskapskapitalmetoden. Dette gir opphav til to verdiestimat, før konvergering av disse gir et endelig fundamentalt verdiestimat på 123,07 kroner per Stolt-Nielsen-aksje. Usikkerheten i dette punkttestimatet vurderes.

For å rimelighetsvurdere estimatet ytterligere gjøres det en supplerende, komparativ verdsettelse. Denne harmonerer godt med den fundamentale verdsettelsen, men peker dog mot litt høyere verdier.

Verdiestimatet fra den fundamentale verdsettelsen på 123,07 kroner er 6,8% lavere enn markedets prising av aksjen per 11.6.2015 på 132 kroner. Denne forskjellen er ikke dramatisk, og som følge av usikkerhet i punkttestimatet utstedes en hold-anbefaling på bakgrunn av denne utredningen.

Forord

Det selvstendige arbeidet inngår som en obligatorisk del av masterstudiet ved NHH. Denne strategiske regnskapsanalysen og verdsettelsen reflekterer veldig godt hvilken kunnskap jeg har tilegnet meg gjennom masterstudiet, med finansiell økonomi og økonomisk styring som henholdsvis hoved- og støtteprofil.

I tillegg er verdsettelse av selskaper et fagområde jeg har sterk interesse for. Det mest givende er å opparbeide en forståelse rundt verdidrivere i ulike bransjer og selskaper. Kjemikalietank er svært godt egnet ettersom dette er en bransje jeg skal analysere videre i min yrkeskarriere.

Norge har stolte tradisjoner innen sjøfart, som sammen med olje og sjømat er blant de viktigste næringene. Stolt-Nielsen er et stort kjemikalietankselskap med lang historikk på børs, hvilket gir god visibilitet. Selskapets diversifiserte virksomhet jevner ut de mest ekstreme utslagene, og er således et godt objekt for en meningsfull strategisk regnskapsanalyse.

Arbeidet med utredningen har vært tidkrevende, men dog lærerikt. Det mest givende med arbeidet har vært den opparbeidede innsikten i selskapet og dets omgivelser. En grundig forståelse av dette medfører forhåpentligvis at verdsettelsen er basert på et solid fundament med et tilhørende robust verdiestimat.

Jeg ønsker til slutt å takke Øystein Gjerde for sin fleksibilitet og kyndige veiledning av denne utredningen.

Innholdsfortegnelse

1 Innledning	8
1.1 Formål og avgrensning	8
1.2 Struktur	9
1.3 Rammeverk for fundamental verdsettelse	10
2 Presentasjon av bransje og virksomhet	11
2.1 Shipping	11
2.2 Kjemikalietankbransjen	12
2.3 Stolt-Nielsen	14
3 Verdsettelsesmetoder	16
3.1 Fundamental verdsettelse	16
3.2 Komparativ verdsettelse	18
3.3 Opsjonsbasert verdsettelse	19
3.4 Valg av verdsettelsesmetode	20
4 Strategisk analyse	21
4.1 Eksternanalyse	21
4.1.1 Porters fem krefter	21
4.1.1.1 Intern rivalisering	22
4.1.1.2 Nyetableringer	26
4.1.1.3 Substitutter	27
4.1.1.4 Leverandører	28
4.1.1.5 Kunder	28
4.1.2 PESTEL	30
4.1.2.1 Økonomiske faktorer	30
4.1.2.2 Teknologiske faktorer	31
4.1.2.3 Juridiske faktorer	31
4.1.3 Konklusjon eksternanalyse	32
4.2 Internanalyse	33
4.2.1 SVIMA	33
4.2.2 Ressursanalyse	34
4.2.2.1 Diversifisert virksomhet	34
4.2.2.2 Integrasjon av forretningsområder	36
4.2.3 Klassifisering av ressursene etter kriterier for konkurransefortrinn	37
4.3 Konklusjon strategisk analyse	37
5 Regnskapsanalyse	38
5.1 Rammeverk for regnskapsanalyse	38
5.1.1 Valg av analysenivå	38
5.1.2 Valg av analyseperiode	38
5.1.3 Valg av komparative virksomheter	38
5.2 Presentasjon av rapporterte tall	39
5.3 Omgruppering for analyse	41
5.3.1 Omgruppering av resultatregnskapet	43
5.3.2 Omgruppering av balansen	45
5.3.2.1 Eiendeler	46
5.3.2.2 Egenkapital og gjeld	48
6 Analyse av målefeil og justering	53
6.1 Justering for operasjonelle leieavtaler	54

7 Risikoanalyse	61
7.1 Likviditetsanalyse	61
7.1.1 Gjeldsdekning i balansen	61
7.1.2 Gjeldsdekning gjennom resultat og kontantstrøm.....	64
7.1.3 Gjeldsdekning i fremtiden	66
7.2 Soliditetsanalyse.....	69
7.3 Syntetisk rating	72
8 Historisk avkastningskrav.....	75
8.1 Teori for avkastningskrav	75
8.2 Egenkapitalkrav	75
8.2.1 Risikofri rente.....	76
8.2.2 Egenkapitalbeta	77
8.2.3 Markedets risikopremie.....	78
8.3 Netto finansielt gjeldskrav	79
8.4 Netto driftskrav.....	80
9 Lønnsomhetsanalyse – strategisk fordel.....	81
9.1 Bransjefordel drift	81
9.2 Ressursfordel drift.....	82
9.2.1 Dekomponering av ressursfordel drift	83
9.3 Gearingfordel drift.....	84
9.4 Finansieringsfordel	85
9.5 Oppsummering strategisk fordel	86
10 Fremtidsregnskap	88
10.1 Rammeverk for fremtidsregnskap	88
10.2 Budsjettthorisont	88
10.3 Budsjett drivere	88
10.3.1 Driftsinntektsvekst	89
10.3.2 Omløpshastighet netto driftseiendeler	90
10.3.3 Netto driftsmargin	91
10.3.4 Netto finansiell gjeldsdel.....	92
10.3.5 Netto finansiell gjeldsrente	94
10.3.6 Minoritetsdel.....	94
10.3.7 Netto minoritetsrentabilitet	95
10.4 Budsjettert fremtidsregnskap.....	96
11 Fremtidskrav og strategisk fordel.....	98
11.1 Egenkapitalkrav	98
11.1.1 Risikofri rente	98
11.1.2 Egenkapitalbeta	99
11.1.3 Markedets risikopremie	100
11.2 Netto finansielt gjeldskrav	100
11.3 Netto driftskrav	101
11.4 Analyse av budsjett	101
11.4.1 Ren driftsfordel	101
11.4.2 Gearingfordel drift	102
11.4.3 Finansieringsfordel.....	102
11.4.4 Oppsummering strategisk fordel	103
12 Fundamental verdsettelse.....	105
12.1 Oversikt over metoder og modeller	105
12.2 Egenkapitalmetoden.....	105
12.2.1 Fri kontantstrøm til egenkapital-modellen	105
12.2.2 Superprofitt til egenkapital-modellen	106

12.2.3 Superprofittvekstmodellen (superprofitt til egenkapital)	107
12.3 Selskapskapitalmetoden	108
12.2.1 Fri kontantstrøm fra drift-modellen	109
12.2.2 Superprofitt fra drift-modellen.....	110
12.2.3 Superprofittvekstmodellen (superprofitt fra drift)	110
12.4 Verdikonvergens.....	111
12.5 Implisitt multippelprising.....	115
12.6 Sensitivitetsanalyse	117
12.6.1 Base for netto driftsmargin	117
12.6.2 Vekst i omløpshastighet til netto driftseiendeler.....	118
12.6.3 Markedets risikopremie	118
12.6.4 Horisontvekst.....	119
12.6.5 Base for netto driftsmargin og vekst i omløpshastighet til netto driftseiendeler	120
12.6.6 Oppsummering sensitivitetsanalyse	120
12.7 Oppsummering fundamental verdsettelse.....	121
13 Komparativ verdsettelse	122
13.1 Multiplikatormetoden.....	122
13.1.1 Verdsettelse basert på Odfjell-multipler	122
13.1.2 Verdsettelse basert på historiske multipler for Stolt-Nielsen	123
13.1.2.1 Pris/bok	123
13.1.2.2 EV/EBITDA	125
13.1.3 Oppsummering multiplikatormetoden.....	127
13.2 Substansverdimodellen.....	127
14 Oppsummering og handlingsstrategi.....	130
14.1 Oppsummering.....	130
14.2 Handlingsstrategi	131
15 Litteraturliste	132

1 Innledning

1.1 Formål og avgrensning

Målsetningen med denne masterutredningen er å verdsette egenkapitalen i Stolt-Nielsen Limited per 20.6.2015. Dette verdiestimatet skal bygge på en strategisk regnskapsanalyse og verdsettelse, basert på offentlig informasjon, underliggende økonomiske forhold og et investororientert perspektiv. Verdiestimatet sammenlignes så med prisingen i aksjemarkedet, og dette gir et fundament for en kvalifisert anbefaling av handlingsstrategi.

Fundamental verdsettelse er hovedteknikken for verdsettelse som benyttes. Stolt-Nielsen er imidlertid i en moden fase av livssyklusen, og derfor er komparativ verdsettelse et godt supplement (Knivsflå, 2015a).

Jeg avgrenser bransjen til å gjelde store aktører innen kjemikalietank som har global tilstedeværelse og frakter komplekse produkter jf. Stolt-Nielsens egen oversikt (Stolt-Nielsen, 2014b). Under denne bransjedefinisjonen inngår kun Odfjell sammen med Stolt-Nielsen.

Det benyttes en lang analyseperiode av flere grunner. Først og fremst er shippingbransjen veldig syklisk, og en lang analyseperiode vil dermed kunne jevne ut syklisk utslag. I tillegg er det tilgjengelig finansiell informasjon helt tilbake til 2002. Analyseperioden må imidlertid inneholde relevant informasjon til å predikere fremtidige verdidrivere. Derfor settes analyseperioden til 6 år, det vil si 2008-2013.

Det siste året i analyseperioden er 2013 ettersom reviderte tall for 2014 kom et godt stykke inn i arbeidet med utredningen. "Trailing" for 2014 er ikke utført på grunn av lite informative og udetaljerte kvartalsrapporter. Det benyttes imidlertid oppdaterte forventninger per 2015 til fremtidig oljepris, vekst i verdensøkonomien, verdens industrielle produksjon etc. Disse forventningene danner grunnlaget til forutsetningene fremtidsregnskapet er basert på.

1.2 Struktur

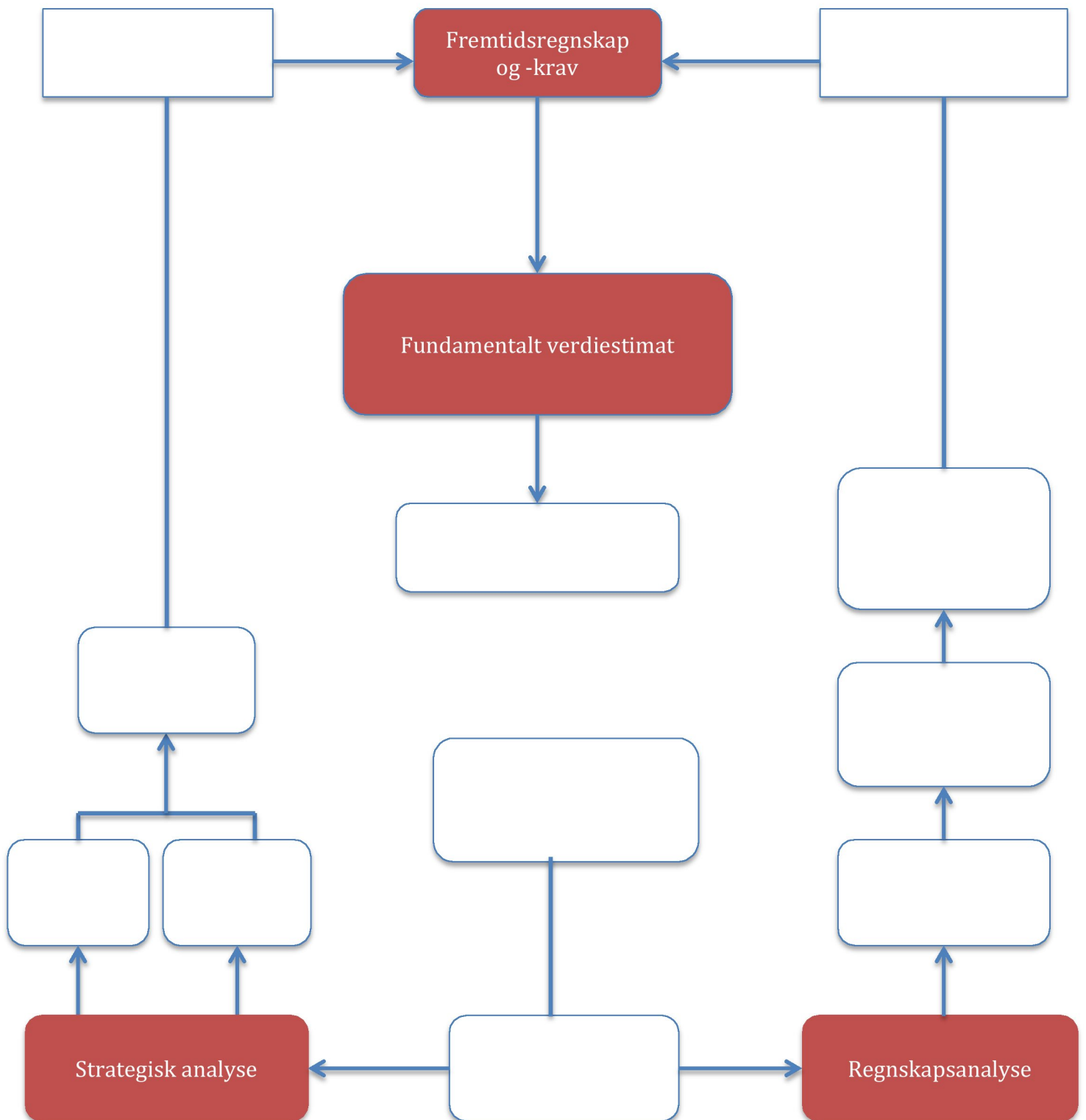
Oppbyggingen av denne masterutredningen er inspirert av metoden for fundamental verddivurdering i kurset Regnskapsanalyse og verddivurdering ved Norges Handelshøyskole. Enhver verdsettelse er imidlertid forskjellig, og strukturen tilpasses derfor bransjen og selskapet som analyseres. På bakgrunn av dette bygges utredningen opp som presentert i det følgende.

Først presenteres selskapet og den definerte bransjen. Fokuset er på å avdekke karakteristikken for bransjen, samt hvordan selskapet avviker fra dette med tanke på interne ressurser. Videre utredes ulike verdsettelsesmetoder, og det velges hvilke metoder som skal anvendes i denne utredningen. Etter dette følger den strategiske analysen, som skal munne ut i en vurdering av selskapets strategiske fordel og risiko.

Deretter følger analyse av regnskapet, risiko, historisk avkastningskrav og lønnsomhet basert på historisk offentlig informasjon. Videre kommer fremskrevet regnskap, krav og strategisk fordel, som danner grunnlaget for selve den fundamentale verdsettelsen. I tillegg benyttes en supplerende verdsettelsesteknikk for å rimelighetsvurdere og gjøre verdiestimatet mer robust. Til slutt følger en konklusjon med endelig verdiestimat og anbefaling av handlingsstrategi.

1.3 Rammeverk for fundamental verdsettelse

Følgende figur illustrerer rammeverket for hovedmetodikken i denne utredningen, nemlig fundamental verdsettelse.



Figur 1: Rammeverk for fundamental verdsettelse

2 Presentasjon av bransje og virksomhet

2.1 Shipping

Shipping generelt vurderes av Kaldestad og Møller (2011) til å være en bransje med høy forretningsrisiko. Årsaker til dette presenteres i det følgende.

Historisk har det vært veldig store svingninger i lønnsomhet. Dette skyldes flere forhold. For det første er tilbudet inelastisk på kort sikt da man forplikter seg til levering gjennom langsiktige kontrakter. Videre utgjør variable kostnader en liten andel av samlede driftskostnader, hvilket medfører at lite kan kuttes i svake markeder. I tillegg er etterspørselen inelastisk. Dette gir et veldig volatilt marked.

Med svært god lønnsomhet blir det overkontrahering og vedvarende overkapasitet da skipenes levetid er lang og påfølgende fall i rater. Syklusene er til en viss grad forutsigbare; det er god statistikk på antall skip i drift, nybyggingsprogram og etterspørsel. Lang ventetid fra bestilling av skip til levering gjør likevel at det er vanskelig å utnytte et midlertidig underskudd på skip. Lange ledetider gjør at en oppgangsperiode godt kan vare i 3-5 år.

Shippingbransjen består av tre aktører: langsiktig driftsorienterte aktører, spekulanter og industribaserte aktører. Bransjen har historisk vært preget av spekulanter, som satser på å kjøpe billig og selge dyrt i spotmarkedet. Det er viktig å presisere at spekulanter er et gode i de fleste markeder da de bidrar til økt likviditet og fravær av arbitrasjemuligheter. Likevel kan det medføre økt volatilitet. Dette, sammen med bransjens kapitalintensive og sykliske natur, medfører at risikoen for finansiell krise er særlig stor i shipping.

På bakgrunn av dette hevdes det at sannsynlighetsfordelingen rundt fremtidige kontantstrømmer er svært skjevfordelt, med fet venstrehale. Dette øker risikopremien som kreves av egenkapitalinvestorer og långivere.

2.2 Kjemikalietankbransjen

Kjemikalietankere er betegnelsen på skip som er konstruert for å frakte flytende kjemikalier (Wikipedia, 2015a). Disse skipene har mange uavhengige tanker, som gjør det mulig å frakte mange forskjellige kjemikalier og andre spesialvæsker på samme skip. Kjemikalietankere varierer i størrelse mellom 3000 og 50000 dødvektstonn. De mindre skipene brukes til regional frakt, mens de største skipene anvendes på globale fraktruter (DNB, 2014a).

Den årlige globale transporten utgjør over 100 millioner tonn. Kjemikalier fraktes fra områder hvor de kan produseres til lav kostnad til områder hvor de brukes i produksjon av ferdige produkter (Stolt-Nielsen, 2014a). USA og Europa representerer de største eksportørene, mens de største importørene ligger i det fjerne østen og Sør-Amerika. De vanligste lastene er syrer, alkoholer, vegetabiliske oljer og petroleumsprodukter (Wikipedia, 2015a).

Sterk vekst i kjemikalieproduksjon på slutten av 1950-tallet og videre på 60-tallet dannet fundamentet for etterspørselen etter spesialiserte kjemikalietankere. Dette reduserte operasjonell risiko, og muliggjorde frakt av flere typer kjemikalier med samme skip. Stolt-Nielsen ble en pionér, og utgjorde sammen med Odfjell kjemikalietankemarkedet i startfasen.

Stolt-Nielsen og Odfjell høstet monopolprofitt, som muliggjorde bygging av mer sofistikerte skip. Dette ga en segmentering av bransjen på 70-tallet. Spesielt ga skip av rustfritt stål nye muligheter i form av frakt av fosforsyre. På starten av 80-tallet var nybyggingen enorm som følge av høye rater og gunstige priser på nybygg fra asiatiske verft. Dette ga en periode med høyere flåtevekst enn vekst i handel, med påfølgende resesjon og konsolidering.

Balansen mellom tilbud og etterspørsel bedret seg tidlig på 90-tallet. Mot slutten av tiåret var bransjen derimot preget av overkapasitet og lav asiatisk vekst. Dette ga nok en periode med resesjon og konsolidering (Østensjø, 1992), (DNB, 2014a).

I dag er forholdene i bransjen tunge med overkapasitet og lav kapitalavkastning (Stolt-Nielsen, 2015a). Dagens konkurranseforhold i bransjen beskrives ytterligere i den strategiske analysen.

De viktigste verdidriverne i bransjen på etterspørselssiden er industriell produksjon, global BNP-vekst og endringer i handelsmønsteret (Stolt-Nielsen, 2015a).

Industriell produksjon og BNP-vekst i OECD har historisk hatt svært høy korrelasjon med utviklingen i spotmarkedet for kjemikalietank. En annen viktig indikator for etterspørselen er kjemikaliepriser. Historien viser at kjemikaliepriser fungerer som en ledende indikator for inntjeningen i kjemikalietank.

Handelsmønsteret i verden har også vist seg å være viktig; investeringsboomen i Kina tidlig på 90-tallet dannet grunnlag for en veldig sterk etterspørsel etter shippingtjenester. Oppbygging av produksjonskapasitet i emerging markets er således en viktig driver i dagens marked. Selv om etterspørselen varierer mye med konjunktorene, har forholdene på etterspørselssiden vært mer stabile enn på tilbudssiden. Derfor blir det ofte forhold på tilbudssiden som er viktigst for rateutviklingen og lønnsomheten i bransjen.

Gode markeder for kjemikalietank oppstår i perioder med lav flåtevekst og ordrebok samt høy industriell produksjon. På tilbudssiden er ordreboken og reguleringer viktige drivere. Tilbudet bestemmes av skraping, levering av nybygg og innføring av nye reguleringer. Levering av nybygg avhenger av kapasiteten hos skipsverftene. I gode tider for shipping vil det være svært begrenset levering av nye kjemikalietankskip. Årsaken til dette er at prosessen med å bygge sofistikerte kjemikalietankskip er mer kompleks samt at verftene historisk har hatt bedre avkastning på å bygge andre skip.

Reguleringer vil også påvirke tilbudssiden. Trenden er at det stadig blir strengere hvilke skip som er dimensjonert for å frakte ulike varer. Dette betyr at lite sofistikerte skip faller ut av markedet, hvilket begrenser tilbudet og forbedrer rammebetingelsene for kjemikalietankere.

Ettersom kjemikalietankere er designet for å frakte ulike varer, er det få kunder som kan benytte et helt skip. Derfor er det i denne bransjen vanlig at spot kombineres med et vesentlig innslag av volumbaserte kontrakter (Contracts of Affreightment), hvor kunden betaler en rate per volum - i motsetning til i andre tanksegmenter, hvor det betales en rate per dag. En volumbasert kontrakt er en avtale mellom skipseier og kunde om antall seilinger og volumet som skal leveres innen en gitt periode. Volumet som bestemmes, er et vindu med en maksimum- og minimumsgrense, som kan utgjøre en betydelig forskjell for shippingselskapet.

På grunn av stor andel volumbaserte kontrakter og at det er ulike varer om bord skipene som skal ulike plasser, er nøkkelen for kjemikalietankselskapet å finne en rute hvor man kan laste av og på kontinuerlig slik at man unngår å seile uten fraktgods og dermed tape penger (DNB, 2014).

2.3 Stolt-Nielsen

Stolt-Nielsen ble grunnlagt i 1959 av Jacob Stolt-Nielsen, en pionér i kjemikalietankbransjen. Selskapet sysselsetter mer enn 5000 ansatte ved 42 kontorer verden over. Selskapet er registrert på Bermuda og notert på Oslo Børs med tickeren SNI (Stolt-Nielsen, 2015b).

Selskapet har gått fra en ren eksponering mot kjemikalietank, til å bli en integrert tilbyder av logistikktenester (tank-, terminal- og tankcontainertjenester). På dette området skiller selskapet seg, sammen med Odfjell, fra mange andre, som er rene spillere i kjemikalietank. Stolt-Nielsen er den ledende tilbyderen av integrerte transporterings- og lagringsløsninger for kjemikalier, oljer og syrer. Selskapet er diversifisert, med virksomhet også innen lakseoppdrett og frakt av LPG. Majoriteten av driftsresultatet og eiendeler kommer imidlertid fra frakt og lagring av flytende kjemikalier, det vil si forretningsområdene Stolt Tankers, Stolthaven Terminals og Stolt Tank Containers, og det er dette som fokuseres mest på i den strategiske regnskapsanalysen. Selskapet skal fortsette med å diversifisere sin virksomhet fremover (Stolt-Nielsen, 2014b).

Gjennom sine tre integrerte forretningsområder leverer Stolt-Nielsen en rekke produkter. Selskapet deler de inn i 6 kategorier.

Råvarekjemikalier produseres i store volum og inkluderer blant annet metanol, etanol og benzen.

Spesialkjemikalier produseres i mindre volumer og brukes eksempelvis i produksjon av lim, vaskemidler og kosmetikk.

Oleo-kjemikalier kommer fra vegetabiliske oljer og dyrefett og inkluderer blant annet fettsyrer.

Vegetabiliske oljer uthentes fra planter. Palme- og soyaolje er to vanlige produkter innen denne kategorien.

Smøreoljer har mange viktige funksjoner, og motorolje er ett av produktene Stolt-Nielsen transporterer.

Av syrer er svovelsyre, fosforsyre og kaustisk soda de vanligste produktene. Disse brukes i gruvedrift, landbruk og som råvare for kunstgjødsel.

Stolt-Nielsen tjener en rekke bransjer globalt, blant andre tekstil, bygg og anlegg, landbruk og automotiv (Stolt-Nielsen, 2014c).

3 Verdsettelsesmetoder

Det er tre hovedmetoder for verdsettelse av selskaper: fundamental-, komparativ- og opsjonsbasert verdsettelse. I dette kapittelet beskrives disse metodene samt at det gjøres valg av metode for denne utredningen.

3.1 Fundamental verdsettelse

Fundamental verdsettelse finner verdi ved å diskontere fremtidig kontantstrøm med et risikojustert avkastningskrav. En fundamental verdsettelse reflekterer de underliggende økonomiske forholdene gjennom innsikt fra en integrert strategisk analyse og regnskapsanalyse. Denne strategiske regnskapsanalysen gir opphav til fremtidsregnskap og avkastningskrav, og utgjør dermed fundamentet for selve verdsettelsen. Dette gir et fundamentalt verdiestimat, som danner et beslutningsgrunnlag for handlingsstrategi i aksjemarkedet.

Den fundamentale verdsettelsen kan utføres med egenkapital- og selskapskapitalmetoden. Egenkapitalmetoden er en direkte verdsettelse av egenkapital; fremtidig fri kontantstrøm til egenkapital diskonteres med egenkapitalkravet.

Selskapskapitalmetoden er en indirekte verdsettelse av egenkapital. Her finnes først verdi av selskapskapital ved å diskontere fremtidig fri kontantstrøm til selskapskapital med selskapskapitalkravet. Deretter finnes verdi av egenkapital ved å trekke fra verdi av gjeld og minoritetsinteresser. Det finnes ulike mål på selskapskapital. Sysselsatt kapital inkluderer finansielle eiendeler, mens netto driftskapital ikke gjør det. Dette får konsekvenser for hva som skal trekkes fra av gjeld; henholdsvis finansiell gjeld og netto finansiell gjeld skal trekkes fra kapitalmålene. I tillegg trekkes minoritetsinteresser fra da dette ikke er krav som tilfaller egenkapitaleierne i morselskapet.

De to metodene er ekvivalente og gir samme verdiestimat når avkastningskravene er basert på kapital som er vektet etter virkelig verdi.

Innen egenkapitalmetoden finnes det fire modeller.

Utbyttmodellen verdsetter egenkapital i dag ved å diskontere forventet fremtidig netto betalt utbytte med egenkapitalkravet.

Fri kontantstrøm-modellen verdsetter egenkapital i dag ved å diskontere forventet fremtidig fri kontantstrøm til egenkapital med egenkapitalkravet. Ofte predikeres netto betalt utbytte til å være lik fri kontantstrøm til egenkapital, hvilket impliserer at netto kapitalinnskudd bortsett fra utbytte er lik 0. Med denne forutsetningen er disse to kontantstrømbaserte modellene helt identiske.

De to siste modellene er regnskapsbaserte. Verdi av egenkapital i superprofittmodellen er lik balanseført verdi av egenkapital pluss fremtidig superprofitt til egenkapital diskontert med egenkapitalkravet. Superprofitt er rentabilitet utover avkastningskravet og genereres som følge av strategisk fordel. Dermed er verdi av egenkapital i denne modellen lik balanseført verdi av egenkapital pluss nåverdi av strategisk fordel. Hvorvidt man predikerer fremtidig superprofitt, bygger på den strategiske regnskapsanalysen.

Superprofittvekstmodellen verdsetter egenkapital til kapitalisert verdi av neste års nettoresultat til egenkapital pluss nåverdi av forventet vekst i fremtidig superprofitt. Kapitaliseringen av nettoresultat gjøres ved å forutsette null vekst. Nåverdi av vekst i fremtidig superprofitt gir bare verdi hvis den er lønnsom, det vil si at den fører til økt superprofitt.

Alle de fire modellene innen egenkapitalmetoden gir lik verdsettelse gitt at de underliggende forutsetningene er de samme (Knivsflå, 2015o).

Innen selskapskapitalmetoden brukes de samme modellene unntatt utbyttmodellen, som kun gjelder for egenkapital. Forskjellen er kun at man bruker fri kontantstrøm eller superprofitt til selskapskapital. På samme måte som at det brukes en annen kapital, anvendes også andre avkastningskrav for å få konsistens.

Fri kontantstrøm-, superprofitt- og superprofittvekstmodellen gir alle det samme verdiestimatet også med selskapskapitalmetoden. Det kan derimot være forskjell på verdiestimatet med egenkapital- og selskapskapitalmetoden når avkastningskrav er beregnet basert på budsjetterte vekter. Verdikonvergens oppnås ved å oppdatere kapitalvektene på grunnlag av oppdaterte verdiestimat. Dette er verdikonvergensprosedyren (Knivsflå, 2015p).

Verdikonvergens er en fundamental idé ettersom verdi ikke avhenger av valg av verdsettelsesmodell. Verdi for en økonomisk enhet stammer fra å være av verdi, det vil si å generere kontantstrøm og inntjening (Hamberg, 2013c).

3.2 Komparativ verdsettelse

Komparativ verdsettelse er sammenlignende prising i forhold til tilsvarende selskaper. Videre beskrives to modeller innen denne verdsettelsesmetoden.

Multiplikatormetoden verdsetter egenkapital ved å sammenligne med børsverdien til tilsvarende selskaper, justert for forskjell i fundamentale forhold. Vanlige multiplikatorer er pris/fortjeneste og pris/bokført egenkapital (pris/bok).

Substansverdimodellen estimerer substansverdi av individuelle eiendeler ved å sammenligne med markedsverdi på tilsvarende eiendeler. Verdi av egenkapital finnes ved å trekke fra gjeld. Metoden krever at man kan identifisere eiendeler og gjeld og at man kan estimere markedsverdi gjennom sammenligning med markedsverdi på tilsvarende eiendeler og gjeld. Substansverdimodellen egner seg best i bransjer der viktige eiendeler har klare sammenlignende verdier og andelen materielle verdier er høy, eksempelvis shipping og eiendom (Knivsflå, 2015s).

En styrke med komparativ verdsettelse er at det er enkelt å utføre. I tillegg krever den få eksplisitte forutsetninger. Det kan også anses som en styrke at metoden reflekterer markedets syn. Dette er særlig en styrke hvis man skal selge selskapet i dag.

En svakhet er at verdsettelsen avhenger av sammenligningsgrunnlaget. Verdsettelsen kan endres drastisk ved å endre sammenlignbare selskaper eller multiplikator.

Metoden avhenger også av sentimentet i markedet, hvilket kan være en svakhet hvis det er bobletendenser. En annen svakhet er at komparativ verdsettelse krever justering. Eksempelvis bør en fornuftig P/E-multiplikator justeres for selskapets kapitalstruktur (Damodaran, 2012). Substansverdi bør også justeres for ledelsens evner til å forvalte selskapets eiendeler (Hermanrud, 2013). I selskaper hvor store deler av verdien ligger i ansattes kompetanse, arbeidsrutiner og opparbeidede relasjoner med kunder og leverandører, er det stor sannsynlighet for at verdien undervurderes med substansverdimetoden (Kaldestad og Møller, 2011). Selv om det kreves få eksplisitte forutsetninger ved komparativ verdsettelse, er det også en svakhet at verdsettelsen er sensitiv til feil i implisitte forutsetninger som tas (Damodaran, 2012).

Komparativ verdsettelse egner seg best når det er et stort antall sammenlignbare selskaper og disse prises i et marked (Damodaran, 2012).

3.3 Opsjonsbasert verdsettelse

Opsjonsbasert verdsettelse er separat verdsettelse av fleksibilitet og andre opsjoner i drift og finansiering gjennom opsjonsprising. Det blir ofte brukt som supplement til fundamental verdsettelse, der verdi er fundamental verdi pluss opsjonsverdi, som prises separat. Realopsjoner kan relatere seg til muligheten til å ekspandere, vente eller nedskalere virksomheten (Knivsfå, 2015t).

Et eksempel på en realopsjon er patent eller eksklusiv lisens med rett, men ikke plikt, til å produsere et nytt produkt.

Opsjonsbasert verdsettelse er fordelaktig når andre verdsettelsesmetoder ikke er godt egnet, eksempelvis for et selskap i startfasen eller for verdsettelse av egenkapital i et selskap i finansielle vanskeligheter. En annen fordel er at det gir en ny innsikt i verdidrivere. Eksempelvis, gir økt volatilitet økt verdi ved opsjonsbasert verdsettelse, i motsetning til ved fundamental verdsettelse.

En ulempe er at det er vanskelig å innhente alle variabler. En annen ulempe er at det kreves en annen metode for å verdsette underliggende aktivum. Det er også en fare

for å telle eiendeler to ganger; en patent kan eksempelvis både bli hensyntatt i fundamental verdi gjennom høyere vekst og i opsjonsprisingen (Damodaran, 2012).

3.4 Valg av verdsettelsesmetode

Enhver verdsettelse er unik, og for hvert selskap bør det gjøres et nøye valg av verdsettelsesmetode. Spesielt viktige faktorer er hvilken bransje selskapet opererer i, hvilken fase i livssyklusen selskapet er i, hvorvidt det forventes fortsatt drift og tilgang på data (Knivsflå, 2015a).

Stolt-Nielsen er et modent selskap med stabil vekst og lang historikk. Det forventes fortsatt drift, og det er god tilgang på data. Fundamental verdsettelse velges derfor som hovedmetode.

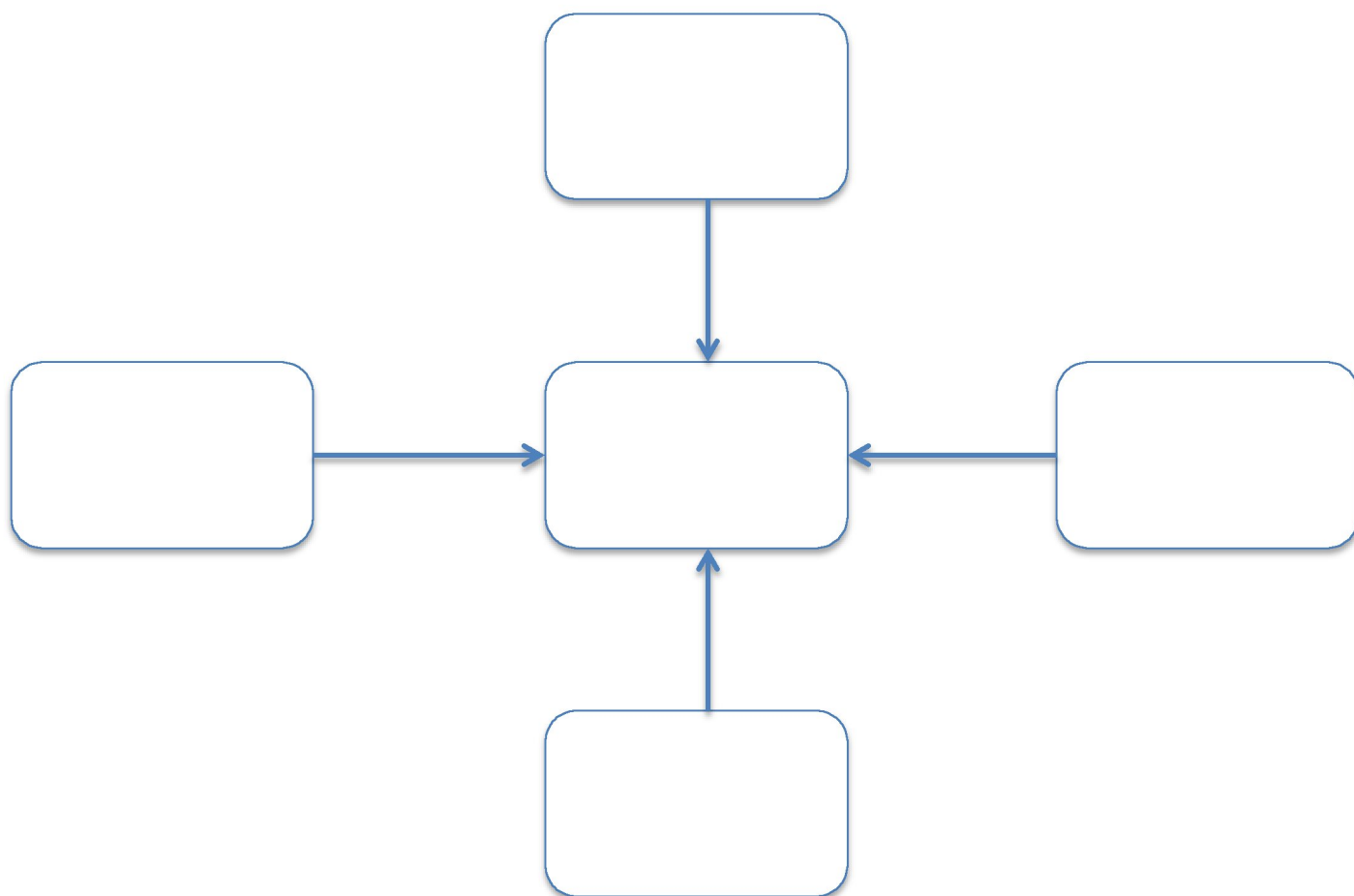
Optimalt bør man benytte flere tilnærminger i en verdsettelse. Normalt vil fundamental og komparativ verdsettelse gi de mest pålitelige svarene, og man bør derfor søke å kombinere disse. Verdivurdering av selskaper i shippingbransjen gjøres ofte ved bruk av substansverdimodellen. Modellen er godt egnet for shipping ettersom eiendelene med tilhørende kontantstrømmer relativt enkelt kan separeres og omsettes på et eget marked (Kaldestad og Møller, 2011). Substansverdimodellen blir derfor brukt. Det utføres også en ytterligere analyse i form av multiplikatormetoden. Komparativ verdsettelse blir dermed et supplement til fundamental verdsettelse i denne utredningen.

4 Strategisk analyse

4.1 Eksternanalyse

4.1.1 Porters fem krefter

Porters fem krefter er et rammeverk som brukes til å analysere konkurransesituasjonen i en bransje. Ifølge Porter vil lønnsomheten i en bransje avhenge av konkurransen mellom aktørene innad i bransjen, trusselen fra nyetableringer, trusselen fra substitutter samt forhandlingsmakten hos leverandører og kunder (Porter, 1980).



Figur 2: Porters fem krefter.

For å kunne utføre denne analysen er det viktig å ha en nøye definert bransje å forholde seg til. Bransjedefinisjonen i denne sammenhengen baserer seg på tre faktorer:

- flåtens størrelse, målt i dødvektstonn
- global tilstedeværelse
- kompleksitet i transporterte produkter

Bransjen defineres til å omfatte store aktører innen kjemikalietank som har global tilstedeværelse og frakter komplekse produkter. Denne definisjonen bygger på Stolt-Nielsens egen fremstilling av konkurransebildet i forbindelse med en kapitalmarkedsdag i mars 2014 (Stolt-Nielsen, 2014b). Oversikten viser at Odfjell, med sin store flåte og globale tilstedeværelse, oppfyller bransjedefinisjonen best og dermed er det mest sammenlignbare selskapet. Under denne bransjedefinisjonen inngår kun Odfjell sammen med Stolt-Nielsen.

Før analysen kommer en viktig presisering. Videre i dette kapitlet følger ekstern- og internanalysen. I internanalysen og senere regnskapsanalyse bruker jeg Odfjell som mål på bransjen ettersom selskapet er det eneste som oppfyller bransjedefinisjonen. Når det gjelder eksternanalysen, velger jeg å ta hensyn til et bredere utvalg av aktører innen kjemikalietank. Årsaken til dette er at spillere som ikke er så sammenlignbare med Stolt-Nielsen, også påvirker tilbudssiden i bransjen og dermed ratene selskaper som Stolt-Nielsen og Odfjell oppnår. Dette betyr at eksternanalysen har et bredt nedslagsfelt, men er likevel av stor relevans for den snevrere intern- og regnskapsanalysen.

Videre vurderes konkurransesituasjonen i bransjen gjennom en analyse av de fem kreftene.

4.1.1.1 Intern rivalisering

Intern rivalisering er konkurransen mellom organisasjoner som tilbyr like produkter og tjenester, rettet mot samme kundegruppe. Intensiteten i konkurransen innad i bransjen avgjøres av en rekke faktorer. De viktigste i dette tilfellet vurderes til å være

følgende: markedsstruktur, produktdifferensiering, utgangsbARRIERER, overkapasitet og utsikter for bransjen (Porter, 1980).

Stolt-Nielsens oversikt over konkurransebildet (Stolt-Nielsen, 2014b) viser at kjemikalietankbransjen preges av en fragmentert markedsstruktur. Selv om Stolt-Nielsen og Odfjell skiller seg klart ut med størst kapasitet, er det hele ti aktører med en flåte på mer enn 500 millioner dødvectstonn. Fragmentert markedsstruktur øker rivaliseringen da små aktører i større grad vil utfordre de store (Porter, 1980).

Produktdifferensiering på transport av kjemikalier er minimal da dette er en standardisert tjeneste som utføres veldig likt av de ulike aktørene. Stolt-Nielsen (2014a) og Odfjell (2014) hevder imidlertid å tilby et differensiert produkt gjennom en integrert løsning for transport og lagring av sine produkter. Denne strategien har vært muliggjort av store investeringer i tankterminaler. Stolt-Nielsen har i tillegg en tankcontainervirksomhet for logistikk på land. Stolt-Nielsens positive driftsresultat fra disse områdene (2015a) viser at strategien kaster av seg og dermed at produktdifferensiering til en viss grad er en faktor som reduserer den interne rivaliseringen i kjemikalietankbransjen.

UtgangsbARRIERER, i form av en høy andel faste kostnader, kan føre til overkapasitet da aktørene heller forblir i bransjen enn å påta seg store kostnader knyttet til å trekke tilbake kapasitet (Porter, 1980). Kaldestad og Møller (2011) peker på at variable kostnader utgjør en relativt liten andel av samlede driftskostnader innen shipping, hvilket medfører at lite kan kuttes i svake markeder. Ved konkurs er det derfor sjelden at kapasitet trekkes ut av markedet av de som overtar skipene da det er mer lønnsomt å la skipene bli i markedet enn å skrape de. Hvorvidt det er lønnsomt å beholde skipene i drift, avhenger av ratene – ved tilstrekkelig lave rater vil skraping være mest lønnsomt. Disse høye utgangsbARRIERER gir aktører insentiver til å beholde kapasitet selv i svake markeder, hvilket øker den interne rivaliseringen.

Kjemikalietankbransjen er veldig syklisk av natur og har de seneste årene vært preget av overkapasitet. Dette skyldes både stor kontrahering av skip i gode tider og svikt i etterspørselen i kjølvannet av finanskrisen (Stolt-Nielsen, 2014a). Ledetider på tre til

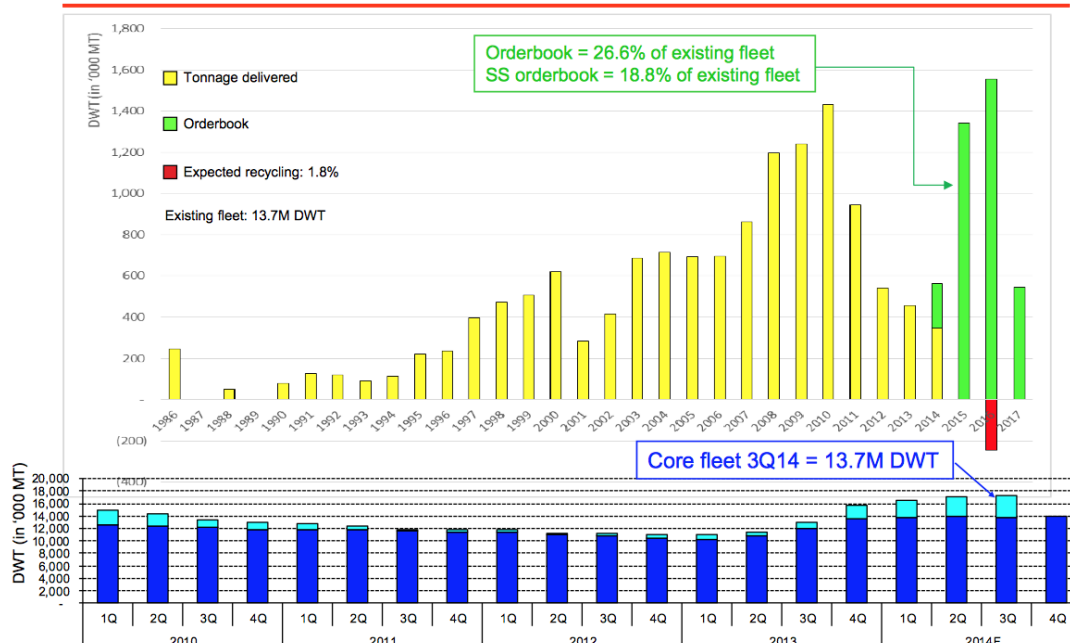
fem år gjør at mye kapasitet har kommet inn i et svakere marked, hvilket har svekket lønnsomhet og økt den interne rivaliseringen i bransjen.

Utsiktene i kjemikalietank i dag er usikre med lavere produksjon av kjemikalier og lavere vekst i mange strategisk viktige økonomier. Dette har skapt begrenset visibilitet og med det en fallende rateutvikling (Clarksons, 2015). Dagens situasjon med lavere oljepris kan derimot være en katalysator for økt BNP-vekst innen industrialiserte land. For å stimulere verdensøkonomien er det imidlertid nødvendig at oljeprisen er vedvarende lav (DNB, 2014a).

Det meldes om utfordrende utsikter i kjemikalietank også fra bransjeaktører selv. Stolt-Nielsen (2014a) meldte om det verste markedet på 30 år i 1. halvår 2014. Markedet tørket helt opp, og det var svært begrenset transport ut av USA – særlig til Asia. Kina har redusert etterspørselen etter kjemikalier på grunn av mangel på tilgjengelig kreditt. Kina forsøker å gå over fra et eksportdrevet til et konsumentdrevet marked. Siden konsumet fortsatt er svakt og eksporten reduseres, er det potensiell varig strukturell svakhet i det kinesiske markedet. I tillegg styrket oppturen i amerikansk økonomi innenlandsk konsum og absorberte mye av potensialet for eksport gjennom skipsfarten (Stolt-Nielsen 2015a). 2. halvår 2014 var imidlertid litt lysere. Økte volumer mellom Mexicogulfen og Midtøsten samt at Kina ikke er like strenge på kredittkontroll, gjør at etterspørselen tok seg opp litt, men er fortsatt på svake nivåer.

Ordreboken for kjemikalietankere de kommende årene er stor:

Chemical Tanker Fleet and Orderbook – 3Q14



Source: Stolt-Nielsen and Drewry, as of Sep 1, 2014



Figur 3: Tonnasjeoversikt for kjemikalietankbransjen (Stolt-Nielsen, 2014b).

Stolt-Nielsen melder om en overkapasitet på 15% som vil vedvare til og med 2018. Selskapet beskriver markedet som utfordrende (Stolt-Nielsen 2015a). Det flyter over av tilgjengelig risikokapital, og ordreboken nærmer seg 30% av den nåværende flåten. Odfjell (2015) melder om at fremtiden er usikker, men at verdensøkonomien ser ut til å komme seg sakte men sikkert, spesielt drevet av en sterk amerikansk økonomi. Markedsbalansen sliter imidlertid med å ta seg opp på grunn av overskuddstilbud av tonnasje. Utsiktene for bransjen er alt i alt utfordrende, og dette øker intensiteten i den interne rivaliseringen.

For å konkludere, er den interne rivaliseringen sterk og presser lønnsomheten i bransjen ned.

Videre vurderes de ytre kreftene som påvirker konkurranseforholdene i bransjen.

4.1.1.2 Nyetableringer

Trusselen fra nyetableringer avhenger av hvor enkelt det er for nye aktører å etablere seg. Lave inngangsbarrierer vil føre til at nye aktører lett kan etablere seg og redusere lønnsomheten. Blant viktige faktorer for å vurdere inngangsbarrierene er hvorvidt det er store krav til kapitalinvesteringer, muligheter for produkt differensiering og stordriftsfordeler (Porter, 1980).

For å etablere seg i kjemikalietankbransjen kreves det kun kjøp av skip da drift av skip kan settes ut til andre (Kaldestad og Møller, 2011). For å kunne tilby tilfredsstillende service kreves en flåte på minst fem skip, hvilket krever en betydelig kapitalinvestering (Stene, 2000). Dette gjelder særlig for sofistikerte kjemikalietankere ettersom de er veldig dyre å bygge (DNB, 2014a). Det viser seg imidlertid at bankene er svært generøse med utlån hvis banken kan ta pant i skipet og selskapet kan vise til lange kontrakter. Disse lave inngangsbarrierene fører til overkontrahering og oppbygning av for mye kapasitet i gode tider (Kaldestad og Møller, 2011).

Stolt-Nielsens CEO Niels G. Stolt-Nielsen bekrefter disse forholdene i selskapets årsrapport (2014a) ved å hevde at det flyter over av tilgjengelig kapital i markedet, blant annet fra private equity og hedgefond. Dette er delvis forårsaket av amerikanske myndigheter, som anser kjemikalietank som en god bransje og oppfordrer til å bruke kapitalen umiddelbart. Han melder at nyetableringen er bekymringsfull og matcher ikke etterspørselen i markedet, samt at lån til nye shippingaktører er med å skape en ny krise. Dette kan være en taktisk uttalelse for å prøve å redusere tilbudet i bransjen, men uansett vitner det om en betydelig trussel fra nyetablering som reduserer lønnsomheten i bransjen.

Lave inngangsbarrierer er et kjennetegn for shipping. For kjemikalietank er de imidlertid litt høyere enn i shipping generelt. For det første kreves en større kapitalinvestering for kjemikalietankere enn andre skip. I tillegg er annenhåndsmarkedet mindre, og det er færre verft enn i andre segmenter av shipping (Stene, 2000). Disse faktorene øker inngangsbarrierene i bransjen til en viss grad.

En annen faktor som øker inngangsbarrierene er tilstedeværelsen av etablerte aktører med gode, langsiktige forhold til kunder. Nykommere må overbevise kunder om at de er seriøse spillere og har intensjoner om å være i bransjen på lang sikt (Stene, 2000). De etablerte aktørene, som Odfjell og Stolt-Nielsen, styrker sine respektive relasjoner til kunder gjennom tilbudet av en integrert løsning for transport og lagring av flytende kjemikalier. Dette bidrar også til å øke inngangsbarrierene. Samlet sett er likevel inngangsbarrierene i bransjen ganske lave.

På bakgrunn av dette vurderes trusselen fra nyetableringer til å være moderat til høy.

4.1.1.3 Substitutter

Substitutter er andre måter å dekke kundens behov. Pris, ytelse, byttekostnader og kundelojalitet påvirker hvor attraktive substituttene er (Porter, 1980).

Det er ingen åpenbare reelle substitutter til sjøtransport av flytende kjemikalier og spesialvæsker. Imidlertid kan produkttankskip anses som et substitutt til kjemikalietankere. Produkttankere frakter hovedsakelig Clean Petroleum Products (CPP) som bensin, nafta, flyolje med mer. Når dette markedet er sterkt, settes kapasiteten av produkttankere inn her. Med en svakt CPP-marked vil derimot sofistikerte produkttankere trekke inn i kjemikalietankemarkedet og dermed skape overkapasitet og lavere rater. Denne trusselen fra substitutter bidrar til å redusere lønnsomheten i kjemikalietankbransjen.

Effekten anses ikke som sterk nok til å redusere lønnsomheten mye, og trusselen fra substitutter vurderes derfor som lav.

De siste to delene av Porters fem krefter omhandler forhandlingsmakt hos leverandører og kunder (Porter, 1980). Forhandlingsmakt avgjøres av flere faktorer. Her fokuseres det på de mest relevante, som er antall og størrelse, byttekostnader, prissensitivitet, antall tilbydere og produktdifferensiering. Ikke alle faktorene er relevante for både leverandører og kunder.

4.1.1.4 Leverandører

Kjemikalietankselskaper står overfor flere leverandører; skipsverftene er av de viktigste. De største spillerne, Odfjell og Stolt-Nielsen, har kontinuerlig nye skip under bygging. I løpet av de neste fem årene får de levert nye skip som tilsvarer litt over 10% av de respektive flåtene (Stolt-Nielsen, 2014b). Dette viser at skipsverftene er en viktig leverandør selv i dårlige markeder.

Etterspørselen etter skip er stor i oppgangstider da det ofte blir kontraheringsbølger. Skipsverftene har begrenset kapasitet og kan derfor presse prisen høyere i oppgangstider. Dette gir opphav til en betydelig forhandlingsmakt. Shippingselskaper ønsker langsiktige kjøpsopsjoner på skip for å kunne kjøpe i oppgangstider. Dette reduserer verftenes forhandlingsmakt, men de tar seg selvfølgelig betalt for disse opsjonene. Tilstedeværelsen av store, erfarne aktører med gode relasjoner til leverandører, som Odfjell og Stolt-Nielsen, reduserer leverandørenes makt, men ettersom bransjen er relativt fragmentert er ikke denne effekten særlig sterk (Kaldestad og Møller, 2011). Leverandører av reparasjon- og vedlikeholdstjenester sitter på en lignende forhandlingsmakt som skipsverftene.

Leverandører av bunkersolje representerer også en viktig leverandør da drivstoffkostnader utgjør en stor andel av driftskostnadene (Stolt-Nielsen, 2014a). Bunkersolje er betegnelse på en halv-raffinert tungolje som benyttes som drivstoff til skip (Wikipedia, 2015b). Prisen på råolje settes på råvarebørser (Bunkerindex, 2015). Selgere av råolje er pristagere og har dermed ingen forhandlingsmakt.

Leverandørene vurderes til å utgjøre en moderat trussel for lønnsomheten i kjemikalietankbransjen.

4.1.1.5 Kunder

Kundene er produsenter av kjemikalier og andre spesialvæsker. Produsenter av organiske kjemikalier inkluderer Dow, Sabic, PCC, ICC samt oljegiganter som Exxon, BP og Shell. Produsenter av uorganiske kjemikalier er blant andre Proschem, Maroc Phospore, Senchem, Groupe Chimique Tunisien og Boliden. Vegetabiliske oljer fraktes til kunder som Bunge, Cargill, Kuok, Nidera, Glencore og Wilmar (DNB, 2014a).

Ettersom kjemikalietankbransjen er fragmentert med mange små aktører, har kundene betydelig forhandlingsmakt gjennom eksempelvis å kunne presse ned rater. Det kan imidlertid hevdes at de største aktørene, Odfjell og Stolt-Nielsen, med sin produkt differensiering og langvarige relasjoner til kunder, klarer å "låse inn" kundene gjennom volumbaserte kontrakter. Dette øker kundens byttekostnad og reduserer dermed forhandlingsmakt.

Forhandlingsmakten hos kjemikalietankbransjens kunder vil også bestemmes av andelen av omsetningen som er på kontrakt og spot. Ved kontraktsfestede inntekter kan kundene forhandle betingelsene i kontrakten. I spotmarkedet blir ratene derimot bestemt av tilbud og etterspørsel; kundene er dermed pristagere. Jo større andel av inntektene som er kontraktsfestet, desto høyere er derfor kundenes forhandlingsmakt. For Stolt-Nielsen er 75% av virksomheten kontraktsfestet (Stolt-Nielsen, 2015a), mens Odfjell har en litt mindre andel på kontrakt (Odfjell, 2015). Den høye andelen kontraktsfestet virksomhet i bransjen gir kundene en viss forhandlingsmakt.

Trusselen fra kunder vurderes samlet sett som moderat.

Porter-analysen indikerer at lønnsomheten i bransjen er under sterkt press – spesielt grunnet sterk intern rivalisering, men også trusselen fra nyetablering.

Porters fem krefter er enkelt, oversiktlig og praktisk anvendelig. I tillegg er det en styrke at det utvider forståelsen av konkurrenter. En svakhet ved rammeverket kan være at det bransjefokus og ikke konkurranseforholdene for ett enkelt selskap. I tillegg kan det sies å være en svakhet at det fokuseres på konkurranse og ikke samarbeid. En siste svakhet ved rammeverket er at det er statisk. Derfor komplementeres Porters fem krefter med PESTEL-rammeverket, som analyserer utviklingen i bransjen fremover ved å kartlegge makroomgivelsene (Stensaker, 2013).

4.1.2 PESTEL

PESTEL-rammeverket er et verktøy for analyse av hvilke faktorer i de makroøkonomiske omgivelsene som kan være hoveddrivere for endring i en bransje. Dette gir innsikt i utviklingen i konkurranseforholdene de kommende årene og videre hvilke muligheter som er tilstede. PESTEL innebærer en analyse av seks forhold: politiske, økonomiske, sosiokulturelle, teknologiske, miljømessige og juridiske. Politiske forhold er en analyse av faktorer som politisk stabilitet og skattepolitikk. Økonomiske forhold som kan påvirke fremtidige konkurranseforhold inkluderer blant annet konjunkturer og BNP-trender. Analysen av sosiokulturelle forhold ser blant annet på faktorer som demografi og inntektsfordeling. Teknologiske forhold kan være nyvinninger eller det generelle fokuset på teknologi i bransjen. Miljømessige forhold kan eksempelvis knytte seg til miljøvernreguleringer i bransjen. Til slutt er analysen av juridiske forhold knyttet til bransjespesifikke reguleringer (Johnson et. al., 2011).

Hoveddriverne for endring i kjemikalietankbransjen vil trolig ha tilknytning til økonomiske, teknologiske og juridiske forhold. Den påfølgende analysen er derfor konsentrert rundt disse faktorene.

4.1.2.1 Økonomiske faktorer

Hoveddriveren for endring i kjemikalietankbransjen har vært, og vil nok fortsette å være, økonomiske faktorer. Stolt-Nielsen melder selv (2014a) at global BNP-vekst og industriproduksjon er de to viktigste driverne for kjemikalietankvirksomheten. Produksjon av kjemikalier korrelerer veldig tett med BNP-vekst, og således er fremtidig konjunkturutvikling i global økonomi en viktig driver for endring i kjemikalietankbransjen fremover. En fordelaktig konjunkturutvikling kan imidlertid trigge trusselen fra nyetablering, som vil fungere som en demper for den positive markedsutviklingen.

Det siste årets fall i oljepriser som følge av høy produksjon fra OPEC er også en økonomisk faktor som er med å endre kjemikalietankbransjen. Dette reduserer bunkerskostnadene, som utgjør en betydelig del av selskapenes kostnadsbase. I 2014 utgjorde bunkerskostnadene 30% av driftskostnadene for Stolt-Nielsen. Det er imidlertid viktig å presisere at 75% av Stolt-Nielsens shippingvirksomhet er

kontraktbasert, og at hele 90% av dette inneholder klausuler for bunkerskostnader (Stolt-Nielsen 2015a). Konsekvensen av endringer i oljeprisen blir derfor kraftig redusert, både ved opp- og nedgang. Odfjell (2015) melder at 50% av deres eksponering mot bunkerspriser er sikret, hvilket gir en begrenset effekt av oljeprisnedgangen også her. Selv om dette tyder på at Odfjell tjener mer på oljeprisfallet enn Stolt-Nielsen, er det stor grad av sikring av bunkerskostnader i kjemikalietankbransjen og dermed en begrenset effekt på bunnlinjen.

Oljeprisfallet har også en negativ effekt for lønnsomheten i bransjen. Lavere drivstoffkostnader gir insentiver til å øke hastigheten på skipene. Dette frigjør transportkapasitet og øker den effektive flåteveksten (DNB, 2014b).

4.1.2.2 Teknologiske faktorer

Teknologi er også en viktig driver for endring innen skipsfart. De nyeste skipene er mye mer drivstoffeffektive enn de som nærmer seg skraping (Stolt-Nielsen, 2014a). Dette blir imidlertid mindre viktig med en lavere oljepris ettersom bunkerskostnadene vil utgjøre en mindre andel av driftskostnadene. Ny type teknologi i fremtiden kan gi opphav til endringer i bransjen. Dette bekreftes av påtroppende konsernsjef i DNV, Remi Eriksen, som under shippingkonferansen NorShipping 2015 melder at teknologi vil revolusjonere bransjen de kommende 10 årene (Teknisk Ukeblad, 2015).

4.1.2.3 Juridiske faktorer

Juridiske faktorer, i form av strenge reguleringer, er også viktig i kjemikalietankbransjen. Det blir stadig strengere reguleringer for sertifisering av skip for å oppnå økt sikkerhet og miljø. Stadig flere oppdrag krever IMO 1- eller IMO 2-klassifisering, hvilket betyr at en del produkttankere og IMO 3-sertifiserte skip faller ut av markedet. Dette er positivt for eiere av IMO 1- og IMO 2-skip, som typisk er sofistikerte kjemikalietankere, i tillegg til at det er positivt for markedsbalansen. I tillegg har det nylig kommet restriksjoner på blant annet svovelinhold i drivstoffet (Stolt-Nielsen, 2014d). Strenge reguleringer medfører også mer skraping ettersom det ikke er lønnsomt å oppgradere skip til nye krav (DNB, 2014a). Samlet sett kan man si

at reguleringene bedrer balansen mellom tilbud og etterspørsel og dermed gir litt lysere utsikter for bransjen.

For å oppsummere, er det økonomiske faktorer som er hoveddrivere for endring i kjemikalietankbransjen. Fremtidig etterspørsel for transport av kjemikalier bestemmes i veldig stor grad av fremtidig kjemikalieproduksjon, som igjen henger veldig tett sammen med generell global industriproduksjon og BNP-vekst. En fordelaktig konjunkturutvikling kan imidlertid føre til at trusselen fra nyetablering forsterkes. Teknologiske og juridiske faktorer utgjør også viktige drivere for endring i bransjen.

4.1.3 Konklusjon eksternanalyse

Eksternanalysen gir viktig innsikt i de eksterne konkurranseforholdene og danner et bilde av hvilke strategiske utfordringer, muligheter og trusler som finnes i bransjen. Fra Porters fem krefter ble det funnet at intern rivalisering og nyetablering utgjør de største truslene. En svakhet ved rammeverket er imidlertid at det kan karakteriseres som statisk og gir et øyeblikksbilde av dagens eksterne konkurranseforhold. Porters rammeverk ble derfor komplementert av PESTEL, som vurderer fremtidig endring i bransjen.

PESTEL-rammeverket identifiserte økonomisk faktor som hoveddriver for fremtidig endring i konkurranseforholdene. Med sterk global BNP-vekst og industriproduksjon vil markedsbalansen kunne bedre seg, og kjemikalietank vil fremstå som en mer attraktiv bransje. Bedre markedsbalanse og rateutvikling vil imidlertid trigge trusselen fra nyetablering, som øker i intensitet i dette scenariet. PESTEL-analysen ga også at juridiske og teknologiske faktorer blir viktige drivere for endring i bransjen.

4.2 Internanalyse

4.2.1 SVIMA

SVIMA-rammeverket brukes innen ressursbasert teori for å vurdere hvilke ressurser en organisasjon har som kan skape konkurransefortrinn. Et konkurransefortrinn defineres som langsiktig avkastning over gjennomsnittet i det relevante produktmarkedet. Ressursbasert teori bygger på at forskjellen i lønnsomhet mellom bedrifter kan forklares ved at noen bedrifter har verdifulle ressurser som ikke lett kan kopieres (Sjåholm Knudsen, 2013).

SVIMA-rammeverket forsøker å sammenkoble ressurser og konkurransefortrinn ved å identifisere egenskaper en ressurs må inneha for å være basis for et konkurransefortrinn. I følge rammeverket må en ressurs være sjelden, viktig, ikke-imiterbar, mobiliserbar og approprierbar for å skape grunnlag for et varig konkurransefortrinn.

Sjelden

Det kreves at ressursen er unik eller at den besittes av få andre aktører innen det relevante produktmarkedet.

Viktig

Ressursen må ha stor positiv påvirkning på bedriftens kostnader og/eller kunders betalingsvilje. Selv om en ressurs ikke er sjelden, kan den være viktig om den hindrer konkurranseulempe ved å skape konkurranseparitet.

Ikke-imiterbar

Det må være vanskelig for bedriftens konkurrenter å imitere ressursen. Imitasjon kan foregå på to måter, kopiering eller substituering.

Mobiliserbar

Dette kriteriet omfatter hvor godt en ressurs kan utnyttes eller faktisk blir utnyttet av den gitte bedrift. For å utnytte en ressurs intensivt må den ha en sentral plass i bedriftens produktmarkedsstrategier; samtidig må de komplementære ressursene være gode nok til at man evner å utnytte ressursen.

Approprierbar

Når en bedrift besitter en ressurs som oppfyller de fire ovennevnte kriteriene, ligger forholdene til rette for å skape et konkurransefortrinn. Dette er imidlertid av liten verdi dersom bedriften ikke sitter igjen med den økonomiske fordel, det vil si at ressursen er approprierbar. Ansatte og ledere, kunder, leverandører og alliansepartnere kan kapre mye av de verdiene som skapes. (Jakobsen og Lien, 2001).

4.2.2 Ressursanalyse

I den påfølgende internanalysen vurderes Stolt-Nielsens ressurser i forhold til Odfjell – ikke et bredt utvalg aktører, jf. tidligere resonnement rundt sammenlignbarhet.

4.2.2.1 Diversifisert virksomhet

Stolt-Nielsen har siden 2007 beveget seg bort fra en ren eksponering mot kjemikalietank, og investert 2,9 milliarder dollar i nye forretningsområder (Stolt-Nielsen 2015a). Som tidligere nevnt, har denne diversifiseringen gitt opphav til forretningsområder innen logistikk av LPG samt produksjon og distribusjon av LNG. I tillegg har Stolt-Nielsen lange tradisjoner innen oppdrett. Dette, i tillegg til de integrerte løsningene for logistikk av flytende kjemikalier, gjør at Stolt-Nielsen har mange ben å stå på. Den tydelige strategien med diversifisering har vært med å drive vekst sammen med å redusere forretningsrisiko.

Denne satsningen er unik for Stolt-Nielsen. Odfjell har diversifisert sin virksomhet til en viss grad og særlig mot transport av gass (Odfjell, 2015), men ikke i samme omfang som Stolt-Nielsen.

Videre følger SVIMA-analysen for å avdekke om den diversifiserte virksomheten utgjør et konkurransefortrinn.

Stolt-Nielsens diversifiserte virksomhet er unik, ikke bare når man vurderer i forhold til Odfjell, men også sammenlignet med en bredere definert kjemikalietankbransje. Ressursen er derfor sjelden.

Diversifisert virksomhet er også en viktig ressurs for Stolt-Nielsen. Dette har spesielt vært tilfellet de siste årene med et svakt kjemikalietankmarked. Følgende graf viser utviklingen i aksjemarkedet for Stolt-Nielsen (svart) og Odfjell (rød) siden Stolt-Nielsen innførte strategien med diversifisering i 2007.



Figur 4: Kursutvikling Stolt-Nielsen og Odfjell 2007-2015 (Netfonds, 2015).

Grafen illustrerer tydelig at Stolt-Nielsen har levert bedre avkastning enn sammenlignbare Odfjell i dette tidsintervallet. Det virker plausibelt at Stolt-Nielsens mer diversifiserte forretningsmodell er noe av forklaringen bak dette. Dermed er diversifisert virksomhet også en viktig ressurs.

Stolt-Nielsens diversifiserte virksomhet er imidlertid mulig å kopiere. Selv om det vil ta tid og krever kapital, er det mulig for Odfjell å oppnå den samme eksponeringen som Stolt-Nielsen. Ressursen er derfor imiterbar.

Diversifisert virksomhet blir godt utnyttet av Stolt-Nielsen ved at den reduserer risiko og driver vekst for selskapet som helhet. Den utnyttes godt også fordi man allerede har ekspertise innen de nye forretningsområdene, som eksempelvis LPG-shipping. Ressurser er derfor mobiliserbar.

Ressursen må også sies å være appropriert ettersom de nye forretningsområdenes prestasjoner bidrar direkte til bunnlinjen for Stolt-Nielsen som helhet.

Ifølge SVIMA-rammeverket medfører dette at ressursen utgjør kun et midlertidig konkurransefortrinn.

4.2.2.2 Integrasjon av forretningsområder

Stolt-Nielsen hevder selv å dra stor nytte av differensieringen med å tilby et helhetlig produkt for logistikk av flytende kjemikalier. Stolt Tankers, Stolthaven Terminals og Stolt Tank Containers er selskapets tre viktigste områder og gir synergier. De integrerte løsningene herfra gir en totalpakke som øker kundenes betalingsvilje.

Odfjell har også et globalt nettverk med terminaler, men har ikke tankcontainere for transport fra dør-til-dør. Stolt-Nielsen er ledende innen dette området og kan tilby en mer helhetlig løsning som optimaliserer kundenes effektivitet. Stolt-Nielsen besitter dermed også her en ressurs som utgjør et avvik i forhold til bransjen, målt ved Odfjell.

Integrasjon av flere forretningsområder er ikke sjelden innen kjemikalietankbransjen i dag. Odfjell har også over lang tid satset på et globalt nettverk av terminaler for å kunne tilby et bedre produkt til kundene. Det er imidlertid forskjell i hvor stor grad selskapene forsøker å differensiere produktet. Gjennom sitt globale, ledende nettverk med tankcontainere har Stolt-Nielsen en unik dimensjon med løsninger for logistikk også på land. Denne ekstra graden av differensiering betyr at Stolt-Nielsen besitter en sjelden ressurs.

Ressursen kan også karakteriseres som viktig ettersom den øker kundenes betalingsvilje.

Hvorvidt ressursen er ikke-imiterbar, er ikke like åpenbart. Odfjell forsøker kontinuerlig å differensiere sitt produkt for å bli den foretrukne aktøren. Når det gjelder å imitere Stolt-Nielsens helhetlige produkt med tankcontainere, er det imidlertid usikkert om det lar seg gjøre. Stolt-Nielsen er ledende innen dette området, har et globalt nettverk og har opparbeidet langsiktige kundeforhold. Stolt Tank Containers er det forretningsområdet de siste årene har bidratt mest positivt til selskapets driftsresultat (Stolt-Nielsen, 2015a). Dette vitner om tillit i markedet og at kundene har en betalingsvilje som gjør det lønnsomt for Stolt-Nielsen. På bakgrunn av dette konkluderes det med at ressursen er ikke-imiterbar.

Ressursen er også mobiliserbar ettersom kundene viser høy betalingsvilje for den integrerte løsningen.

Stolt-Nielsens integrerte virksomhet kan også sies å være en approprierbar ressurs siden både terminal- og tankcontainervirksomheten over tid har hatt et betydelig positivt bidrag til selskapets driftsresultat.

På bakgrunn av SVIMA-rammeverket konkluderes det med at ressursen utgjør et potensielt varig konkurransefortrinn overfor Odfjell.

4.2.3 Klassifisering av ressursene etter kriterier for konkurransefortrinn

Ressurs	Sjelden	Viktig	Ikke-imiterbar	Mobiliserbar	Approprierbar	Utfall
Diversifisert virksomhet	JA	JA	NEI	JA	JA	Midlertidig fortrinn
Integrasjon av forretningsområder	JA	JA	JA	JA	JA	Varig fortrinn

Tabell 1: Klassifisering av ressurser etter SVIMA-rammeverket.

På bakgrunn av SVIMA-analysen har Stolt-Nielsen et midlertidig konkurransefortrinn i sin diversifiserte virksomhet og et varig konkurransefortrinn i sin integrasjon av forretningsområder.

4.3 Konklusjon strategisk analyse

Porter-analysen avdekket at trusselen fra intern rivalisering og nyetablering i kjemikalietankbransjen er såpass sterk at konkurranseforholdene er veldig tøffe. Bransjens attraktivitet kan styrkes av fremtidig vekst i global BNP og industriproduksjon, men i dette scenariet vil trusselen fra nyetablering forsterkes. De tøffe vilkårene i bransjen bekreftes av etablerte aktører i bransjen. For å bedre konkurranseforholdene i bransjen fremover må det komme fordelaktige effekter fra økonomiske, teknologiske og/eller juridiske faktorer, som ble avdekket som viktige drivere for endring i bransjen. Internanalysen tilsier at Stolt-Nielsen har et midlertidig konkurransefortrinn overfor Odfjell i sin diversifiserte virksomhet og et potensielt varig fortrinn i sin integrasjon av forretningsområder.

5 Regnskapsanalyse

5.1 Rammeverk for regnskapsanalyse

5.1.1 Valg av analysenivå

Stolt-Nielsen har utviklet seg til et diversifisert selskap med virksomhet innen blant annet oppdrett og LPG, i tillegg til hovedvirksomheten innen kjemikalietank. De ulike forretningsområdene blir påvirket av ulike drivere, og derfor hadde regnskapsanalysen trolig blitt mer robust ved å separere hvert område. Dette gjøres ikke i denne analysen da det ikke er tilgjengelig tilstrekkelig informasjon. Det tas imidlertid hensyn til hvert enkelt forretningsområde i den supplerende, komparative verdsettelsen.

5.1.2 Valg av analyseperiode

Det benyttes en lang analyseperiode av flere grunner. Først og fremst er shippingbransjen veldig syklisk, og en lang analyseperiode vil dermed kunne jevne ut syklisk utslag. I tillegg er finansiell informasjon helt tilbake til 2002 tilgjengelig. Analyseperioden bør imidlertid inneholde relevant informasjon til å predikere fremtidige verdidrivere. Balansering av disse hensynene gjør at analyseperioden settes til 6 år, det vil si tilbake til og med 2008.

5.1.3 Valg av komparative virksomheter

Odfjell er mest sammenlignbart med Stolt-Nielsen basert på flåtestørrelse, grad av global tilstedeværelse og kompleksitet i transporterte produkter. Odfjell er også svært godt egnet til å sammenligne med ettersom det er mye offentlig informasjon tilgjengelig. Derfor velges kun Odfjell som komparativ virksomhet.

5.2 Presentasjon av rapporterte tall

Videre presenteres Stolt-Nielsens rapporterte resultatregnskap og balanse for analyseperioden.

Resultatregnskap Stolt-Nielsen

For årsslutt 30. november (i tusen dollar)

	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Operating Revenue	1997627	1645135	1793668	2029358	2071749	2099519
Operating Expenses	1631390	1369313	1510331	1729516	1787723	1773644
Gross Profit	366237	275822	283337	299842	284026	325875
Gross margin	18.3%	16.8%	15.8%	14.8%	13.7%	15,5%
Share of profit of joint ventures and associates	21205	19748	24710	22507	16989	39581
Administrative and general expenses	199033	171518	158048	173838	179789	186939
Restructuring charges	786	649				
Gain on disposal of assets, net	13784	439	7183	9485	2695	12939
Other operating income	1575	1273	3757	2752	67422	22719
Other operating expense	532	1470	71	872	33630	19553
Operating Profit	202450	123645	160868	159876	157713	194622
Operating margin	10.1%	7.5%	9.0%	7.9%	8.2%	9,3%
Non-operating income (expense):						
Finance expense	30922	30658	72557	57414	87301	92145
Finance income	7981	5343	47735	4367	4190	3868
Foreign currency exchange (loss) gain	3839	7703	2577	2658	837	-896
Non-operating income (loss)		186	-5372	449	1159	2097
Profit from Continuing Operations before Income Tax	183348	106219	133251	109936	76598	107546
Income tax expense	6010	9467	20493	16600	18229	21979
Net Profit from Continuing Operations		96752	112758	93336	58369	85567
Profit from discontinued operations		-1226	-6681	15117		
Net Profit	177338	95526	106077	108453	58369	85567
Attributable to:						
Equity holders of SNL	177679	95233	106096	108240	57888	85777
Non-controlling interests	-341	293	-19	213	481	-210
Other comprehensive income	145498	-132672	57698	26445	46182	34784
Total comprehensive income	31840	228198	48379	82008	12187	120351
Attributable to:						
Equity holders of SNL	32181	227905	48398	81795	9264	124873
Non-controlling interests	-341	293	-19	213	2923	-4522

Tabell 2: Stolt-Nielsens resultatregnskap 2008-2013.

Balance Stolt-Nielsen						
For årsslutt 30. november (i tusen dollar)	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Assets						
Current Assets:						
Cash and cash equivalents	34257	38459	42919	60090	64937	34787
Cash collateral for bunker hedge losses	23361				3001	72
Receivables	185285	147626	175949	190469	217511	196341
Inventories	8103	7501	7645	6640	9602	13430
Biological assets	25812	30426	33661	33147	30609	39975
Prepaid expenses	56284	46340	38036	51628	61446	65866
Assets held for sale	7538	3646	78829		7499	
Derivative financial instruments	23	11863	1248	876	2437	507
Income tax receivable	14200	9884	3719	204	5966	2203
Other current assets	24911	22601	24059	26215	32519	32322
Total Current Assets	379774	318346	406065	369269	435527	385503
Property, plant and equipment	2339953	2508656	2132531	2577786	2727865	2787871
Investments in and advances to joint ventures and associates	304477	306095	359396	464585	473913	537228
Deferred tax assets	9311	15263	4054	20407	36798	29885
Intangible assets and goodwill, net	29695	34821	35390	68534	73567	67155
Employee benefit assets	8619	14507	13378	15651	4415	3937
Deposit for newbuildings						36475
Derivative financial instruments		1276			727	44
Other assets	9759	12008	13466	16598	19588	20056
Total Non-current Assets	2701814	2892626	2558215	3163561	3336873	3482651
Total Assets	3081588	3210972	2964280	3532830	3772400	3868154
Liabilities and Shareholders' Equity						
Current Liabilities:						
Short-term bank loans	475555	355900	145000	97775	42859	142200
Current maturities of long-term debt and finance leases	65322	84035	106171	124932	121805	206314
Accounts payable	61721	59601	67108	65836	100570	103138
Accrued voyage expenses	61670	61627	64141	71405	78816	72090
Dividend payable	29892	29900	29910	29021	14569	29116
Accrued expenses	146686	129429	138426	148032	164647	157147
Provisions	11864	14770	7420	6007	8126	3486
Income tax payable	10001	12691	8413	9797	7529	6039
Derivative financial instruments	76764	9895	10173	16447	12085	13040
Liabilities held for sale			3619			
Other current liabilities	16030	15546	18537	21775	25201	28676
Total Current Liabilities	955505	773034	598918	591027	576207	761246
Long-term debt and finance leases	734935	840472	741443	1234012	1494369	1329739
Deferred tax liabilities	7721	7017	17993	43007	54433	66044
Employee benefits	47600	59881	50047	51163	70666	34651
Derivative financial instruments	15068	11860	17945	56610	66481	88609
Option liability to non-controlling interests				22020	22274	9456
Long-term provisions					5199	6292
Other liabilities	4658	2515	2861	20302	17294	12531
Total Non-current Liabilities	809982	922105	830289	1427114	1730716	1547322
Shareholders' Equity						
Founder's shares			16	16	16	16
Common shares	64134	64134	64134	64134	64134	64134
Paid-in surplus	347499	348655	348158	342177	322047	338282
Retained earnings	1131672	1187268	1257846	1305872	1295859	1342688
Other components of equity	-98963	43446	-8645	-32822	-57075	-37151
	1444342	1643503	1661509	1679377	1624981	1707969
Less - Treasury shares	131307	130854	-129572	-174714	172199	169374
Equity Attributable to Equity Holders of SNL	1313035	1512649	1531937	1504663	1452782	1538595
Non-controlling interests	3066	3184	3136	32046	34969	30447
Put options over non-controlling interests				-22020	-22274	-9456
Non-controlling interests	3066	3184	3136	10026	12695	20991
Total Shareholders' equity	1316101	1515833	1535073	1514689	1465477	1559586
Total Liabilities and Shareholders' Equity	3081588	3210972	2964280	3532830	3772400	3868154

Tabell 3: Stolt-Nielsens balanse 2008-2013.

5.3 Omgruppering for analyse

Stolt-Nielsens rapporterte regnskapstall er utformet i henhold til IFRS. Her stilles eiendeler opp etter likviditet, mens gjeld grupperes etter forfallstidspunkt. Fokuset i resultatregnskapet er å presentere årsresultatet, det vil si resultat etter kompensasjon til kreditorer. Dette rammeverket for finansiell rapportering er mest kreditororientert. For å kunne gjennomføre en investorientert analyse omgrupperes derfor resultatregnskapet og balansen i det følgende (Knivsflå, 2015d).

Investor skal kunne predikere fremtidig rentabilitet og vekst på bakgrunn av historien. Derfor er investor interessert i normalisert verdiskapning og kildene til denne (Knivsflå, 2015d). Dette setter fokus på ressursene i selskapets kjernevirksomhet, som typisk er salg av vanlige varer og tjenester og hvor selskapet genererer eventuelle konkurransefortrinn.

Det sentrale i omgrupperingen er å skille poster mellom drift og finans og normal og unormal. Det er essensielt at driftsrelaterte eiendeler matches med driftsrelatert resultat og tilsvarende for finansrelaterte poster. Dette gir et eksplisitt fokus på hvilke eiendeler som genererer hvilke resultat (Hamberg, 2013a).

Penman (2013) mener det er nødvendig å klassifisere resultatposter i drift eller finans for å avdekke underliggende kilder til lønnsomhet, slik at resultat kan sammenlignes med tilhørende kapitalkilde. Resultatpostene må også klassifiseres som normale eller unormale, hvor det bare er normale poster som forutsettes å vedvare over tid (Penman, 2013). Normale poster er dermed utgangspunktet for fremtidsregnskapet i kapittel 10, og fremtidsregnskapet er grunnlaget for den fundamentale verdsettelsen i kapittel 12.

I forkant av omgrupperingen klassifiseres poster i resultatregnskapet og balansen som drifts- eller finanspost og som normal eller unormal. Begrunnelse av klassifiseringene presenteres i det følgende.

Operating Revenue er særlig salg av shippingtjenester, men også salg av varer. Dette er i høyeste grad en del av kjernevirksomheten og klassifiseres derfor som drift og normal.

De største postene under Operating Expenses inkluderer bunkerskostnader og avskrivninger (Stolt-Nielsen, 2015a). Disse vil påløpe kontinuerlig som følge av driften. Operating Expenses klassifiseres som drift og normal.

Share of profit of joint ventures and associates

Associated companies er selskaper hvor man har betydelig innflytelse, men ingen kontroll. Under IFRS har man vanligvis 20-50% eierandel i disse selskapene. Hamberg (2013b) mener at det oftest er operasjonelle årsaker når man eier en andel som tilsvarer betydelig innflytelse. Stolt-Nielsens årsrapport (2015a) viser også at resultatbidraget hovedsakelig kommer fra kjemikalietankvirksomheten. Derfor klassifiseres posten som drift og normal.

Administrative and general expenses

Dette er hovedsakelig kostnader for lønn til ansatte. Posten klassifiseres som drift og normal.

Restructuring charges

Dette er uvanlige poster som ikke knyttes til driften. Her har de bare oppstått i to år og med lave beløp. Posten klassifiseres som finans og unormal.

Gain on disposal of assets, net

Denne posten består av resultateffekter av salg av eiendeler som skip og tankcontainere og tilhører driften. Selv om det oppstår en gevinst hvert år i analyseperioden, kan dette svinge fra år til år fremover. Dette illustreres ved at enkelte salg under denne posten har gitt tap (Stolt-Nielsen 2015a). Posten klassifiseres som drift og unormal.

Other operating income og Other operating expenses er av varierende art. I 2013 var disse knyttet til forsikringssaker i forbindelse med naturkatastrofer og miljøskader.

Disse postene har variert i stor grad, og dette forventes å vedvare. Postene klassifiseres derfor som drift og unormale.

Finance expense relaterer seg hovedsakelig til rentekostnader på lån og kapitaliserte renter på anleggsmidler. Posten klassifiseres som finans og normal.

Finance income er hovedsakelig til renter knyttet til bankinnskudd og joint ventures. Posten klassifiseres som finans og normal.

Foreign currency exchange (loss) gain oppstår som følge av valutakursendringer. Ettersom spekulasjon i valuta ikke er en del av Stolt-Nielsens kjernevirksomhet, klassifiseres posten som finans og unormal.

Non-operating income (loss) har historisk vært små beløp som svinger fra å være positiv til å være negativ. Posten klassifiseres som finans og unormal.

Income tax expense vil knytte seg til både drifts- og finansrelaterte aktiviteter. Skattekostnaden fordeles i forbindelse med omgrupperingen av resultatregnskapet.

Profit from discontinued operations stammer fra virksomhet som skal avvikles og klassifiseres derfor som finans og unormal.

5.3.1 Omgruppering av resultatregnskapet

Omgruppering av resultatregnskapet gjøres etter fire steg.

Steg 1: Identifiser fullstendig nettoresultat, FNR

Knivsflå (2015) opererer med følgende sammenheng for fullstendig nettoresultat til egenkapital med rapportering etter IFRS:

$$FNR = \text{\AA}RE + AFR + DSP$$

Formel 1: Fullstendig nettoresultat til egenkapital

Det fullstendige nettoresultatet består av årsresultat (ÅRE), andre fullstendige resultatelementer (AFR) og dirty surplus (DSP). Dirty surplus er brudd på kongruensprinsippet, det vil si inntekter og kostnader som føres direkte mot egenkapitalen – ikke gjennom totalresultatet (Penman, 2013). Det finnes derfor gjennom endringer i egenkapitalen som ikke skyldes resultat eller netto kapitalinnskudd.

Steg 1: Identifisere FNR	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Årsresultat	177679	95233	106096	108240	57888	85777
Andre driftsrelaterte resultatelementer	0	0	0	0	0	0
Andre finansielle resultatelementer	-145498	132672	-57698	-26445	-48624	39096
Rapportert totalresultat	32181	227905	48398	81795	9264	124873
Driftsrelatert dirty surplus	0	0	0	-2870	-21114	0
Finansielt dirty surplus	0	0	0	0	0	0
Fullstendig nettoresultat til EK	32181	227905	48398	78925	-11850	124873

Tabell 4: Identifikasjon av fullstendig nettoresultat til egenkapital.

Alle andre fullstendige resultatelementer relaterer seg ikke til Stolt-Nielsens kjernevirksomhet og blir dermed klassifisert som finansielle. Dirty surplus var gjeldende i 2011 og 2012, i form av bidrag til datterselskap (Stolt-Nielsen, 2013). Det er oftest driftsmessige forhold som gjør at man har datterselskaper (Hamberg, 2013b). Derfor klassifiseres dirty surplus i disse to årene som driftsrelatert.

Steg 2: Fordeling av FNR

Fullstendig nettoresultat fordeles slik at hvert resultatelement matches med kapitalen som genererer resultatet. Dette gjøres i samsvar med klassifiseringen som er gjort ovenfor.

Steg 3: Identifiser normalt resultat

Fordeling til drift, finans, normalt og unormalt resultat følger klassifiseringen utført ovenfor.

Steg 4: Fordel skattekostnaden

Skattesats på finanskostnad (fkss) settes til 27% da det stort sett er rentebetalinger på gjeld. Skattesats på finansinntekt (fiss) kan variere. Fritaksmodellen sier at utbytte og urealisert aksjegevinst ikke skattlegges. Fra årsrapporter fremkommer det at finansinntektene hovedsakelig knytter seg til renteinntekter. Derfor settes skatt på

finansinntekter til 27%. Skattesats på unormalt finansresultat (ufrss) settes også til 27% av samme grunn som over.

Driftsskattesatsen beregnes som forholdet mellom driftsrelatert skattekostnad og driftsresultat før skatt ved følgende sammenheng.

$$dss = \frac{NSK - f_{iss} * FI - u_{frss} * UFR + f_{kss} * FK}{DR + UDR}$$

Formel 2: Driftsskattesats (Knivsflå, 2015d).

Driftsskattesatsen (dss) varierer mellom 6% og 29% i analyseperioden. Normalisert driftsskattesats er beregnet som gjennomsnittlig driftsskattesats på 20%. Denne er lavere enn norsk skattesats på 27%, som kan skyldes lavere skattesats i andre land.

Dette gir opphav til det omgrupperte resultatet i det følgende.

For årsslutt 30. november (i tusen dollar)	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Operating Revenue	1 997 627	1 645 135	1 793 668	2 029 358	2 071 749	2 099 519
Operating Expenses	1 631 390	1 369 313	1 510 331	1 729 516	1 787 723	1 773 644
Administrative and general expenses	199 033	171 518	158 048	173 838	179 789	186 939
Driftsresultat egen virksomhet	188 409	124 052	149 999	148 511	121 226	178 517
Driftsrelatert skattekostnad	37 682	24 810	30 000	29 702	24 245	35 703
Netto driftsresultat fra egen virksomhet	150 727	99 242	119 999	118 809	96 981	142 814
Share of profit of joint ventures and associates	21 205	19 748	24 710	22 507	16 989	39 581
Netto driftsresultat	171 932	118 990	144 709	141 316	113 970	182 395
Netto finansinntekt	5 826	3 900	34 847	3 188	3 059	2 824
Nettoresultat til sysselsatt kapital	177 758	122 890	179 556	144 504	117 029	185 218
Netto finanskostnad	22 573	22 380	52 967	41 912	63 730	67 266
Netto minoritetsresultat	-341	293	-19	213	2 923	-4 522
Nettoresultat til egenkapital	155 526	100 217	126 608	102 378	50 376	122 474
Unormalt netto driftsresultat	40 277	8 412	7 847	6 054	15 757	-5 294
Unormalt netto finansresultat	-103 985	101 241	-49 037	-6 001	-34 038	29 417
Fullstendig nettoresultat til egenkapital	32 181	227 905	48 398	78 925	-11 850	124 873
Netto betalt utbytte	-85 569	-28 291	-29 110	-106 199	-40 031	-39 060
Endring i egenkapital	-53 388	199 614	19 288	-27 274	-51 881	85 813

Tabell 5: Omgruppert resultat 2008-2013.

5.3.2 Omgruppering av balansen

Steg 1: Omgrupper avsatt utbytte til egenkapital, ikke gjeld

Selv om Stolt-Nielsen rapporterer etter IFRS, avsettes det for foreslått utbytte som kortsiktig gjeld gjennom posten Dividend Payable. Med et eiersyn er det imidlertid

riktig å omklassifisere avsatt utbytte til egenkapital da eierne verken har til gode eller krav på penger fra seg selv (Knivsflå, 2015e).

Steg 2: Skill mellom drift og finansiering

Totalbalansen er som nevnt gruppert etter et kreditorhensyn, det vil si at eiendeler klassifiseres etter likviditet, mens gjeld grupperes etter forfallstidspunkt. Ved å i tillegg skille mellom drift og finansiering, oppnår man en mer investororientert balanse. Med dette kan man senere i analyse matche balansepostene med resultatpostene som genereres.

5.3.2.1 Eiendeler

Cash and cash equivalents

Dette er en blanding av driftsrelatert og finansiell eiendel. All overskuddslikviditet er finansiell (Knivsflå, 2015e). Hamberg (2013b) mener det er fornuftig å sette driftsrelaterte kontanter til 3-7% av driftsinntektene for å reflektere at noe av kontantene anvendes i den løpende driften. 5% av driftsinntektene inngår derfor som driftsrelaterte omløpsmidler, mens resten inngår som finansielle omløpsmidler. I dette tilfellet gjør dette at finansielle kontanter blir negativ, hvilket kan ses fra den omgrupperte balansen senere.

Cash collateral for bunker hedge losses

Dette er en liten post som kun har oppstått i enkelte år. I og med at midlene øremerkes til tap på sikring av bunkerskostnader, klassifiseres posten til driftsrelaterte omløpsmidler.

Receivables er i hovedsak kundefordringer og fordringer fra datterselskaper. Posten klassifiseres som driftsrelaterte omløpsmidler.

Inventories er varelager som hovedsakelig omfatter terminal- og laksevirksomheten (Stolt-Nielsen, 2013). Dette er driftsrelaterte omløpsmidler.

Biological assets knytter seg til levende fisk i laksevirksomheten. Dette er driftsrelaterte omløpsmidler.

Prepaid expenses er ikke ytterligere beskrevet i noteopplysninger. Det forutsettes at dette er tilknyttet selskapets kjernevirksomhet og klassifiseres som driftsrelaterte omløpsmidler, jf. Hamberg (2013b).

Assets held for sale er eiendeler som skal avhendes. Dette kan anses som diskontinuerlig virksomhet og klassifiseres som finansielle omløpsmidler.

Derivative financial instruments

Denne posten er kontantstrømsikring av valuta og renter. Dette er ikke kjernevirksomheten. Sikring av finansposisjoner klassifiseres som finansielle omløpsmidler, jf. Knivsflå (2015e).

Income tax receivable kan være generert både av driftsrelatert og finansielt resultat. Posten klassifiseres til driftsrelaterte omløpsmidler.

Other current assets er ikke videre beskrevet og klassifiseres som driftsrelaterte omløpsmidler.

Property, plant and equipment er blant annet skip, containere, tomter og bygninger (Stolt-Nielsen, 2014a). Disse eiendelene er derfor sentrale i selskapets kjernevirksomhet og klassifiseres som driftsrelaterte anleggsmidler.

Investments in and advances to joint ventures and associates klassifiseres til driftsrelaterte anleggsmidler, jf. klassifiseringen av tilhørende resultat i omgrupperingen av resultatregnskapet.

Deferred tax assets har opphav i blant annet oppkjøp og underskudd (Stolt-Nielsen, 2014a). Noe kan være relatert til aktiviteter utenfor kjernevirksomheten, men posten klassifiseres som driftsrelaterte anleggsmidler.

Intangible assets and goodwill, net er eiendeler som goodwill, merkevare og kunderelasjoner (Stolt-Nielsen, 2014a). Posten klassifiseres som driftsrelaterte anleggsmidler.

Employee benefit assets er relatert hovedsakelig til pensjon. Dette kan klassifiseres som driftsrelaterte anleggsmidler ettersom det er en form for avlønning av ansatte (Hamberg, 2013b).

Deposit for newbuildings er øremerket til nybygg av skip og klassifiseres som driftsrelaterte anleggsmidler.

Derivative financial instruments klassifiseres som finansielle anleggsmidler, jf. vurderingen ovenfor.

Other assets er ikke videre beskrevet og klassifiseres som driftsrelaterte anleggsmidler.

5.3.2.2 Egenkapital og gjeld

Short-term bank loans er rentebærende gjeld og klassifiseres som kortsiktig finansiell gjeld.

Current maturities of long-term debt and finance leases er rentebærende gjeld og rentebærende leie på finansielle leieavtaler (Stolt-Nielsen, 2014a). Posten klassifiseres som kortsiktig finansiell gjeld.

Accounts payable er ikke-rentebærende gjeld til leverandører i forbindelse med den løpende driften (Stolt-Nielsen, 2014a). Posten klassifiseres som kortsiktig driftsrelatert gjeld.

Accrued voyage expenses og Accrued expenses klassifiseres som kortsiktig driftsrelatert gjeld.

Dividend payable omklassifiseres til egenkapital jf. drøftingen ovenfor.

Provisions er avsetninger knyttet til blant annet forsikringsaker, miljøskader og restrukturering. Hamberg (2013b) anbefaler av dette klassifiseres som driftsrelatert gjeld, men åpner også for flere klassifikasjoner når det gjelder avsetninger for

restrukturering. Avsetninger for restrukturering utgjør imidlertid en svært liten andel av totale avsetninger i fjorårets årsrapport (2014a), og posten klassifiseres derfor som kortsiktig driftsrelatert gjeld.

Income tax payable klassifiseres som kortsiktig driftsrelatert gjeld jf. Hamberg (2013b).

Derivative financial instruments klassifiseres som kortsiktig finansiell gjeld jf. vurdering ovenfor.

Liabilities held for sale klassifiseres som kortsiktig driftsrelatert gjeld ettersom det knyttet seg til leverandørgjeld og periodiserte kostnader (Stolt-Nielsen, 2012).

Other current liabilities klassifiseres som kortsiktig driftsrelatert gjeld ettersom posten ikke er videre beskrevet i notene.

Long-term debt and finance leases er langsiktig finansiell gjeld jf. vurderingen ovenfor.

Deferred tax liabilities er langsiktig driftsrelatert gjeld jf. vurderingen ovenfor.

Employee benefits klassifiseres som langsiktig driftsrelatert gjeld jf. vurderingen for Employee benefit assets ovenfor.

Derivative financial instruments klassifiseres som langsiktig finansiell gjeld jf. vurderingen ovenfor.

Option liability to non-controlling interests er verdipapirer utstedt av selskapet. Dette kan eksempelvis være salgsopsjoner for å disiplinere majoritetsaksjonærer til å maksimere selskapsverdi (Stamland, 2014). Posten klassifiseres som langsiktig finansiell gjeld.

Long-term provisions klassifiseres som langsiktig driftsrelatert gjeld jf. vurdering ovenfor.

Other liabilities klassifiseres som langsiktig driftsrelatert gjeld ettersom det ikke er videre beskrevet i notene.

Den omgrupperte totalbalansen presenteres i det følgende.

For årsslutt 30. november (i tusen dollar)	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Eiendeler						
Property, plant and equipment	2339953	2508656	2132531	2577786	2727865	2787871
Investments in and advances to joint ventures and associates	304477	306095	359396	464585	473913	537228
Deferred tax assets	9311	15263	4054	20407	36798	29885
Intangible assets and goodwill, net	29695	34821	35390	68534	73567	67155
Employee benefit assets	8619	14507	13378	15651	4415	3937
Deposit for newbuildings	0	0	0	0	0	36475
Other assets	9759	12008	13466	16598	19588	20056
Driftsrelaterte anleggsmidler	2701814	2891350	2558215	3163561	3336146	3482607
Cash and cash equivalents	99881	82257	89683	101468	103587	104976
Cash collateral for bunker hedge losses	23361	0	0	0	3001	72
Receivables	185285	147626	175949	190469	217511	196341
Inventories	8103	7501	7645	6640	9602	13430
Biological assets	25812	30426	33661	33147	30609	39975
Prepaid expenses	56284	46340	38036	51628	61446	65866
Income tax receivable	14200	9884	3719	204	5966	2203
Other current assets	24911	22601	24059	26215	32519	32322
Driftsrelaterte omløpsmidler	437837	346635	372752	409771	464241	455185
Driftsrelaterte eiendeler	3139651	3237985	2930967	3573332	3800387	3937792
Derivative financial instruments	0	1276	0	0	727	44
Finansielle anleggsmidler	0	1276	0	0	727	44
Cash and cash equivalents	-65624	-43798	-46764	-41378	-38650	-70189
Assets held for sale	7538	3646	78829	0	7499	0
Derivative financial instruments	23	11863	1248	876	2437	507
Finansielle omløpsmidler	-58063	-28289	33313	-40502	-28714	-69682
Finansielle eiendeler	-58063	-27013	33313	-40502	-27987	-69638
Sum eiendeler	3081588	3210972	2964280	3532830	3772400	3868154
Egenkapital og gjeld						
Egenkapital	1342927	1542549	1561847	1533684	1467351	1567711
Minoritetsinteresser	3066	3184	3136	10026	12695	20991
Deferred tax liabilities	7721	7017	17993	43007	54433	66044
Employee benefits	47600	59881	50047	51163	70666	34651
Long-term provisions	0	0	0	0	5199	6292
Other liabilities	4658	2515	2861	20302	17294	12531
Langsiktig driftsrelatert gjeld	59979	69413	70901	114472	147592	119518
Accounts payable	61721	59601	67108	65836	100570	103138
Accrued voyage expenses	61670	61627	64141	71405	78816	72090
Accrued expenses	146686	129429	138426	148032	164647	157147
Provisions	11864	14770	7420	6007	8126	3486
Income tax payable	10001	12691	8413	9797	7529	6039
Liabilities held for sale	0	0	3619	0	0	0
Other current liabilities	16030	15546	18537	21775	25201	28676
Kortsiktig driftsrelatert gjeld	307972	293664	307664	322852	384889	370576
Driftsrelatert gjeld	367951	363077	378565	437324	532481	490094
Long-term debt and finance leases	734935	840472	741443	1234012	1494369	1329739
Derivative financial instruments	15068	11860	17945	56610	66481	88609
Option liability to non-controlling interests	0	0	0	22020	22274	9456
Langsiktig finansiell gjeld	750003	852332	759388	1312642	1583124	1427804
Short-term bank loans	475555	355900	145000	97775	42859	142200
Current maturities of long-term debt and finance leases	65322	84035	106171	124932	121805	206314
Derivative financial instruments	76764	9895	10173	16447	12085	13040
Kortsiktig finansiell gjeld	617641	449830	261344	239154	176749	361554
Finansiell gjeld	1367644	1302162	1020732	1551796	1759873	1789358
Sum egenkapital og gjeld	3081588	3210972	2964280	3532830	3772400	3868154

Tabell 6: Omgruppert totalbalanse 2008-2013.

Steg 3: Fra totalkapital til sysselsatt kapital

For å reflektere hva som er sysselsatt kapital i kapitalmarkedet må det imidlertid justeres for driftsrelatert gjeld. Driftsrelatert gjeld er ”plassert” som en naturlig del av driften og skal ikke inkluderes i sysselsatt kapital. Derfor mangler totalkapital et entydig innhold som investert kapital (Knivsflå, 2015e).

Sysselsatt kapital finnes ved at driftsrelatert gjeld trekkes fra driftsrelaterte eiendeler og utgjør netto driftseiendeler. Langsiktig driftsrelatert gjeld trekkes fra driftsrelaterte anleggsmidler og utgjør netto driftsrelaterte anleggsmidler, mens kortsiktig driftsrelatert gjeld trekkes fra driftsrelaterte omløpsmidler og utgjør driftsrelatert arbeidskapital.

Videre følger omgruppert balanse for sysselsatt kapital.

For årsslutt 30. november (i tusen dollar)	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Netto driftsrelaterte anleggsmidler	2641835	2821937	2487314	3049089	3188554	3363089
Driftsrelatert arbeidskapital	129865	52971	65088	86919	79352	84609
Netto driftseiendeler	2771700	2874908	2552402	3136008	3267906	3447698
Finansielle eiendeler	-58063	-27013	33313	-40502	-27987	-69638
Sysselsatte eiendeler	2713637	2847895	2585715	3095506	3239919	3378060
Egenkapital	1342927	1542549	1561847	1533684	1467351	1567711
Minoritetsinteresser	3066	3184	3136	10026	12695	20991
Finansiell gjeld	1367644	1302162	1020732	1551796	1759873	1789358
Sysselsatt kapital	2713637	2847895	2585715	3095506	3239919	3378060

Tabell 7: Omgruppert balanse sysselsatt kapital 2008-2013.

Steg 4: Fra sysselsatt kapital til netto driftskapital

Finansielle eiendeler er, slik de er definert her, eiendeler som er overflødig hva gjelder å drive virksomheten. Finansielle eiendeler er likvide midler som kan brukes til å betale ned finansiell gjeld raskt. Derfor er det mer naturlig å analysere netto driftseiendeler og netto driftskapital (Knivsflå, 2015e). Dette fås ved å trekke finansielle eiendeler fra på begge sider i balansen med sysselsatt kapital.

Dette gir opphav til omgruppert balanse for netto driftskapital.

For årsslutt 30. november (i tusen dollar)	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Netto driftsrelaterte anleggsmidler	2641835	2821937	2487314	3049089	3188554	3363089
Driftsrelatert arbeidskapital	129865	52971	65088	86919	79352	84609
Netto driftseiendeler	2771700	2874908	2552402	3136008	3267906	3447698
Egenkapital	1342927	1542549	1561847	1533684	1467351	1567711
Minoritetsinteresser	3066	3184	3136	10026	12695	20991
Netto finansiell gjeld	1425707	1329175	987419	1592298	1787860	1858996
Netto driftskapital	2771700	2874908	2552402	3136008	3267906	3447698

Tabell 8: Omgruppert balanse netto driftskapital 2008-2013.

Balansen er nå omgruppert slik at alle kapitalkilder kan sammenstilles med et tilhørende resultat. Eksempelvis, får man innsikt i rentabiliteten i driften ved å sammenstille netto driftsresultat med netto driftseiendeler.

6 Analyse av målefeil og justering

Utgangspunktet for dette kapittelet er ønsket om å justere rapporterte tall for å gi en bedre refleksjon av virkelige økonomiske forhold, det vil si justere for målefeil. Ved å fokusere på egenkapitalrentabilitet (ekr) i forhold til egenkapitalkrav (ekk) tar man hensyn til målefeil i både resultat og balanse samtidig (Knivsflå, 2015f).

Knivsflå (2015f) dekomponerer målefeil (MF) i følgende tre komponenter:

$$ekr - ekk = MF = (ekr' - ekk) + (ekr_{IFRS} - ekr') + (ekr - ekr_{IFRS})$$

Formel 3: Målt strategisk fordel.

Målefeil av type 1 (MF1) er egenkapitalrentabilitet med "god" måling (ekr') utover egenkapitalkravet:

$$MF1 = ekr' - ekk$$

Formel 4: Målefeil 1.

MF1 er svært interessant ettersom den gir uttrykk for underliggende strategisk fordel ved normale omstendigheter.

Målefeil av type 2 (MF2) er egenkapitalrentabilitet etter IFRS-rapportering (ekr_{IFRS}) utover egenkapitalrentabilitet med "god" måling:

$$MF2 = ekr_{IFRS} - ekr'$$

Formel 5: Målefeil 2.

Den potensielt største kilden til MF2 er manglende balanseføring av investeringsutgifter, slik at kapitalen undervurderes og rentabilitet dermed overvurderes. Etter IFRS skal eksempelvis forskning kostnadsføres direkte og ikke balanseføres. Manglende balanseføring av forskning er et eksempel på trekk ved IFRS som gir støy i rentabilitetsmålingen. (Knivsflå, 2015f).

Målefeil av type 3 (MF3) er rapportert egenkapitalrentabilitet (*ekr*) som avviker fra egenkapitalrentabilitet etter IFRS-rapportering:

$$MF3 = ekr - ekr_{IFRS}$$

Formel 6: Målefeil 3.

Denne typen målefeil skyldes kreativ regnskapsføring, det vil si at det rapporteres i strid med IFRS. Incentiver til kreativ regnskapsføring kan være lettere tilgang på kapital samt økt bonusutbetaling til ledelsen. MF3 gir støy i rentabilitetsmålingen, og mistanke om kreativ regnskapsføring må derfor justeres for.

Målet med justering av regnskapstall er å fjerne målefeil av type 2 og 3. Konsekvensen av dette blir at målt strategisk fordel reflekterer den underliggende strategiske fordel.

Knivsflå (2015g) argumenterer for at justering ikke trenger å være nødvendig ettersom målefeil av type 2 tenderer til å utligne hverandre når selskapet er i steady state. Justering er imidlertid nødvendig hvis det er fare for at målefeil av type 2 og 3 er så store at lønnsomheten blir tilslørt.

Som nevnt tidligere har IFRS strenge krav for balanseføring. En eiendel er sannsynlige framtidige økonomiske fordeler som er oppstått som et resultat av en tidligere transaksjon eller hendelse og er kontrollert av foretaket (Bernhoft et. al., 2011). Dette medfører at en rekke investeringsutgifter ikke oppfyller kravene for balanseføring. Eksempelvis gir finansielle leieavtaler balanseføring - i motsetning til operasjonelle leieavtaler. Operasjonelle leieavtaler er vanligst i bransjer med store, lett overførbare eiendeler (Goedhart et.al., 2010).

6.1 Justering for operasjonelle leieavtaler

Stolt-Nielsens fremtidige forpliktelser fra finansielle leieavtaler utgjorde 584 000 dollar ved regnskapsårsslutt 2013. Disse er balanseførte, i tråd med IFRS. De fremtidige forpliktelsene fra operasjonelle leieavtaler er ikke balanseførte, også dette i tråd med IFRS, og utgjør 308 000 000 dollar (Stolt-Nielsen, 2014a). Dette tilsvarer

omtrent halvparten av operasjonelle kostnader for 2013. Disse utgiftene synes derfor å være signifikante, og kan gi opphav til betydelige målefeil av type 2 ettersom en kunstig lav balanse gir en overvurdert lønnsomhet. På grunn av denne tilsløringen har det vært nøye vurdert av IASB, FASB og SEC hvorvidt operasjonelle leieavtaler skal kapitaliseres (Goedhart et.al., 2010). Det siste vedtaket fra FASB er imidlertid at operasjonelle leieavtaler fortsatt ikke skal kapitaliseres under IFRS, men det er strenge krav til opplysninger om størrelse, timing og usikkerhet på kontantstrømmer fra leieavtaler (FASB, 2015).

På bakgrunn av dette beregnes videre verdi av leasede eiendeler i samsvar med metodikken i McKinsey & Companys litteratur (Goedhart et.al., 2010).

Stolt-Nielsen har operasjonelle leieavtaler blant annet på skip, terminalfasiliteter, tankcontainere, data- og kontorutstyr og kontorlokaler (Stolt-Nielsen, 2014a).

Når et selskap låner kapital for å kjøpe en eiendel, balanseføres eiendelen og tilhørende gjeld, og rentekostnaden inngår i resultatregnskapet. Med en operasjonell leieavtale skjer det derimot ingen balanseføring, men det betales en periodisk leiekostnad. Selskapet som leier operasjonelle eiendeler vil ha kunstig lavt driftsresultat ettersom leiekostnaden inkluderer en implisitt rentekostnad og kunstig høy kapitalproduktivitet ettersom eiendelene ikke kapitaliseres. Effekten av manglende kapitalisering er typisk størst, og dermed blir rentabilitet på investert kapital kunstig høy (Goedhart et.al., 2010).

Verdien av leasede eiendeler forstås bedre ved først å se på komponentene som utgjør leiekostnaden for disse eiendelene.

$$\text{Leiekostnad}_t = \text{Verdi leasede eiendeler}_{t-1} \cdot \left(\text{Rente sikret gjeld} + \frac{1}{\text{Levetid leasede eiendeler}} \right)$$

Formel 7: Verdi leasede eiendeler.

Leiekostnaden består dermed av både et rente- og avskrivningselement. Rente sikret gjeld kompenserer utleier for finansiering av eiendelene, mens

avskrivningselementet kompensere utleier for slitasje på eiendelene. Siden den inverse av levetid ($1/\text{levetid}$) inngår, forutsettes det en lineær avskrivningsplan. Da kan man løse for verdi av leasede operasjonelle eiendeler, gitt ved følgende sammenheng.

$$\text{Verdi leasede eiendeler}_{t-1} = \frac{\text{Leiekostnad}_t}{\left(\text{Rente sikret gjeld} + \frac{1}{\text{Levetid leasede eiendeler}}\right)}$$

Formel 8: Verdi leasede eiendeler.

Renten på sikrede lån oppgis ikke fra Stolt-Nielsens årsrapporter. De oppgir imidlertid renten de bruker ved kapitalisering av varige anleggsmidler, som er 5%. I og med at denne renten kan forutsette et betydelig innslag av usikret gjeld, settes rente på sikrede lån til 3%. Levetiden fastsettes basert på skjønn. Skip har typisk en levetid på opptil 25-30 år (Kaldestad og Møller, 2011), mens data- og kontorutstyr trolig vil ha en levetid som er betydelig lavere – gjerne 5 år. I beregningen av verdi av de leasede eiendelene settes en gjennomsnittlig levetid på 10 år.

Selve justeringen av balanse og resultatregnskap gjøres i tråd med både Knivsflås (2015g) og McKinseys (Goedhart et.al., 2010) metodikk.

Det antas at den beregnede verdien av leasede eiendeler var den samme i perioden 2008-2013. Justering av balansen medfører kapitalisering av leieutgiftene, netto etter skatt. For å trekke fra skatt brukes normalisert driftsskattesats på 20%.

Operasjonell leie SNL						
Forfaller innen:	1 år	2 år	3 år	4 år	5 år	Senere
Leiekostnad	114329	63378	36331	20027	12329	61681
Gjennomsnittlig årlig leiekostnad	49279					
Kostnad sikret gjeld	5%					
Økonomisk levetid (år)	10					
Verdi leasede operasjonelle eiendeler	328 525					
For årsslutt 30. november (i tusen dollar)	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Virkning på:						
Driftseiendeler	328 525	328 525	328 525	328 525	328 525	328 525
Utsatt skatt	65 705	65 705	65 705	65 705	65 705	65 705
Netto driftseiendeler	262 820	262 820	262 820	262 820	262 820	262 820
Langsiktig finansiell gjeld	262 820	262 820	262 820	262 820	262 820	262 820
Netto finansiell gjeld	262 820	262 820	262 820	262 820	262 820	262 820
Egenkapital	0	0	0	0	0	0
Virkning på:						
Driftsresultat egen virksomhet (trekker ut rentekostnaden)	16 426	16 426	16 426	16 426	16 426	16 426
Utsatt skatt (ndss)	3 285	3 285	3 285	3 285	3 285	3 285
Netto driftsresultat	13 141	13 141	13 141	13 141	13 141	13 141
Netto finanskostnad	13 141	13 141	13 141	13 141	13 141	13 141
Fullstendig nettoresultat til EK	0	0	0	0	0	0

Tabell 9: Justering for operasjonell leie Stolt-Nielsen.

Netto driftseiendeler og netto finansiell gjeld øker i overkant av 260 millioner dollar som følge av kapitalisering av operasjonell leie, mens egenkapital er uendret. Netto driftsresultat øker som følge av at implisitt rentekostnad i leieutgiftene trekkes ut. Netto finanskostnad øker tilsvarende av samme årsak. Nettoresultat til egenkapital er dermed uendret.

Den samme justeringen gjøres også for bransjen, målt ved Odfjell, for å få et riktig sammenligningsgrunnlag. Odfjell har større grad av operasjonelle leieavtaler, og virkningen av justeringen er illustrert i det følgende.

Operasjonell leie ODF

Gjennomsnittlig årlig leiekostnad	120904
Kostnad sikret gjeld	5%
Økonomisk levetid (år)	10

Verdi leasede operasjonelle eiendeler **806 024**

For årsslutt 30. november (i tusen dollar)

	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Virkning på:						
Driftseiendeler	806 024	806 024	806 024	806 024	806 024	806 024
Utsatt skatt	161 205	161 205	161 205	161 205	161 205	161 205
Netto driftseiendeler	644 819	644 819	644 819	644 819	644 819	644 819
Langsiktig finansiell gjeld	644 819	644 819	644 819	644 819	644 819	644 819
Netto finansiell gjeld	644 819	644 819	644 819	644 819	644 819	644 819
Egenkapital	0	0	0	0	0	0
Virkning på:						
Driftsresultat egen virksomhet (trekker ut rentekostnaden)	40 301	40 301	40 301	40 301	40 301	40 301
Utsatt skatt (ndss)	8 060	8 060	8 060	8 060	8 060	8 060
Netto driftsresultat	32 241	32 241	32 241	32 241	32 241	32 241
Netto finanskostnad	32 241	32 241	32 241	32 241	32 241	32 241
Fullstendig nettoresultat til EK	0	0	0	0	0	0

Tabell 10: Justering for operasjonell leie Odjell.

Videre følger omgruppert og justert resultatregnskap og balanse for total-, sysselsatt- og netto driftskapital for Stolt-Nielsen.

For årsslutt 30. november (i tusen dollar)	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Operating Revenue	1 997 627	1 645 135	1 793 668	2 029 358	2 071 749	2 099 519
Operating Expenses	1 631 390	1 369 313	1 510 331	1 729 516	1 787 723	1 773 644
Administrative and general expenses	199 033	171 518	158 048	173 838	179 789	186 939
Justering for operasjonelle leieavtaler	16 426	16 426	16 426	16 426	16 426	16 426
Driftsresultat egen virksomhet	204 835	140 478	166 425	164 937	137 652	194 943
Driftsrelatert skattekostnad	40 967	28 096	33 285	32 987	27 530	38 989
Justering for operasjonelle leieavtaler	3 285	3 285	3 285	3 285	3 285	3 285
Netto driftsresultat fra egen virksomhet	160 583	109 097	129 855	128 665	106 837	152 669
Share of profit of joint ventures and associates	21 205	19 748	24 710	22 507	16 989	39 581
Netto driftsresultat	181 788	128 845	154 565	151 172	123 826	192 250
Netto finansinntekt	5 826	3 900	34 847	3 188	3 059	2 824
Nettoresultat til sysselsatt kapital	187 614	132 746	189 412	154 359	126 884	195 074
Netto finanskostnad	22 573	22 380	52 967	41 912	63 730	67 266
Justering for operasjonelle leieavtaler	13 141	13 141	13 141	13 141	13 141	13 141
Netto minoritetsresultat	-341	293	-19	213	2 923	-4 522
Nettoresultat til egenkapital	152 241	96 931	123 323	99 093	47 091	119 189
Unormalt netto driftsresultat	42 574	9 498	7 760	5 742	14 358	-6 829
Unormalt netto finansresultat	-103 985	101 241	-49 037	-6 001	-34 038	29 417
Fullstendig nettoresultat til egenkapital	32 181	227 905	48 398	78 925	-11 850	124 873
Netto betalt utbytte	-85 569	-28 291	-29 110	-106 199	-40 031	-39 060
Endring i egenkapital	-53 388	199 614	19 288	-27 274	-51 881	85 813

Tabell 11: Omgruppert, justert resultatregnskap 2008-2013.

For årsslutt 30. november (i tusen dollar)	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Eiendeler						
Property, plant and equipment	2339953	2508656	2132531	2577786	2727865	2787871
Investments in and advances to joint ventures and associates	304477	306095	359396	464585	473913	537228
Deferred tax assets	9311	15263	4054	20407	36798	29885
Intangible assets and goodwill, net	29695	34821	35390	68534	73567	67155
Employee benefit assets	8619	14507	13378	15651	4415	3937
Deposit for newbuildings	0	0	0	0	0	36475
Justering for operasjonelle leieavtaler	262820	262820	262820	262820	262820	262820
Other assets	9759	12008	13466	16598	19588	20056
Driftsrelaterte anleggsmidler	2964634	3154170	2821035	3426381	3598966	3745427
Cash and cash equivalents	99881	82257	89683	101468	103587	104976
Cash collateral for bunker hedge losses	23361	0	0	0	3001	72
Receivables	185285	147626	175949	190469	217511	196341
Inventories	8103	7501	7645	6640	9602	13430
Biological assets	25812	30426	33661	33147	30609	39975
Prepaid expenses	56284	46340	38036	51628	61446	65866
Income tax receivable	14200	9884	3719	204	5966	2203
Other current assets	24911	22601	24059	26215	32519	32322
Driftsrelaterte omløpsmidler	437837	346635	372752	409771	464241	455185
Driftsrelaterte eiendeler	3402472	3500805	3193788	3836152	4063208	4200612
Derivative financial instruments	0	1276	0	0	727	44
Finansielle anleggsmidler	0	1276	0	0	727	44
Cash and cash equivalents	-65624	-43798	-46764	-41378	-38650	-70189
Assets held for sale	7538	3646	78829	0	7499	0
Derivative financial instruments	23	11863	1248	876	2437	507
Finansielle omløpsmidler	-58063	-28289	33313	-40502	-28714	-69682
Finansielle eiendeler	-58063	-27013	33313	-40502	-27987	-69638
Sum eiendeler	3344408	3473792	3227100	3795650	4035220	4130974
Egenkapital og gjeld						
Egenkapital	1342927	1542549	1561847	1533684	1467351	1567711
Minoritetsinteresser	3066	3184	3136	10026	12695	20991
Deferred tax liabilities	7721	7017	17993	43007	54433	66044
Employee benefits	47600	59881	50047	51163	70666	34651
Long-term provisions	0	0	0	0	5199	6292
Other liabilities	4658	2515	2861	20302	17294	12531
Langsiktig driftsrelatert gjeld	59979	69413	70901	114472	147592	119518
Accounts payable	61721	59601	67108	65836	100570	103138
Accrued voyage expenses	61670	61627	64141	71405	78816	72090
Accrued expenses	146686	129429	138426	148032	164647	157147
Provisions	11864	14770	7420	6007	8126	3486
Income tax payable	10001	12691	8413	9797	7529	6039
Liabilities held for sale	0	0	3619	0	0	0
Other current liabilities	16030	15546	18537	21775	25201	28676
Kortsiktig driftsrelatert gjeld	307972	293664	307664	322852	384889	370576
Driftsrelatert gjeld	367951	363077	378565	437324	532481	490094
Long-term debt and finance leases	734935	840472	741443	1234012	1494369	1329739
Derivative financial instruments	15068	11860	17945	56610	66481	88609
Option liability to non-controlling interests	0	0	0	22020	22274	9456
Justering for operasjonelle leieavtaler	262820	262820	262820	262820	262820	262820
Langsiktig finansiell gjeld	1012823	1115152	1022208	1575462	1845944	1690624
Short-term bank loans	475555	355900	145000	97775	42859	142200
Current maturities of long-term debt and finance leases	65322	84035	106171	124932	121805	206314
Derivative financial instruments	76764	9895	10173	16447	12085	13040
Kortsiktig finansiell gjeld	617641	449830	261344	239154	176749	361554
Finansiell gjeld	1630464	1564982	1283552	1814616	2022693	2052178
Sum egenkapital og gjeld	3344408	3473792	3227100	3795650	4035220	4130974

Tabell 12: Omgruppert, justert totalbalanse 2008-2013.

For årsslutt 30. november (i tusen dollar)	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Netto driftsrelaterte anleggsmidler	2904655	3084757	2750134	3311909	3451374	3625909
Driftsrelatert arbeidskapital	129865	52971	65088	86919	79352	84609
Netto driftseiendeler	3034521	3137728	2815223	3398828	3530727	3710518
Finansielle eiendeler	-58063	-27013	33313	-40502	-27987	-69638
Sysselsatte eiendeler	2976457	3110715	2848535	3358326	3502739	3640880
Egenkapital	1342927	1542549	1561847	1533684	1467351	1567711
Minoritetsinteresser	3066	3184	3136	10026	12695	20991
Finansiell gjeld	1630464	1564982	1283552	1814616	2022693	2052178
Sysselsatt kapital	2976457	3110715	2848535	3358326	3502739	3640880

Tabell 13: Omgruppert, justert balanse sysselsatt kapital 2008-2013.

For årsslutt 30. november (i tusen dollar)	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Netto driftsrelaterte anleggsmidler	2904655	3084757	2750134	3311909	3451374	3625909
Driftsrelatert arbeidskapital	129865	52971	65088	86919	79352	84609
Netto driftseiendeler	3034521	3137728	2815223	3398828	3530727	3710518
Egenkapital	1342927	1542549	1561847	1533684	1467351	1567711
Minoritetsinteresser	3066	3184	3136	10026	12695	20991
Netto finansiell gjeld	1688528	1591995	1250240	1855118	2050681	2121816
Netto driftskapital	3034521	3137728	2815223	3398828	3530727	3710518

Tabell 14: Omgruppert, justert balanse netto driftskapital 2008-2013.

I de påfølgende kapitlene analyseres forholdstall fra det omgrupperte og justerte regnskapet. Først analyseres likviditet og soliditet for å utforme en syntetisk rating. Deretter settes historiske avkastningskrav. Etter dette analyseres historisk lønnsomhet i Stolt-Nielsen.

7 Risikoanalyse

Totalrisiko defineres av Knivsflå (2015h) som variansen til avkastningen.

Totalrisikoen kan splittes i en systematisk del, som er knyttet til markedet og en usystematisk del, som er selskapsspesifikk risiko. En sofistisert investor kan, gjennom perfekt diversifisering, kvitte seg med all usystematisk risiko. Derfor er det kun systematisk risiko som er relevant for perfekt diversifiserte investorer i et perfekt marked.

For kreditorer er kredittrisiko relevant risiko. Kredittrisiko er risiko for at lånet blir misligholdt, i form av at renter og avdrag ikke blir betalt fullt ut. Kredittrisiko er dermed systematisk for kreditorer, og selskapsspesifikk er relevant. Denne risikoen kan ikke diversifiseres bort ettersom kreditorer kun har nedsiderisiko (Knivsflå, 2015h). Forholdstallsanalyse gir innsikt i selskapsspesifikk risiko.

7.1 Likviditetsanalyse

Likviditetsanalyse fokuserer på kortsiktig kredittrisiko, det vil si hvorvidt selskapet dekker krav etter hvert som de forfaller med sine likvide midler. Denne skal avdekke om det er sannsynlig at selskapet kommer i en likviditetsskvis på kort sikt med fare for konkurs (Knivsflå, 2015h).

I likviditetsanalysen studeres gjeldsdekning i balansen, gjeldsdekning gjennom resultat og kontantstrøm samt gjeldsdekning i fremtiden.

7.1.1 Gjeldsdekning i balansen

Kortsiktig gjeldsdekning i balansen analyseres ved likviditetsgrad 1 og 2.

Likviditetsgrad 1 er forholdet mellom likvide midler, målt ved omløpsmidler (OM), og krav som forfaller på kort sikt, målt ved kortsiktig gjeld (KG).

$$lg1 = \frac{OM}{KG} = \frac{DOM+FOM}{KDG+KFG}$$

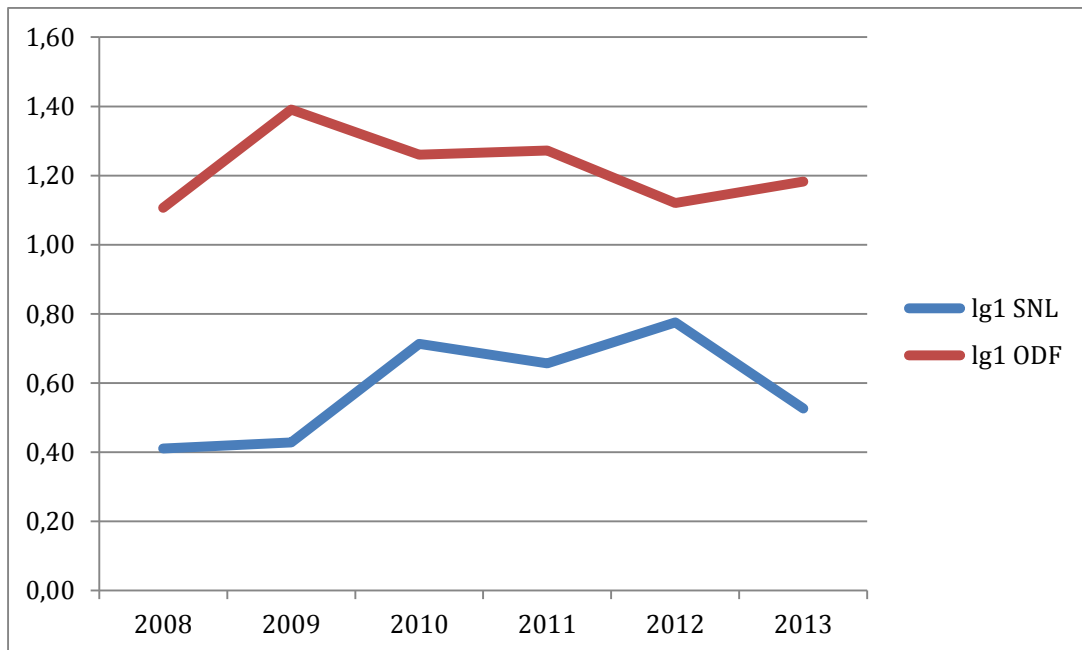
Formel 9: Likviditetsgrad 1.

Likviditetsgrad 2 er forholdet mellom finansielle omløpsmidler (*FOM*) og kortsiktig gjeld.

$$lg2 = \frac{FOM}{KDG + KFG}$$

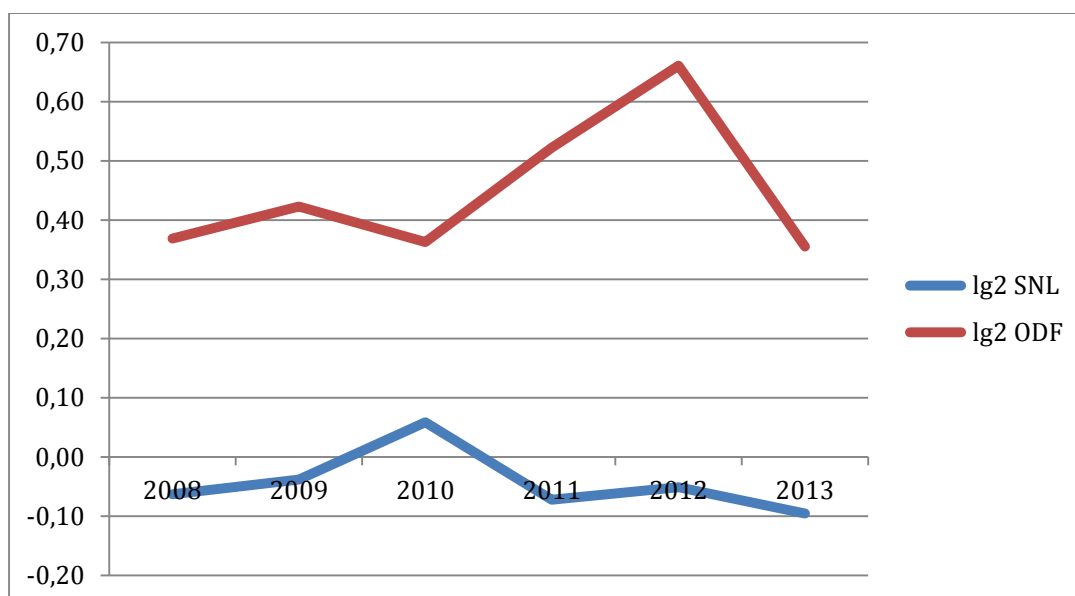
Formel 10: Likviditetsgrad 2.

Knivsflå (2015h) har som tommelfingerregel at lg1 og lg2 helst bør være over henholdsvis 2 og 1. Det presiseres imidlertid at bransjegenomsnittet er den beste målestokken. Dette henger sammen med at det i ulike bransjer er forskjeller mellom hvor mye likvide midler det er optimalt å ha (Stamland, 2014).



Figur 5: Likviditetsgrad 1 Stolt-Nielsen og Odfjell 2008-2013.

Grafen viser at bransjen, målt ved Odfjell, historisk har hatt en bedre likviditet enn Stolt-Nielsen. Likviditeten har imidlertid tatt seg opp etter finanskrisen. Stolt-Nielsens lave likviditetsgrad 1 kan knyttes til selskapets strategi med kontinuerlige investeringer for å diversifisere sin forretningsportefølje.



Figur 6: Likviditetsgrad 2 Stolt-Nielsen og Odfjell 2008-2013.

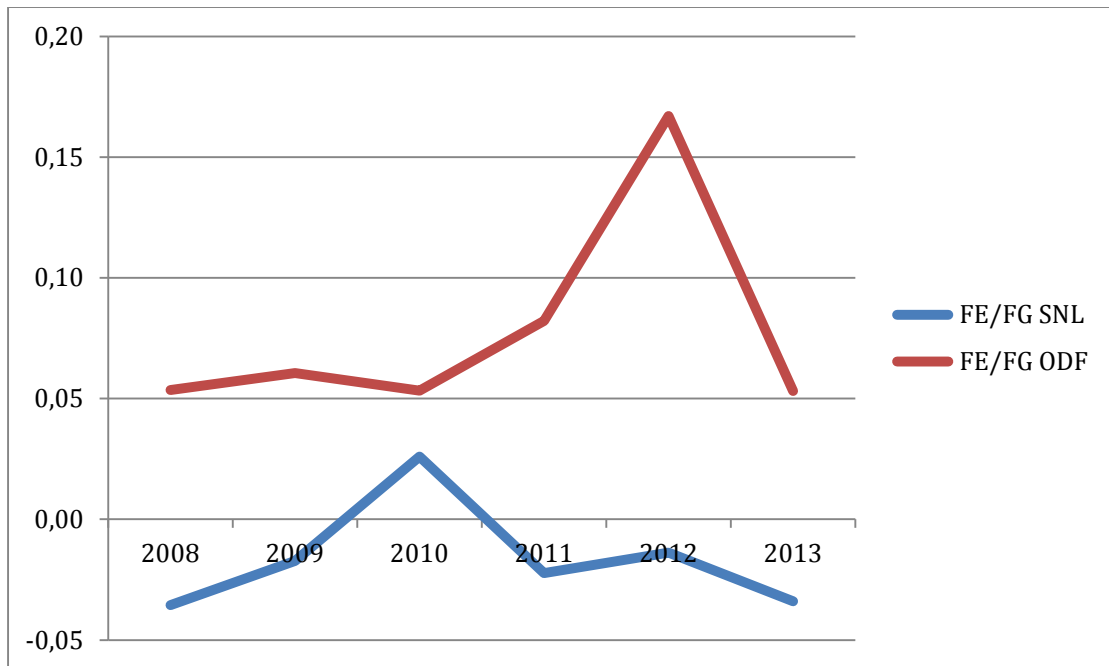
Oversikten av likviditetsgrad 2 gir det samme bildet. Dette nøkkeltallet blir imidlertid veldig påvirket av valget om å klassifisere 5% av kontantbeholdningen som driftsrelaterte omløpsmidler. Derfor tillegges likviditetsgrad 2 lite vekt i den samlede vurderingen av kredittrisiko.

Gjeldsdekning i balansen på lengre sikt måles ved finansiell gjeldsdekningsgrad:

$$\frac{FE}{FG}$$

Formel 11: Finansiell gjeldsdekningsgrad.

Finansiell gjeldsdekningsgrad større enn 1, innebærer at selskapet dekker finansiell gjeld med sine finansielle eiendeler og dermed har netto finansielle eiendeler. Jo mindre finansielle eiendeler, desto større fare for likviditetskrise (Knivsflå, 2015h).



Figur 7: Finansiell gjeldsdekningsgrad Stolt-Nielsen og Odfjell 2008-2013.

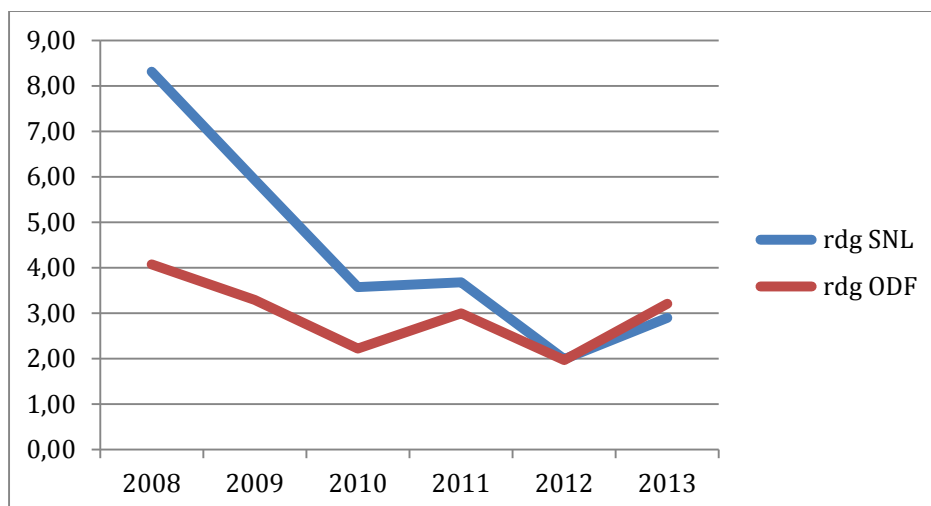
Også her blir nøkkeltallet sterkt påvirket av klassifisering av kontanter til driftsrelaterte omløpsmidler. I den samlede risikovurderingen tillegges finansiell gjeldsdekningsgrad derfor heller ikke særlig stor vekt.

7.1.2 Gjeldsdekning gjennom resultat og kontantstrøm

Rentedekningsgraden måler forholdet mellom nettoresultat til sysselsatt kapital og netto finanskostnad (Knivsflå, 2015h).

$$rdg = \frac{NRS}{NFK}$$

Formel 12: Rentedekningsgrad.



Figur 8: Rentedekningsgrad Stolt-Nielsen og Odfjell 2008-2013.

Stolt-Nielsens rentedekningsgrad har stort sett overgått bransjens, men Odfjell hadde en marginalt høyere rentedekning i 2013. Rentedekningsgraden er godt over 1 både for Stolt-Nielsen og bransjen, hvilket impliserer et positivt nettoresultat til egenkapitalen.

En svakhet ved rentedekningsgrad er imidlertid at den kun fokuserer på dekning av netto finanskostnader – ikke avdrag. Derfor analyseres også gjeldsdekning gjennom fri kontantstrøm i Stolt-Nielsen i det følgende.

Kontantstrømanalyse	2009	2010	2011	2012	2013
Netto driftsresultat	128845	154565	151172	123826	192250
Unormalt netto driftsresultat	9498	7760	5742	14358	-6829
Endring i netto driftseiendeler	103207	-322505	583606	131899	179792
Fri kontantstrøm fra drift	35136	484831	-426692	6285	5630
Netto finanskostnad	22380	52967	41912	63730	67266
Endring i netto finansiell gjeld	-96533	-341755	604879	195563	71136
Netto minoritetsresultat	293	-19	213	2923	-4522
Endring i minoritetsinteresser	118	-48	6890	2669	8296
Fri kontantstrøm til egenkapital fra drift	-83952	90080	142952	137864	22318
Netto betalt utbytte	-28291	-29110	-106199	-40031	-39060
Fri kontantstrøm til finansiell investering	-112243	60970	36753	97833	-16742
Netto finansinntekt	3900	34847	3188	3059	2824
Unormal netto finansinntekt	101241	-49037	-6001	-34038	29417
Kontantstrøm til finansiell investering	-7102	46779	33939	66854	15498
Inngående finansielle eiendeler	-58063	-27013	33313	-40502	-27987
Utgående finansielle eiendeler	-65165	19766	67252	26352	-12489

Tabell 15: Kontantstrømanalyse.

Stolt-Nielsen genererte positivt netto driftsresultat gjennom hele analyseperioden. Selskapet har investert i netto driftseiendeler i alle år unntatt 2010. Mye av dette er knyttet til investeringer for å diversifisere virksomheten, i tråd med selskapets uttalte strategi. Netto driftsresultat har dekket investeringene i nesten alle årene, hvilket ga positiv fri kontantstrøm fra drift, bortsett fra i 2011. Stolt-Nielsen betalte ned gjeld i 2009 og 2010, og siden har de tatt opp netto finansiell gjeld. Fri kontantstrøm til egenkapital fra drift har vært positiv de siste årene fordi fri kontantstrøm fra drift har dekt mer enn kontantstrøm til långivere og minoritetsinteresser.

Det utbetales netto utbytte hvert år i analyseperioden. Netto finansinntekter varierer mellom å være positiv og negativ. Fri kontantstrøm til egenkapital fra drift er uansett tilstrekkelig til å gi økt kontantbeholdning – med unntak av i 2009.

7.1.3 Gjeldsdekning i fremtiden

Stolt-Nielsen har også definerte lånevilkår som må oppfylles for å ikke misligholde gjeld. Fra selskapets årsrapport (2015a) fremgår det at følgende vilkår må oppfylles for å være i tråd med lånebetingelsene:

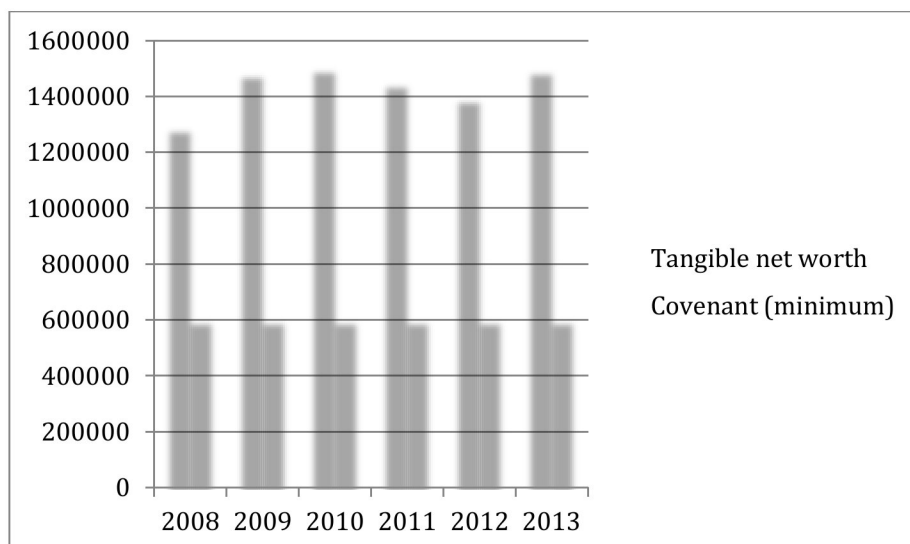
1. Minimum tangible net worth of \$600m
2. Maximum debt over tangible net worth of 2:1
3. Minimum EBITDA/Interest expense of 2:1

1.

Tangible net worth beregnes på følgende vis.

	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Current assets	379774	318346	406065	369269	435527	385503
+ Non-current assets	2701814	2892626	2558215	3163561	3336873	3482651
- Intangible assets	29695	34821	35390	68534	73567	67155
- Current liabilities	955505	773034	598918	591027	576207	761246
- Non-current liabilities	809982	922105	830289	1427114	1730716	1547322
= Tangible net worth	1286406	1481012	1499683	1446155	1391910	1492431

Tabell 16: Tangible net worth 2008-2013.



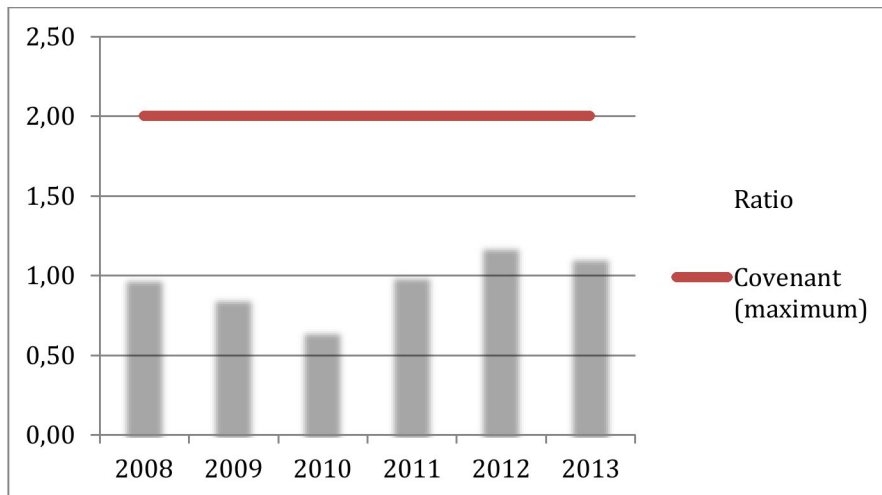
Figur 9: Tangible net worth og minimumskrav 2008-2013.

Oversikten viser at nettoverdien selv i turbulente år har oversteget kravet med god margin. Tangible net worth har økt siden finanskrisen. Det er ingen umiddelbar fare for brudd med denne lånebetingelsen. Det skal imidlertid nevnes, at nedskrivninger av eiendeler som følge av en vedvarende tøff markedssituasjon potensielt kan utgjøre en fare for dette lånevilkåret.

2.

Begrepet "debt" forstås som rentebærende gjeld. Dette er gjeldspostene "Short-term bank loans", "Current maturities of long-term debt and finance leases" og "Long-term debt and finance leases".

Følgende graf viser Stolt-Nielsens forhold mellom rentebærende gjeld og netto materielle eiendeler (net tangible worth) i analyseperioden.

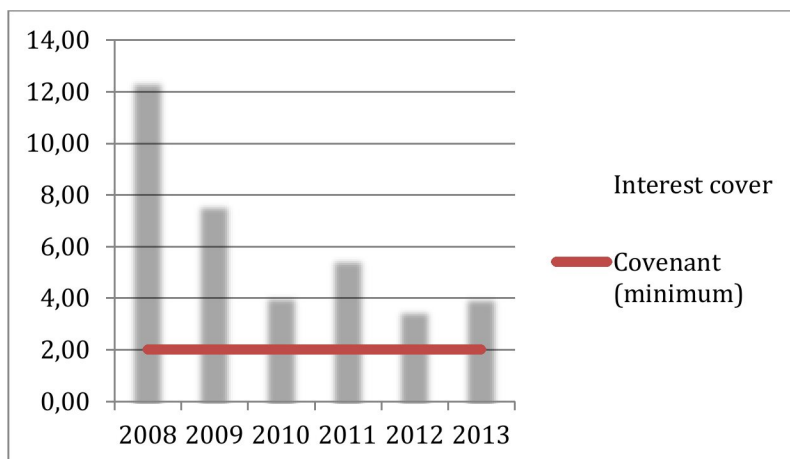


Figur 10: Forhold mellom rentebærende gjeld og netto materielle eiendeler (net tangible worth) samt maksimumskrav.

Selskapet kan doble sin rentebærende gjeld før det er i strid med lånevilkår.

Lånevilkår 2 medfører derfor heller ikke et betydelig risikoelement. Likevel kan nedskrivninger også her utgjøre en fare, i tillegg til store låneopptak i forbindelse med investeringer i diversifisert virksomhet.

3.



Figur 11: Rentedeckningsgrad og minimumskrav.

Selskapet har ligget godt innenfor vilkårene på rentedeckningsgrad også. EBITDA vil alltid kunne variere drastisk som følge av rateutviklingen. Med 92 millioner dollar i rentekostnad i 2013 måtte selskapet generere en EBITDA på minimum 184 millioner dollar, hvilket impliserte en EBITDA-margin på 8,8%. Dermed er det nok dette lånevilkåret som er i størst fare for å brytes. Risikoen for brudd med vilkårene er

imidlertid mindre for Stolt-Nielsen enn en ren kjemikalietankspiller ettersom Stolt-Nielsen har en diversifisert forretningsportefølje.

Alt i alt, er likviditetsrisikoen i Stolt-Nielsen lav, men ikke ubetydelig.

7.2 Soliditetsanalyse

Soliditetsanalyse kartlegger hvorvidt selskapet har ressurser til å stå i mot en lengre periode med tap (Knivsflå, 2015h). Soliditetsrisikoen vurderes i det følgende gjennom analyse av egenkapitalprosent, lønnsomhetsanalyse, soliditetsprognose samt statistisk finansieringsanalyse.

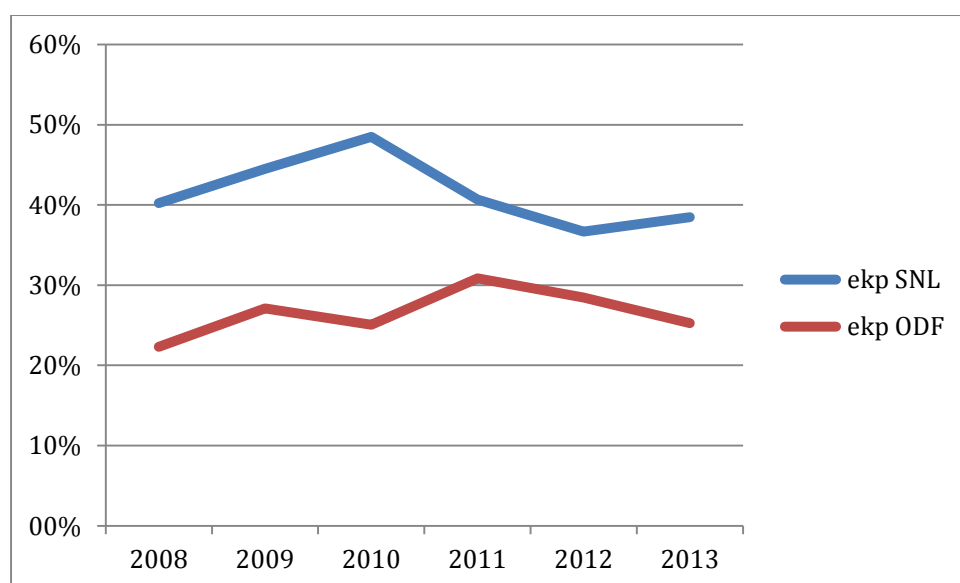
Egenkapitalprosent for konsern defineres av Knivsflå (2015h) som forholdet mellom summen av egenkapital og minoritetsinteresser og totalkapital.

$$ekp = \frac{EK + MI}{TK}$$

Formel 13: Egenkapitalprosent.

	2008	2009	2010	2011	2012	2013
ekp SNL	40,2%	44,5%	48,5%	40,7%	36,7%	38,5%
ekp ODF	22,3%	27,1%	25,1%	30,9%	28,4%	25,3%

Tabell 17: Egenkapitalprosent Stolt-Nielsen og Odfjell 2008-2013.



Figur 12: Egenkapitalprosent Stolt-Nielsen og Odfjell 2008-2013.

Oversikten viser at Stolt-Nielsen over tid har hatt høyere egenkapitalprosent enn Odfjell. Stolt-Nielsen har generert positivt fullstendig nettoresultat til egenkapitalen i alle årene i analyseperioden. Stort netto utbytte de siste årene har imidlertid medført nedgang i egenkapitalen. I tillegg har selskapet de seneste årene tatt opp gjeld i forbindelse med store investeringer for å diversifisere virksomheten. Forskjellen i egenkapitalandel mellom Stolt-Nielsen og Odfjell har dermed blitt mindre.

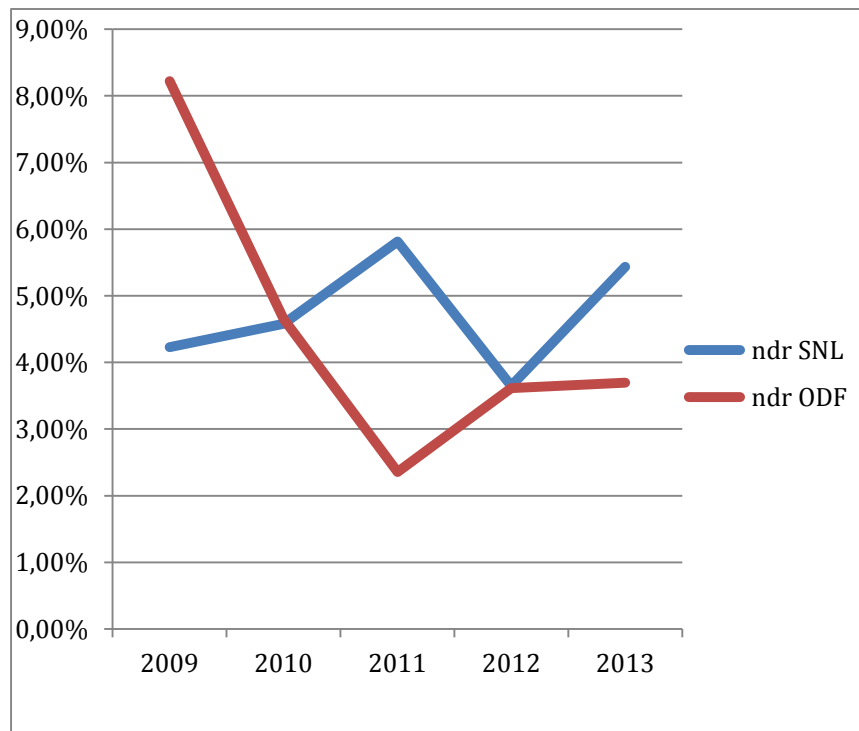
Lønnsomhetsanalyse er også viktig ettersom soliditeten forvitrer når man taper penger, det vil si med negativt fullstendig nettoresultat (Knivsflå, 2015h). Netto driftsrentabilitet gir en god refleksjon av underliggende lønnsomhet på driften.

$$ndr = \frac{NDR_t}{NDE_{t-1} - \left(\frac{\Delta NDE_t - NDR_t}{2}\right)}$$

Formel 14: Netto driftsrentabilitet.

	2009	2010	2011	2012	2013
ndr SNL	4,23%	4,58%	5,82%	3,65%	5,44%
ndr ODF	8,22%	4,65%	2,36%	3,61%	3,70%

Tabell 18: Netto driftsrentabilitet Stolt-Nielsen og Odfjell 2008-2013.



Figur 13: Netto driftsrentabilitet Stolt-Nielsen og Odfjell 2008-2013.

Stolt-Nielsen hadde mindre lønnsom drift enn Odfjell i 2009, men de siste årene har det vært omvendt. Dette kan knyttes til begge av Stolt-Nielsens konkurransefortrinn. Selskapets høye grad av integrasjon av forretningsområder med tankcontainervirksomheten som en differensiering, gir en høyere effektivitet. Dette vises godt ved at Stolt Tank Containers over lang tid har vært det forretningsområdet med klart høyest driftsrentabilitet (Stolt-Nielsen 2015a). Stolt-Nielsens diversifiserte forretningsportefølje er også med å forklare den høyere driftsrentabiliteten i en periode med krevende forhold i markedet for frakt av flytende kjemikalier.

Statisk finansieringsanalyse viser hvordan selskapets eiendeler er finansiert på et gitt tidspunkt. Jo snarere kurven går i bunn, desto mindre risikabel og mer solid er finansieringen (Knivsflå, 2015h).

Finansieringsmatrise SNL	EK	LDG	LFG	KDG	KFG	TK
DAM	38,5%	2,9%	40,9%	8,4%		90,7%
FAM				0,0%		0,0%
DOM				0,6%	8,8%	11,0%
FOM						-1,7%
TK	38,5%	2,9%	40,9%	9,0%	8,8%	100,0%

Finansieringsmatrise ODF	EK	LDG	LFG	KDG	KFG	TK
DAM	25,3%	2,2%	60,7%			88,1%
FAM			0,0%			0,0%
DOM			1,8%	5,3%	1,2%	8,3%
FOM					3,6%	3,6%
TK	25,3%	2,2%	62,5%	5,3%	4,8%	100,0%

Tabell 19: Statisk finansieringsmatrise Stolt-Nielsen og Odfjell.

Finansieringsmatrisen gir et delt bilde hva gjelder soliditet. Stolt-Nielsen finansierer mer av eiendelene med egenkapital, som tidligere er avdekket gjennom en høyere egenkapitalandel enn Odfjell. Men videre i matrisen er Odfjells finansiering mer solid ettersom den raskere går i bunn. Odfjells driftsrelaterte anleggsmidler er utelukkende finansiert med egenkapital og langsiktig gjeld, mens 9% av Stolt-Nielsens driftsrelaterte anleggsmidler er finansiert med kortsiktig gjeld. Den statiske finansieringsmatrisen gir dermed et delt bilde på soliditetsrisikoen. Uansett, er ikke soliditetsrisikoen særlig stor ettersom majoriteten av anleggsmidlene er finansiert av langsiktig kapital.

7.3 Syntetisk rating

Kortsiktig likviditetsrisiko og langsiktig soliditetsrisiko oppsummeres gjennom en syntetisk rating. Knivsflå (2015h) peker på fire forholdstall som gir en indikasjon på syntetisk rating. Det er imidlertid en samlet risikoanalyse, inkludert strategisk risikoanalyse, som legges til grunn for endelig rating.

Syntetisk rating baseres på gjennomsnittsrating på de fire forholdstallene med bruk av følgende tabell.

Rating	lg1	rdg	ekp	ndr	Konkurssannsynlighet 1 år
AAA	11,6	16,9	94%	35%	0,0%
	8,9	11,6	90%	31%	
AA	6,2	6,3	85%	27%	0,0%
	4,6	4,83	76%	22%	
A	3	3,35	66%	17%	0,1%
	2,35	2,76	55%	13%	
BBB	1,7	2,16	44%	10%	0,3%
	1,45	1,69	38%	8%	
BB	1,2	1,22	32%	7%	1,0%
	1,05	1,06	27%	5%	
B	0,9	0,9	22%	4%	4,9%
	0,75	0,49	18%	3%	
CCC	0,6	0,07	13%	1%	12,6%
	0,55	-0,35	11%	0%	
CC	0,5	-0,76	8%	-1%	28,0%
	0,45	-1,17	3%	-3%	
C	0,4	-1,58	-2%	-4%	51,0%
	0,35	-2	-10%	-6%	
D	0,3	-2,41	-18%	-7%	85,5%

Tabell 20: Tabell for syntetisk rating (Knivsflå, 2015h).

Stolt-Nielsen	2008	2009	2010	2011	2012	2013
lg1	0,41	0,43	0,71	0,66	0,78	0,53
rdg	8,31	5,93	3,58	3,68	1,99	2,90
ekp	40,2%	44,5%	48,5%	40,7%	36,7%	38,5%
ndr		4,2%	4,6%	5,8%	3,6%	5,4%
lg1	C	CC-	CCC+	CCC+	B-	CC+
rdg	AA+	AA-	A	A	BBB-	BBB+
ekp	BBB	BBB+	A-	BBB+	BBB-	BBB-
ndr		B	B+	BB-	B	BB-
Syntetisk rating	BB+	BB	BB+	BB+	BB-	BB-

Tabell 21: Syntetisk rating Stolt-Nielsen 2008-2013.

Stolt-Nielsens syntetiske rating er ganske stabil rundt BB. Dette harmonerer med Danske Banks rating på BB+ med stabile utsikter (Danske Bank, 2014). Dette tilsvarer en 1-års konkurssannsynlighet på i underkant av 1%.

Odfjell	2008	2009	2010	2011	2012	2013
lg1	1,11	1,39	1,26	1,27	1,12	1,18
rdg	3,66	2,74	1,46	2,29	1,49	2,57
ekp	27,9%	33,6%	31,7%	38,7%	35,6%	32,2%
ndr		9,5%	4,9%	2,0%	3,6%	3,7%
lg1	BB-	BB+	BB+	BB+	BB-	BB
rdg	A	BBB+	BB+	BBB	BB+	BBB+
ekp	BB-	BB	BB	BBB-	BB+	BB
ndr		CC+	B+	CCC+	B-	B-
Syntetisk rating	BB+	BB	BB	BB	BB-	BB

Tabell 22: Syntetisk rating Odfjell 2008-2013.

Bransjens syntetiske rating, målt ved Odfjells nøkkeltall, peker også på en stabil rating omkring BB. Stolt-Nielsen hadde en marginalt lavere kredittrisiko i 2010 og 2011, mens Odfjell var marginalt mindre risikabel i 2013.

Som nevnt tidligere, scorer Odfjell bedre på likviditetsgrad, mens Stolt-Nielsen scorer bedre på rentedekningsgrad og egenkapitalandel.

Alt i alt er den fremtidige kredittrisikoen ganske lik i Stolt-Nielsen og sammenlignbare Odfjell. Tabellen som er presentert ovenfor, peker på en 1-års konkurssannsynlighet i underkant av 1%. Som tidligere nevnt, står shippingselskaper overfor høy forretningsrisiko ettersom markedet er veldig syklisk som følge av en inelastisk tilbudsside og en etterspørselsside som varierer i stor grad med temperaturen i verdensøkonomien. Stolt-Nielsen vil derfor trolig ikke oppnå en rating som er blant de høyeste, og investorer tar høyde for dette ved å kreve høyere avkastning på investert kapital.

8 Historisk avkastningskrav

8.1 Teori for avkastningskrav

Kapitaltilbydernes avkastningskrav brukes både som målestokk for rentabilitet og diskonteringsrente for verdsettelse. Avkastningskravet gir investorene kompensasjon for systematisk risiko. Netto driftskrav (WACC) er et gjennomsnitt for alle kapitaltilbydernes avkastningskrav, vektet til virkelige verdier.

$$ndk(WACC) = ekk \cdot \left(\frac{EK}{NDK} \right) + nfgk \cdot \left(\frac{NFG}{NDK} \right)$$

Formel 15: Netto driftskrav.

Det fremgår av formelen at netto driftskrav (WACC) utgjøres av egenkapitalkrav, gjeldskrav, skatt og kapitalkildenes andel av total kapital. For dette formålet antas minoritetsinteressene å ha samme krav som egenkapitaleierne. Det følgende blir dermed en beregning av egenkapitalkrav og netto finansiell gjeldskrav.

8.2 Egenkapitalkrav

For egenkapitalkrav brukes kapitalverdimodellen som er utviklet av Sharpe, Lintner og Mossin på midten av 60-tallet. Denne modellen forutsetter perfekte markeder, slik at investorer kun får kompensasjon for den systematiske risikoen. Modellen har kun en systematisk risikofaktor: markedsavkastning over risikofri rente, det vil si markedets risikopremie.

Kapitalverdimodellen baserer seg på tre forutsetninger:

- Investorer kan kjøpe og selge all verdipapirer til markedspris og kan låne til risikofri rente.
- Investorer holder bare effektive porteføljer, dvs der forventet avkastning maksimeres til en gitt volatilitet
- Siden investorer har tilgang til samme informasjon antas det at de har homogene forventninger til volatilitet, korrelasjon og forventet avkastning til verdipapirer.

På grunn av forutsetningen om homogene forventninger vil alle holde den samme optimale porteføljen - forskjellen er hvor mye som plasseres risikofritt. Derfor må tangentporteføljen av risikable aktiva være lik markedsporteføljen. Dette er konsistent med at tilbud av verdipapirer er lik etterspørselen og utgjør markedsporteføljen (Johnsen, 2013).

Forutsetningene som kapitalverdimodellen bygger på, er ikke veldig realistiske. Det er utviklet mer sofistikerte flerfaktormodeller for egenkapitalavkastning som har bedre empirisk støtte, eksempelvis Fama og Frenchs 3-faktormodell. Kapitalverdimodellen anvendes likevel mest i praksis på grunn av sin enkelhet og at nøyaktigheten er god nok til mange formål (Persson, 2013).

Egenkapitalkravet fremgår av følgende sammenheng:

$$ekk = r_f \cdot (1 - s) + \beta_{EK} \cdot mrp + likv_{EK}$$

Formel 16: Historisk egenkapitalkrav.

Avkastningskravet utgjøres dermed av risikofri rente etter skatt, eksponering mot systematisk risiko, målt ved beta, markedets risikopremie og illikviditetspremie. Illikviditetspremien er et tillegg til CAPM som har høy korrelasjon med størrelsesfaktoren i Fama og Frenchs modell, og som derfor har empirisk dekning.

Det legges ikke til illikviditetspremie ettersom Stolt-Nielsen er et stort, likvid selskap på Oslo Børs med daglig omsetning omkring 2 millioner NOK.

Resten av parameterne estimeres i det følgende.

8.2.1 Risikofri rente

Damodaran (2012) definerer risikofri rente som avkastningen på et aktivum hvor det verken er misligholds- eller reinvesteringsrisiko. Det finnes ingen aktivum som innehar disse karakteristikkene, og i praksis brukes derfor ofte yield på statsobligasjoner i solide land som risikofri rente.

I teorien skal hver fremtidig kontantstrøm matches med en risikofri rente med samme løpetid. I praksis anvender man en gjennomsnittlig løpetid. Siden et selskaps kontantstrømmer er uendelige er det vanlig å bruke rente på statsobligasjoner med 10-30-års løpetid (Johnsen, 2013). I denne utredningen brukes årsgjennomsnitt for norske statsobligasjoner med 10-års løpetid. (Norges Bank, 2015).

Norsk skattesats på 27% brukes til å justere den risikofrie renten.

8.2.2 Egenkapitalbeta

Beta er aktivumets sensitivitet til markedsrisiko, hvor markedsporteføljen har beta lik 1 (Johnsen, 2013). Beta er et relativt mål på den systematiske risikoen ved å investere i egenkapitalen i et selskap. Samvariasjon med markedet og relativ volatilitet i forhold til markedet bestemmer betaen (Knivsflå, 2015i). Beta er det passende målet på risiko for en veldiversifisert investor fordi annen risiko kan diversifiseres bort. Beta kan estimeres ved å finne månedlig korrelasjon og volatilitet for de siste 2-5 år (Johnsen, 2013).

Siden Stolt-Nielsen er børsnotert, kan beta finnes gjennom regresjonsanalyse der avkastningen til selskapet og markedet sammenlignes. Som markedsportefølje brukes hovedindeksen på Oslo Børs, OSEBX. Dette valget av markedsportefølje kan kritiseres ettersom OSEBX er veldig råvaresensitiv, og dermed ikke representerer markedet internasjonalt.

Tall er hentet fra Yahoo Finance. Det er brukt månedlige observasjoner de siste fem årene. Dette gir en egenkapitalbeta på 1,04, det vil si at svingningene relativt til markedet er hårfint høyere i Stolt-Nielsen enn i markedsporteføljen.

Ofte brukes det å justere beta mot 1 for å få mindre ekstreme betaverdier. Ettersom betaverdien her er omtrent 1 anses ikke dette som nødvendig, og det ville heller ikke fått særlig utslag.

8.2.3 Markedets risikopremie

Markedets risikopremie er en målestokk for investorers villighet til å bære markedsrisiko. Hvis risikovilligheten er stor, er risikopremien tilsvarende liten.

Den kan finnes ved å se på historisk risikopremie i markedet. Dette medfører problemet med at man trenger veldig mye data, og samtidig er ikke veldig gammel data så relevant for fremtidig risikopremie.

Empiri viser at risikopremien har falt over tid. Det pekes på tre årsaker til at risikopremien har falt med tiden:

- Det er flere investorer, slik at risiko kan fordeles bredere
- Finansielle innovasjoner, som ETF og fond, har redusert kostnad ved å diversifisere
- Volatilitet har blitt redusert med tiden

Alle disse faktorene har redusert risikoen ved å holde aksjer, og dermed kreves det en lavere risikopremie. Analytikere venter at fremtidig forventet risikopremie er konsistent med de siste årene, det vil si 4-6 %. Å finne markedets risikopremie fra historiske data har to ulemper. For det første har estimatene veldig stor usikkerhet og varians. For det andre ser de tilbake i tid, det måles ikke nåværende forventninger i markedet.

Derfor kan det med fordel brukes en mer fundamental tilnærming. Gordons vekstformel egner seg godt når man ser på et aggregert marked:

$$R_m = \frac{Div_1}{P_0} + g = \text{Direkteavkastning} + \text{Forventet dividendevekst}$$

Formel 17: Markedsavkastning (Johnsen, 2013).

Ved denne metoden finner forskere 3-5 % fremtidig risikopremie i det amerikanske markedet (Johnsen, 2013).

PwC gjør regelmessig undersøkelser av risikopremien i det norske markedet. Forrige rapport (PwC, 2014) fant et gjennomsnitt på 5,8% og en median på 5,0%.

Alle disse funnene peker mot en fornuftig risikopremie i området 5%. Dette anslaget anvendes i beregningen av egenkapitalkravet.

8.3 Netto finansielt gjeldskrav

Netto finansielt gjeldskrav er det vektete kravet av finansielt gjeldskrav og finansielt eiendelskrav (Knivsflå, 2014i). Finansielt gjeldskrav kan bygges opp av risikofri rente etter skatt med en kompensasjon for kredittrisiko. Denne kredittrisikopremien kreves av kreditor på grunn av en systematisk risiko for mislighold av gjeldsforpliktelse. Kredittrisikopremien bestemmes av sannsynligheten for mislighold, p , og tap gitt mislighold, t .

$$fgk = r_f \cdot (1 - s) + p \cdot t \cdot (1 - s) = \text{Risikofri rente} + \text{Kredittrisikopremie}$$

Formel 18: Finansielt gjeldskrav (Knivsflå, 2015i).

Som ovenfor, brukes igjen årsgjennomsnitt for rente på 10-års norsk statsobligasjon som grunnlag for risikofri rente. Norsk skattesats er 27%.

Kredittrisikopremien kan estimeres basert på den syntetiske ratingen som ble gjort tidligere. Knivsflå (2015i) har en oversikt over normal kredittrisikopremie basert på syntetisk rating. Denne gir finansielt gjeldskrav for Stolt-Nielsen, presentert i følgende tabell.

	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Syntetisk rating	BB+	BB	BB+	BB+	BB-	BB-
Risikofri rente etter skatt	3,3%	2,9%	2,6%	2,3%	1,5%	1,9%
Kort kredittrisikopremie etter skatt	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%
Tillegg for lang kredittrisikopremie	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%
Lang kredittrisikopremie etter skatt	3,1%	3,1%	3,1%	3,1%	3,1%	3,1%
Finansielt gjeldskrav	6,4%	6,0%	5,7%	5,4%	4,6%	5,0%

Tabell 23: Finansielt gjeldskrav 2008-2013.

Når det gjelder finansielt eiendelskrav, oppfordrer Knivsflå (2015i) til å skille mellom kontanter, fordringer og investeringer. Fordringer og investeringer skal – i motsetning til kontanter – tillegges en premie ettersom de ikke er risikofrie. I denne utredningen er det imidlertid valgt å klassifisere 5% av driftsinntekter som

driftsrelaterte, mens resterende cash and cash equivalents klassifiseres som finansielt. Derfor blir skillet mellom kontanter, fordringer og investeringer uklart.

Risikofri rente etter skatt blir derfor utgangspunktet for det finansielle eiendelskravet i Stolt-Nielsen. Knivsflå (2015i) hadde for Telenor en premie på 0,5% over dette. Ettersom Stolt-Nielsen er et mer risikabelt selskap med tilhørende lavere syntetisk rating, dobles denne premien til 1% for Stolt-Nielsen.

Netto finansielt gjeldskrav følger da ved vekting av de to kravene.

	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Finansielt gjeldskrav	6,4%	6,0%	5,7%	5,4%	4,6%	5,0%
Finansiell gjeld/Netto finansiell gjeld	0,97	0,98	1,03	0,98	0,99	0,97
Finansielt eiendelskrav	4,3%	3,9%	3,6%	3,3%	2,5%	2,9%
Finansielle eiendeler/Netto finansiell gjeld	-0,03	-0,02	0,03	-0,02	-0,01	-0,03
Netto finansielt gjeldskrav	6,3%	6,0%	5,7%	5,3%	4,6%	4,9%

Tabell 24: Netto finansielt gjeldskrav 2008-2013.

Kravet impliserer en premie på netto finansiell gjeld i overkant av 3% samtlige år i analyseperioden. Dette harmonerer ganske godt med Knivsflås (2015i) røffe estimat på 3,5% premie på netto finansiell gjeld for BB-ratede selskaper.

8.4 Netto driftskrav

Med kravene og inngående balanseverdier for egenkapital og netto finansiell gjeld kan netto driftskrav beregnes.

	2009	2010	2011	2012	2013
Egenkapitalkrav	8,46%	8,12%	7,77%	7,48%	6,73%
Egenkapital/Netto driftskapital	0,44	0,49	0,55	0,45	0,42
Netto finansielt gjeldskrav	5,98%	5,73%	5,33%	4,60%	4,91%
Netto finansiell gjeld/Netto driftskapital	0,56	0,51	0,44	0,55	0,58
Netto driftskrav (WACC)	7,08%	6,90%	6,68%	5,89%	5,65%

Tabell 25: Netto driftskrav 2008-2013.

Ettersom både kapitalvekter og -krav er ganske stabile, er netto driftskrav stabilt over analyseperioden. Det forutsettes i senere analyse at bransjen har identisk netto driftskrav som Stolt-Nielsen gjennom analyseperioden.

9 Lønnsomhetsanalyse – strategisk fordel

Rentabilitet uttrykker hvor mye en kapitalkilde kaster av seg i form av en prosentvis rente, og det gjør det mulig å sammenligne lønnsomhet over tid og mellom selskaper. For å kunne analysere lønnsomheten er det kritisk at det er konsistens mellom beregningen av rentabilitet og krav (Knivsflå, 2015j). I dette tilfellet analyseres to modne selskaper med stabil utvikling i kapital. Derfor anses inngående kapital som et tilfredsstillende kapitalmål. I teorien forutsettes da at lønnsomheten genereres i slutten av året. Med konsistent bruk vil det imidlertid ikke være skadelidende for sammenligningsformål.

En strategisk rentabilitetsanalyse søker å analysere rentabilitet i forhold til en målestokk. Strategisk fordel er definert som egenkapitalrentabilitet utover egenkapitalkravet, det vil si superprofitt til egenkapital. Denne dekomponeres i en strategisk regnskapsanalyse i drifts- og finansieringsfordel. Driftsfordelen genereres av selskapets kjernevirksomhet og dekomponeres ytterligere i bransjefordel drift, ressursfordel drift og gearingfordel drift. Finansieringsfordelen er trolig tilnærmet lik 0 ettersom konkurransen i finansmarkedet er stor samt at netto finansiell gjeld rapporteres til virkelig verdi.

$$SF = ekr - ekk = BFD + RFD + GFD + FF$$

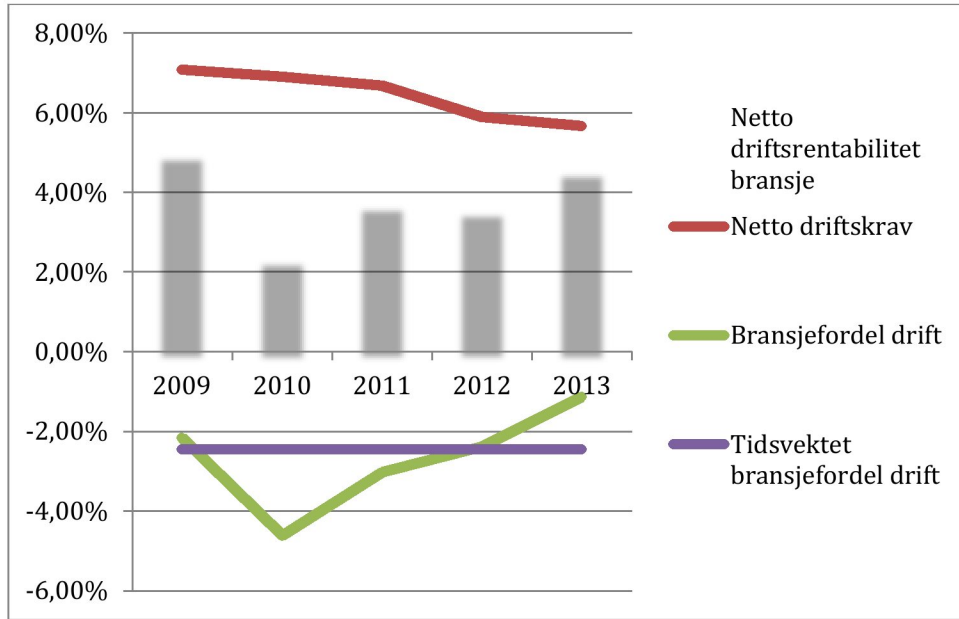
Formel 19: Strategisk fordel.

9.1 Bransjefordel drift

Bransjefordel drift (BFD) er bransjens rentabilitet på netto driftskapital utover kravet. Bransjefordel drift kan i følge Knivsflå (2015j) øke når bransjen har muligheter og reduseres med trusler i omgivelsene. Bransjefordel drift er strategisk og må ses i sammenheng med strategiske analyser av bransjen, som Porters fem krefter og PESTEL.

	2009	2010	2011	2012	2013	Tidsvektet
Netto driftsrentabilitet bransje	4,91%	2,27%	3,64%	3,50%	4,51%	
Netto driftskrav	7,08%	6,90%	6,68%	5,89%	5,65%	
Bransjefordel drift	-2,16%	-4,62%	-3,04%	-2,39%	-1,15%	-2,46%

Tabell 26: Bransjefordel drift 2009-2013.



Figur 14: Bransjefordel drift 2009-2013.

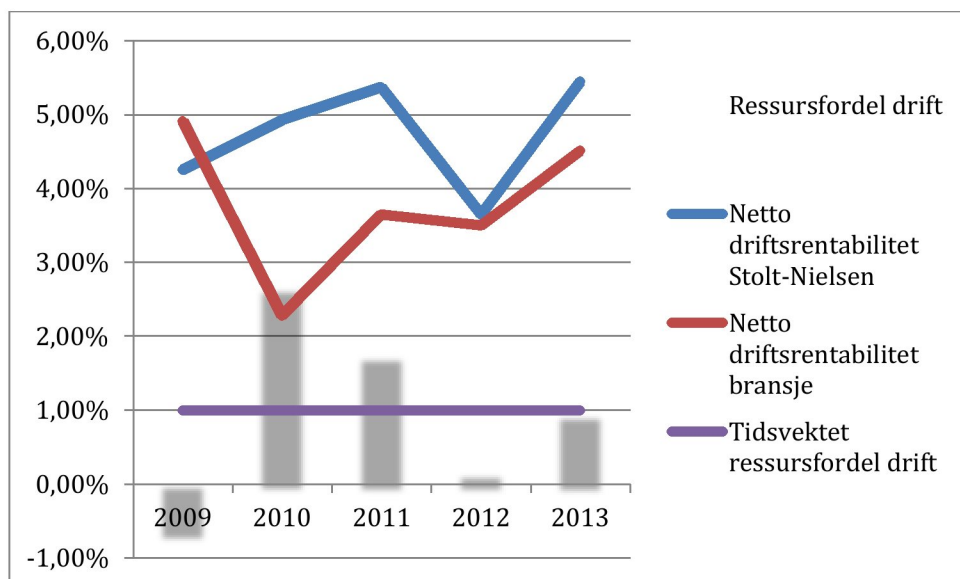
Det er en bransjeulempede drift gjennom hele analyseperioden, og tidsvektet er den negativ med 2,46%. Dette reflekterer lav avkastning på kapital, som har vært gjeldende i flere shippingsegmenter over tid. Dette samsvarer med Porter-analysen, som konkluderte med at lønnsomheten i bransjen var truet av sterk intern rivalisering og nyetablering.

9.2 Ressursfordel drift

Ressursfordel drift (RFD) er selskapets rentabilitet på netto driftskapital utover rentabiliteten i bransjen. Ressursfordel drift påvirkes av selskapets sterke og svake sider internt, det vil si selskapets ressursavvik i forhold til bransjen (Knivsflå, 2015j).

	2009	2010	2011	2012	2013	Tidsvektet
Netto driftsrentabilitet Stolt-Nielsen	4,25%	4,93%	5,37%	3,64%	5,45%	
Netto driftsrentabilitet bransje	4,91%	2,27%	3,64%	3,50%	4,51%	
Ressursfordel drift	-0,66%	2,65%	1,73%	0,14%	0,94%	1,00%

Tabell 27: Ressursfordel drift 2009-2013.



Figur 15: Ressursfordel drift 2009-2013.

Grafen viser at Stolt-Nielsen har en ressursfordel gjennom hele analyseperioden, og tidsvektet er denne 1%. Stolt-Nielsen leverer de mest komplette løsningene for logistikk av flytende kjemikalier. Dette varige konkurransefortrinnet kaster av seg – Stolt Tank Containers har vært det mest lønnsomme forretningsområdet de siste årene. Det midlertidige konkurransefortrinnet den diversifiserte forretningsporteføljen utgjør, er også med å forklare selskapets ressursfordel drift i en periode hvor det har vært lav lønnsomhet på shipping av flytende kjemikalier.

9.2.1 Dekomponering av ressursfordel drift

For ytterligere innsikt kan ressursfordel drift dekomponeres ved hjelp av DuPont-modellen. Netto driftsrentabilitet er lik produktet av netto driftsmargin (ndm) og omløpshastigheten til netto driftseiendeler (onde). Ressursfordel drift kan da splittes i marginfordel (MF) og omløpsfordel (OF), vist i formel 20.

$$ndr - ndr_B = (ndm - ndm_B) \cdot onde + ndm_B \cdot (onde - onde_B) = MF + OF$$

Formel 20: Dekomponering av ressursfordel drift.

Marginfordel oppstår som følge av en høyere netto driftsmargin enn bransjen, det vil si en kostnadsfordel per krone omsatt. Omløpsfordel kommer av en høyere omløpshastighet på netto driftseiendeler, det vil si en høyere effektivitet i å skape driftsinntekt per krone investert i netto driftskapital (Knivsflå, 2015j).

Dekomponering viser at Stolt-Nielsens positive tidsvektede ressursfordel drift består av en marginulempe og en omløpsfordel. Marginfordelen har svinget fra negativ til positiv, men tidsvektet er den negativ med 0,63%. Denne marginulempen kan forklares i en lavere drivstoffeffektivitet i Stolt-Nielsen som følge av en eldre skipsflåte enn Odfjell (Stolt-Nielsen, 2015d; Odfjell, 2015b). Omløpsfordelen har vært vedvarende positiv og tidsvektet lik 1,63%, hvilket indikerer at selskapet har mer effektiv kapitalbruk enn bransjen, målt ved Odfjell. Dette harmonerer med tidligere internanalyse, som fant at Stolt-Nielsens tidlige satsing på integrerte løsninger for logistikk av flytende kjemikalier har gitt effektiv kapitalbruk.

Omløpsfordelen kunne vært dekomponert i en enhetsanalyse, men det er ikke tilstrekkelig informasjon om netto driftskapital for de ulike forretningsområdene.

9.3 Gearingfordel drift

Gearingfordel drift er den komponenten av strategisk fordel hvor den rene driftsfordelen skaleres med netto finansiell gjeldsgrad.

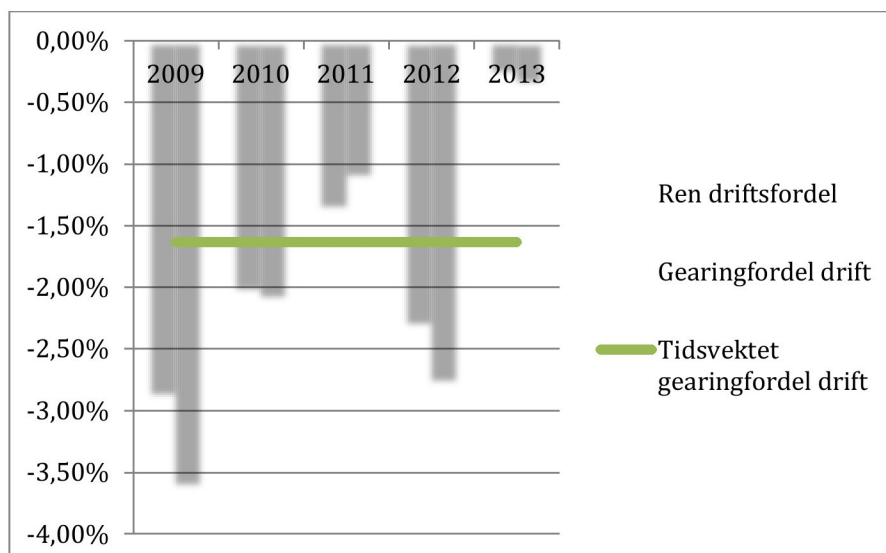
$$GFD = (ndr - ndk) * nfgg$$

Formel 21: Gearingfordel drift.

Strategisk fordel øker altså med økt gearing. Verdien for eierne trenger imidlertid ikke å øke ettersom risikoen til egenkapitalen, og dermed egenkapitalkravet, øker med høyere belåning (Knivsflå, 2015j). Dette er i tråd med Modigliani og Millers proposisjoner om at kapitalstruktur er irrelevant for verdi. Modigliani og Millers teori er imidlertid basert på tvilsomme forutsetninger, og konsensus i dagens forskning er at det finnes en optimal kapitalstruktur for de fleste selskaper (Stamland, 2014).

	2009	2010	2011	2012	2013	Tidsvektet
Ren driftsfordel	-2,83%	-1,97%	-1,31%	-2,24%	-0,21%	
Netto finansiell gjeldsgrad	1,26	1,03	0,80	1,21	1,40	
Gearingfordel drift	-3,56%	-2,03%	-1,05%	-2,71%	-0,29%	-1,64%

Tabell 28: Gearingfordel drift 2009-2013.



Figur 16: Gearingfordel drift 2009-2013.

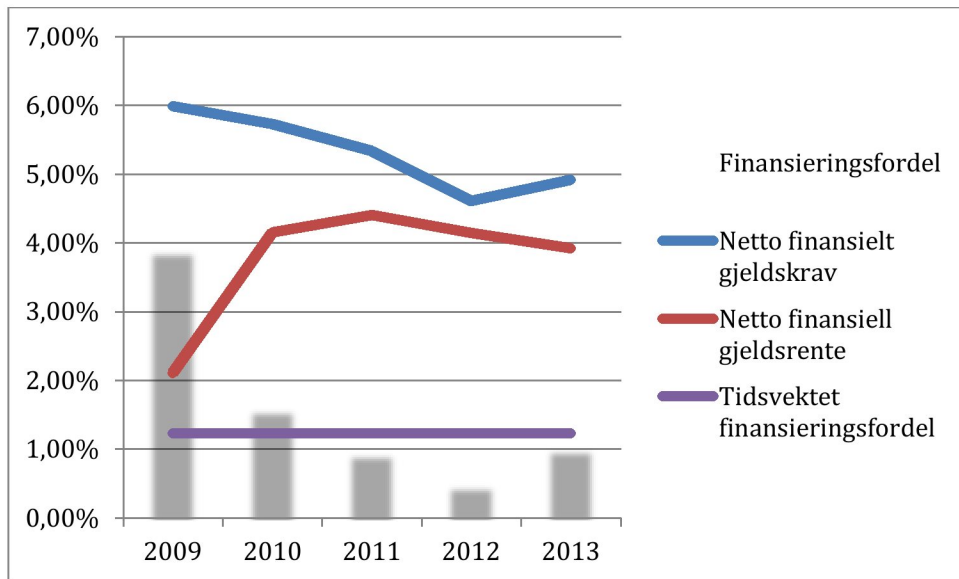
Ettersom rentabiliteten på netto driftskapital i hele analyseperioden er lavere enn kravet, blir gearingfordel drift negativ. Tidsvektet har Stolt-Nielsen er gearingulempe drift som svekker strategisk fordel med 1,64%. Gearingfordel drift er ganske lik den rene driftsfordelen i alle årene, og forklaringen av ren driftsfordel gjelder derfor også i stor grad her.

9.4 Finansieringsfordel

Finansieringsfordel er vanligvis ingen viktig kilde til strategisk fordel. I dette tilfellet har vi en positiv finansieringsfordel i hele analyseperioden, som vist i tabell og graf nedenfor. Den er imidlertid mest ekstrem 2009, mens den ellers ikke er veldig langt fra 0.

	2009	2010	2011	2012	2013	Tidsvektet
Netto finansielt gjeldskrav	5,98%	5,73%	5,33%	4,60%	4,91%	
Netto finansiell gjeldsrente	2,10%	4,15%	4,40%	4,14%	3,92%	
Finansieringsfordel	3,88%	1,57%	0,93%	0,46%	0,99%	1,22%

Tabell 29: Finansieringsfordel 2009-2013.



Figur 17: Finansieringsfordel 2009-2013.

Finansieringsfordelen blir ikke dekomponert ettersom den trolig ikke gir strategisk innsikt.

9.5 Oppsummering strategisk fordel

	2009	2010	2011	2012	2013	Tidsvektet
Bransjefordel drift	-2,16%	-4,62%	-3,04%	-2,39%	-1,15%	-2,46%
Ressursfordel drift	-0,66%	2,65%	1,73%	0,14%	0,94%	1,00%
Gearingfordel drift	-3,56%	-2,03%	-1,05%	-2,71%	-0,29%	-1,64%
Strategisk fordel drift	-6,39%	-4,00%	-2,36%	-4,96%	-0,50%	-3,10%
Finansieringsfordel	3,88%	1,57%	0,93%	0,46%	0,99%	1,22%
Strategisk fordel	-2,51%	-2,43%	-1,43%	-4,50%	0,50%	-1,88%

Tabell 30: Dekomponering av strategisk fordel 2009-2013.

Alt i alt har Stolt-Nielsen er strategisk posisjon som har medført rentabilitet på egenkapital lavere enn kravet i analyseperioden. Karakteristikkene i bransjen er veldig negativ for selskapets strategiske posisjon. Sterk intern rivalisering og lave inngangsbarrierer har gitt lav lønnsomhet. Dette er hovedforklaringen på den strategiske ulempen. Skaleringen av ulønnsom drift med gearing er også med å skape en strategisk ulempe.

Selskapets ressursavvik er derimot med å øke strategisk fordel. Dette kan forklares med Stolt-Nielsens tidlige satsing på diversifisering og integrerte løsninger for logistikk av flytende kjemikalier.

Finansieringsfordelen er omkring 0 i alle årene bortsett fra 2009. Som nevnt tidligere er det veldig vanskelig å generere en strategisk fordel i kapitalmarkedet, og den tidsvektede fordel på 1,22% bør dermed ikke tillegges særlig stor vekt.

Disse funnene fra historiske tall er med å danne grunnlag for budsjetteringen av strategisk fordel i fremtiden. Å predikere utviklingen i lønnsomheten i bransjen blir en svært viktig øvelse i denne sammenheng. Det påfølgende kapitlet dreier seg om fremtidsregnskapet, som er basert på den strategiske regnskapsanalysen som nå er utført.

10 Fremtidsregnskap

10.1 Rammeverk for fremtidsregnskap

Den strategiske regnskapsanalysen danner fundamentet for fremtidsregnskapet, som budsjetteres i dette kapitlet. Videre følger fastsettelse av budsjettthorisont, budsjett drivere og til slutt det budsjetterte fremtidsregnskapet.

10.2 Budsjettthorisont

Budsjettthorisonten er perioden med detaljert fremskriving av budsjett drivere. Den skal vare helt til selskapet er i "steady state", det vil si tidspunktet hvor budsjett drivere settes som konstante (Knivsflå, 2015). For modne selskaper med stabil vekst og margin kan budsjettperioden derfor være kort.

De store svingningene i vekst i både bransjen og Stolt-Nielsen indikerer at steady state ikke er nådd og at det bør være en lang budsjettthorisont. Det ligger imidlertid i kjemikalietankbransjens natur å være svært syklisk. Det kan derfor argumenteres med at svingningene er store i en normalsituasjon.

I følge Kaldestad og Møller (2011) kan en oppgangsperiode i bransjen vare opptil 5 år på grunn av skipenes lange ledetid. Budsjettthorisonten T settes til 10 år for å dekke en hel lang sykel med opp- og nedgangskonjunktur. Det modelleres derfor en oppgangsperiode frem til og med 2019, etterfulgt av en nedgangsperiode frem til steady state i 2023.

10.3 Budsjett drivere

Med en budsjettthorisont såpass lang som 10 år fremskrives regnskapet med et lavt detaljeringsnivå.

Det kritiske i fremtidsregnskapet er å fokusere på nøkkeldrivere for verdi (Penman, 2013). I følge studier på amerikanske selskaper er det vekst og margin som er de to viktigste driverne for verdi (Goedhart et. al., 2010). Disse er sentrale i Knivsflås (2015) enkle rammeverk for budsjettering, som legges til grunn i fortsettelsen.

Fremtidsregnskapet baseres på følgende 7 budsjett drivere:

Budsjett driver	Sammenheng
Driftsinntektsvekst, div	$DI_t = (1 + \text{div}_t) * DI_{t-1}$
Omløpshastighet netto driftseiendeler, onde	$NDE_{t-1} = DI_t / \text{onde}_t$
Netto driftsmargin, ndm	$NDR_t = \text{ndm}_t * DI_t$
Netto finansiell gjeldsdel, nfgd	$NFG_t = \text{nfgd}_t * NDE_t$
Netto finansiell gjeldsrente, nfgr	$NFK_t = \text{nfgr}_t * NFG_{t-1}$
Minoritetsdel, mid	$MI_t = \text{mid}_t * NDE_t$
Netto minoritetsrentabilitet, mir	$NMR_t = \text{mir}_t * MI_{t-1}$

Tabell 31: Budsjett drivere for fremtidsregnskapet.

Budsjett driverne fremskrives basert på innsikt fra den strategiske regnskapsanalysen.

10.3.1 Driftsinntektsvekst

Driftsinntektsvekst er en svært viktig budsjett driver ettersom den bestemmer størrelsen på selskapet. På kort sikt vil veksten i et selskap avhenge av generell bransjevekst og interne ressurser. Hvis det er negativ vekst i bransjen, må vekst skje på bekostning av andre. Ingen selskaper kan på lang sikt vokse raskere enn økonomien som helhet (Knivsflå, 2015). Empiri fra det amerikanske markedet viser at vekst vender tilbake til et langsiktig gjennomsnitt på lang sikt, såkalt mean reversion (Penman, 2013).

Knivsflå (2015) opererer med en tommelfingerregel om at nominell vekst på lang sikt ikke kan overgå realvekst i verdensøkonomien pluss forventet global inflasjon. Dette gir en øvre grense i området 5%.

	2009	2010	2011	2012	2013	Tidsvektet
Driftsinntektsvekst SNL	-17,6%	9,0%	13,1%	2,1%	1,3%	3,1%
Driftsinntektsvekst bransje	-14,4%	-17,1%	10,1%	5,0%	-3,8%	-1,9%

Tabell 32: Driftsinntektsvekst Stolt-Nielsen og bransje 2009-2013.

Veksten i Stolt-Nielsen har svinget mye i analyseperioden. I bransjen er det ingen klar trend, og dette tyder på at det er et stykke igjen til steady state, noe som også bekreftes av rapporter fra bransjen, som melder om nedgangstider (Stolt-Nielsen,

2015a). Historisk vekst i nettoresultat og kapital er også analysert, men der er svingningene enda større og gir ikke bedre grunnlag til å budsjettere fremtidig vekst.

Den predikerte driftsinntektsveksten fremover beveger seg i takt med konjunkturutviklingen som er modellert i fremtidsregnskapet. Den øker fra 1,8% i 2014 til 2,8% ved toppen av konjunktoren i 2019, før den konvergerer mot en langsiktig vekst på 2% i steady state fra 2023. Dette er i tråd med historisk vekst, og horisontveksten på 2% er også innenfor Knivsflås øvre grense. Store investeringer i diversifisert virksomhet kan imidlertid gi høyere vekst, men disse investeringene har vært gjort siden 2007 og bør således være reflektert i historisk vekst. I tillegg er rateutviklingen en faktor som kan gi andre vekstrater for driftsinntektene.

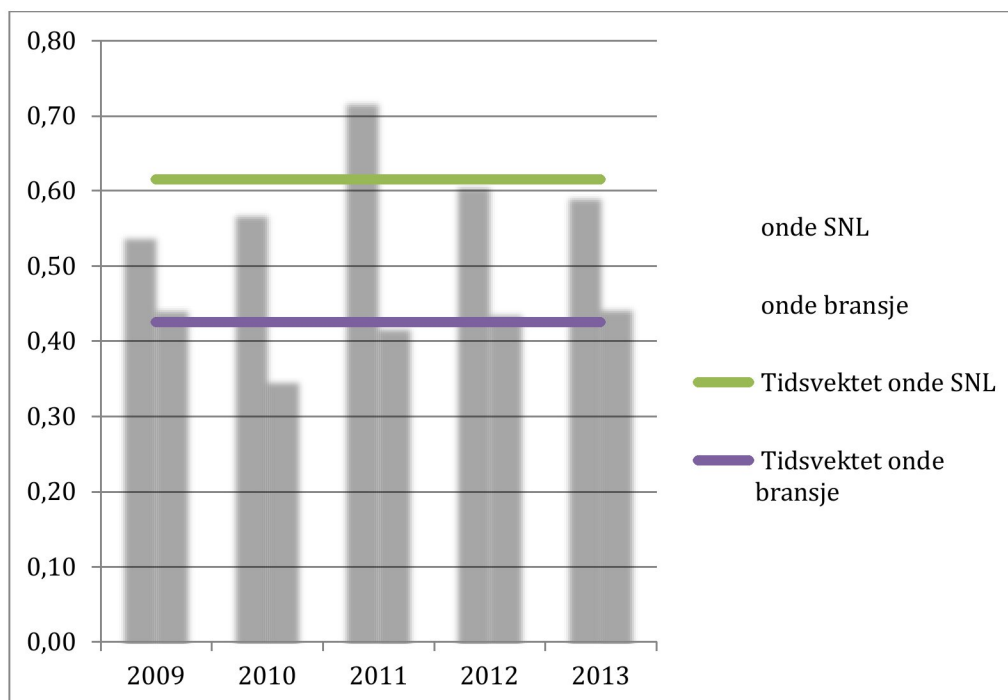
10.3.2 Omløpshastighet netto driftseiendeler

Omløpshastighet er forholdet mellom driftsinntekter og netto driftseiendeler. Dette måler effektiviteten i anvendelsen av selskapets kapital. For et kjemikalietankselskap er fraktrater og flåtestørrelse viktige faktorer for omløpshastigheten. Antall tankcontainere og tankterminaler er også viktig for omløpshastigheten i et integrert selskap som Stolt-Nielsen.

Historisk omløpshastighet i Stolt-Nielsen og bransjen er som følger.

	2009	2010	2011	2012	2013	Tidsvektet
onde SNL	0,54	0,57	0,72	0,61	0,59	0,61
onde bransje	0,45	0,35	0,42	0,44	0,45	0,43

Tabell 33: Omløpshastighet netto driftseiendeler Stolt-Nielsen og bransje 2009-2013.



Figur 18: Omløpshastighet netto driftseiendeler Stolt-Nielsen og bransje 2009-2013.

Som tidligere nevnt, har Stolt-Nielsen en omløpsfordel, i stor grad knyttet til de tidlige integrerte løsningene med containere og terminaler. Omløpshastigheten kan sies å ha vært stabil samt vendt tilbake til tidsvektet gjennomsnitt. Det budsjetteres med en konstant omløpshastighet i tråd med tidsvektet gjennomsnitt på 0,61, hvilket impliserer at inntektene øker i takt med netto driftseiendeler. En fremtidig omløpshastighet høyere enn bransjegjennomsnittet kan forsvares ettersom Stolt-Nielsen har hatt en høyere omløpshastighet enn bransjen gjennom hele analyseperioden.

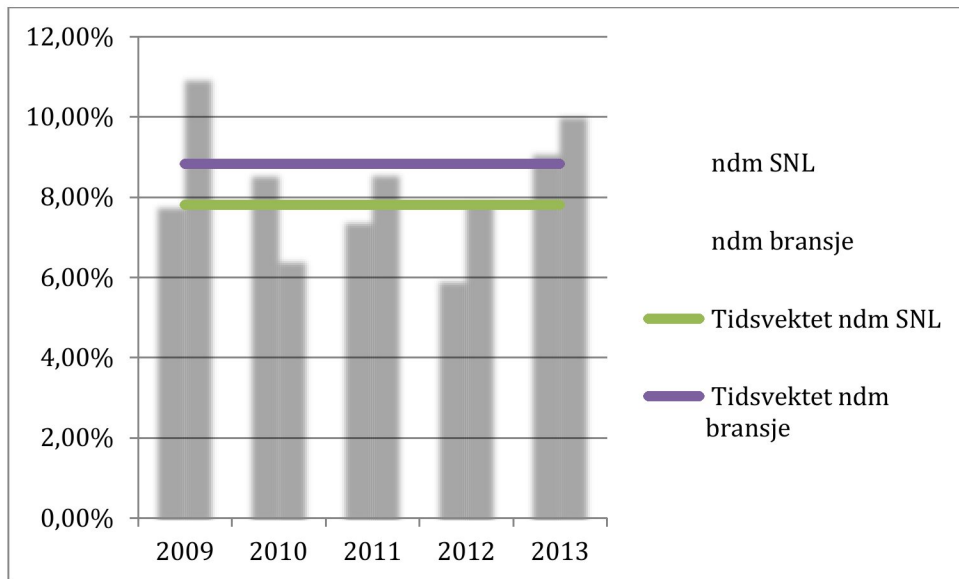
10.3.3 Netto driftsmargin

Netto driftsmargin er netto driftsresultat som andel av driftsinntekter. Driftsmarginen tenderer til å vende tilbake mot gjennomsnittet i bransjen på grunn av konkurransekraftene, men senere enn omløpshastighet (Goedhart et. al., 2010).

Følgende graf viser netto driftsmargin for Stolt-Nielsen og bransjen i analyseperioden.

	2009	2010	2011	2012	2013	Tidsvektet
ndm SNL	7,83%	8,62%	7,45%	5,98%	9,16%	7,81%
ndm bransje	11,02%	6,49%	8,64%	7,96%	10,08%	8,82%

Tabell 34: Netto driftsmargin Stolt-Nielsen og bransje 2009-2013.



Figur 19: Netto driftsmargin Stolt-Nielsen og bransje 2009-2013.

Tidsvektet gjennomsnittlig netto driftsmargin i analyseperioden var 7,81%. Denne perioden har vært preget av nedgangskonjunktur for de største forretningsområdene i Stolt-Nielsen. Derfor kan man forutsette en litt høyere margin fremover, i tråd med oppgangskonjunktur frem til og med 2019. På den andre siden følger kostnadene ofte rateutviklingen, så marginene er ganske konstante. I tillegg trekker Stolt-Nielsens høye flåtealder ned marginen på shippingvirksomheten. Med disse momentene tatt i betraktning, budsjetteres en margineksponasjon fra tidsvektet gjennomsnitt til 10% ved høykonjunktoren i 2019, før marginen konvergerer mot en steady state-margin på 8,5%.

10.3.4 Netto finansiell gjeldsdel

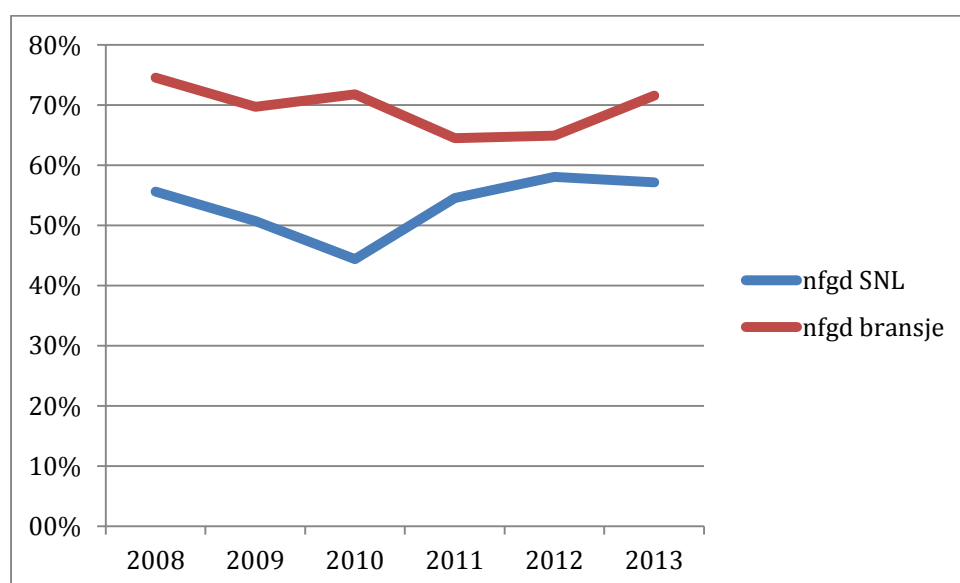
Finansielle eiendeler og finansiell gjeld behandles gjennom direkte budsjettering av netto finansiell gjeld. Det er flere årsaker til dette. Først og fremst er det ett av to alternativer som anbefales av Knivsflå (2015). I tillegg har jeg, som tidligere nevnt, modellert driftsrelaterte kontanter til å utgjøre 5% av driftsinntektene. Dette medfører at finansielle kontanter – og med det finansielle eiendeler – blir en negativ størrelse. Netto finansiell gjeld blir ikke påvirket i særlig stor grad, og det er da best å analysere netto finansiell gjeld som helhet.

Netto finansiell gjeldsdel er netto finansiell gjeld som andel av netto driftskapital. Denne størrelsen indikerer hvordan kapitalstrukturen er sammensatt. Jo høyere netto finansiell gjeldsdel, desto høyere er belåningen i selskapet.

Netto finansiell gjeldsdel i Stolt-Nielsen og bransjen har vært som følger.

	2008	2009	2010	2011	2012	2013
nfgd SNL	55,6%	50,7%	44,4%	54,6%	58,1%	57,2%
nfgd bransje	74,6%	69,7%	71,8%	64,5%	65,0%	71,6%

Tabell 35: Netto finansiell gjeldsdel Stolt-Nielsen og bransje 2008-2013.



Figur 20: Netto finansiell gjeldsdel Stolt-Nielsen og bransje 2008-2013.

Netto finansiell gjeldsdel øker som følge av justeringen for operasjonelle leieavtaler ettersom langsiktig finansiell gjeld øker, mens egenkapital er uendret. I dette tilfellet gir det en økning i netto finansiell gjeldsdel på ca. 3 prosentpoeng i 2013. Dette er verdier som genererer varige økonomiske fordeler, og for verdsettelsesformål skal den høyere netto finansielle gjeldsdelen reflekteres i fremtidsregnskapet.

Stolt-Nielsens netto finansielle gjeldsgrad har ligget i overkant av 50% bortsett fra i 2010. Selskapet har en gjennomgående lavere belåning enn bransjen. For å predikere fremtidig netto finansiell gjeldsdel er det imidlertid grunn til å legge mindre vekt på bransjen. Det er forsket mye på kapitalstruktur, og teorien på området spriker. Mange av momentene som inngår i vurderingen av en optimal kapitalstruktur ligger

imidlertid på det selskapsspesifikke plan. Den klassiske avveiningen er mellom skattefordel ved gjeld og konkurskostnader. I tillegg kommer indirekte kostnader ved gjeld, som eksempelvis å måtte gi opp lønnsomme investeringer eller å måtte kutte utbyttebetaling (Stamland, 2014).

Poenget med dette er å illustrere at selskapsspesifikke forhold i Stolt-Nielsen blir svært avgjørende for fremtidig netto finansiell gjeldsdel. Mange av momentene for å bestemme kapitalstruktur vil være lik for andre aktører i bransjen, og dermed kan bransjegjennomsnittet også gi en god pekepinn. Uansett, velges det her å fokusere på selskapsspesifikke forhold i Stolt-Nielsen. Ettersom netto finansiell gjeldsdel for 2013 på 57,2% ligger i området hvor den historisk har beveget seg samt at selskapet ikke uttrykker planer om store endringer i kapitalstruktur fremover, settes fremtidig netto finansiell gjeldsdel i budsjettperioden konstant lik 57,2%.

10.3.5 Netto finansiell gjeldsrente

For å oppnå konsistens med netto finansiell gjeld velges også enkel budsjettering av netto finanskostnad. I tråd med tidligere diskusjon, er det naturlig å forvente at selskaper ikke skaper verdi i finansmarkedet når dette ikke er en del av kjernevirksomheten. Netto finansiell gjeldsrente settes derfor lik netto finansielt gjeldskrav, slik at finansieringsfordelen blir lik 0. Fremtidig netto finansielt gjeldskrav fastsettes i delkapittel 11.2.

10.3.6 Minoritetsdel

Minoritetsdelen i Stolt-Nielsen er liten, men har økt de siste årene, hvilket fremgår av tabell 36.

	2008	2009	2010	2011	2012	2013
mid SNL	0,10%	0,10%	0,11%	0,29%	0,36%	0,57%

Tabell 36: Minoritetsdel Stolt-Nielsen 2008-2013.

Det er ingen forhold i selskapets tilgjengelige rapporter om at andelen minoritetsinteresser skal endres drastisk fremover. Det skal imidlertid sies at selskapets strategi om å diversifisere virksomheten kan gi opphav til datterselskaper.

Uansett, budsjetteres det med en fremtidig konstant minoritetsdel på 0,57%, som i 2013, på samme måte som for netto finansiell gjeldsdel.

10.3.7 Netto minoritetsrentabilitet

Netto minoritetsrentabilitet har svinget mye i analyseperioden, som illustrert ved følgende tabell.

	2009	2010	2011	2012	2013
mir SNL	9,6%	-0,6%	6,8%	29,2%	-35,6%

Tabell 37: Netto minoritetsrentabilitet 2009-2013.

Netto minoritetsrentabilitet avviker klart fra minoritetskravet, som settes likt egenkapitalkravet, i enkelte år. Dette tyder på at minoritetsinteressenes virkelige verdi er ulik bokført verdi. Det er imidlertid ikke grunnlag for å modellere en strategisk fordel eller ulempe knyttet til minoritetsinteresser. Dermed budsjetteres det med netto minoritetsrentabilitet lik minoritetskravet, som igjen settes lik egenkapitalkravet. Fremtidig egenkapitalkrav fastsettes i delkapittel 11.1.

Alt i alt utgjør følgende 7 budsjett drivere grunnlaget for fremtidsregnskapet.

Budsjett drivere	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023 (=T)	T+1	T+2
div	1,8%	2,0%	2,2%	2,4%	2,6%	2,8%	2,6%	2,4%	2,2%	2,0%	2,0%	2,0%
onde	0,61	0,61	0,61	0,61	0,61	0,61	0,61	0,61	0,61	0,61	0,61	0,61
ndm	7,8%	8,0%	8,5%	9,0%	9,5%	10,0%	9,5%	9,0%	8,8%	8,5%	8,5%	8,5%
nfgd	57,2%	57,2%	57,2%	57,2%	57,2%	57,2%	57,2%	57,2%	57,2%	57,2%	57,2%	57,2%
nfgr	4,3%	4,4%	4,3%	4,4%	4,6%	4,7%	4,8%	5,0%	5,1%	5,5%	5,5%	5,5%
mid	0,57%	0,57%	0,57%	0,57%	0,57%	0,57%	0,57%	0,57%	0,57%	0,57%	0,57%	0,57%
mir	6,72%	6,87%	7,02%	7,16%	7,31%	7,45%	7,60%	7,75%	7,89%	7,94%	7,97%	7,97%

Tabell 38: Budsjett drivere for fremtidsregnskapet.

10.4 Budsjettert fremtidsregnskap

Først følger budsjettert balanse for netto driftskapital i fremtidsregnskapet.

For årsslutt 30. november (i tusen dollar)	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023 (=T)	T+1	T+2
Netto driftseiendeler	3538370	3609137	3688538	3777063	3875267	3983774	4087353	4185449	4277529	4363079	4450341	4539348
Egenkapital	1494978	1524293	1557828	1595216	1636691	1682519	1726264	1767694	1806584	1842715	1879570	1917161
Minoritetsinteresser	20017	20417	20867	21367	21923	22537	23123	23678	24199	24683	25176	25680
Netto finansiell gjeld	2023375	2064427	2109844	2160480	2216653	2278719	2337966	2394077	2446746	2495681	2545595	2596507
Netto driftskapital	3538370	3609137	3688538	3777063	3875267	3983774	4087353	4185449	4277529	4363079	4450341	4539348

Tabell 39: Budsjettert balanse netto driftskapital fremtidsregnskap.

Det budsjetteres til og med T+2 for å markere at selskapet er i steady state.

Kapitalstørrelsene budsjetteres gjennom budsjettdriveren omløpshastighet til netto driftseiendeler. Netto driftseiendeler avhenger dermed av neste periodes driftsinntekter. For å oppnå budsjettering av netto driftseiendeler i T+2 fremskrives de med kapitalveksten i steady state på 2%, som er lik driftsinntektsveksten i steady state.

Kapitalstørrelsene vokser jevnt i takt med driftsinntektene ettersom disse er linket gjennom en konstant omløpshastighet. Historiske balansetall har vist at Stolt-Nielsen er et modent selskap med stabil kapitalvekst. Denne karakteristikken forventes også for fremtiden, hvilket er innarbeidet i budsjettet gjennom en jevn vekstbane.

Egenkapital fastsettes residualt, som differansen mellom netto driftseiendeler og minoritetsinteresser og netto finansiell gjeld.

Videre følger budsjettert resultatregnskap.

For årsslutt 30. november (i tusen dollar)	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023 (=T)	T+1	T+2
Driftsinntekter	2137310	2175782	2219298	2268122	2322557	2382944	2449666	2513357	2573678	2630299	2682905	2736563
Netto driftsresultat	166710	174063	188640	204131	220643	238294	232718	226202	226484	223575	228047	232608
Netto finanskostnad	90559	89312	87945	92960	98345	104138	110381	116664	122960	134196	137487	140237
Netto minoritetsresultat	1427	1390	1448	1510	1577	1650	1730	1808	1886	1940	1984	2024
Nettoresultat til egenkapital	74724	83361	99248	109661	120720	132506	120608	107729	101638	87440	88575	90347
Unormalt resultat	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Fullstendig nettoresultat til egenkapital	74724	83361	99248	109661	120720	132506	120608	107729	101638	87440	88575	90347
Netto betalt utbytte (residual størrelse)	168449	54045	65714	72273	79245	86678	76862	66299	62748	51308	51721	52756
Endring i egenkapital	-93724	29316	33534	37388	41476	45827	43745	41430	38889	36132	36854	37591

Tabell 40: Budsjettert resultatregnskap fremtidsregnskap.

Driftsinntektene vokser i takt med den modellerte konjunkturen og er hoveddriveren i det budsjettede resultatregnskapet. Netto driftsresultat vokser til og med 2019, da toppen av høykonjunkturen inntreffer. Både netto driftsmargin og netto driftsresultat

faller så mot slutten av budsjettperioden, det vil si frem til og med 2023. Etter dette kommer steady state, og netto driftsresultat vokser i takt med steady state-veksten på 2%. Netto betalt utbytte fastsettes residualt som differansen mellom fullstendig nettoresultat til egenkapital og endring i egenkapital.

For årsslutt 30. november (i tusen dollar)	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023 (=T)	T+1	T+2
Netto driftsresultat	166710	174063	188640	204131	220643	238294	232718	226202	226484	223575	228047	232608
Endring i netto driftseiendeler	-172148	70767	79401	88525	98204	108507	103578	98096	92080	85551	87262	89007
Fri kontantstrøm fra drift	338859	103295	109239	115606	122439	129787	129140	128106	134404	138025	140785	143601
Netto finanskostnad	90559	89312	87945	92960	98345	104138	110381	116664	122960	134196	137487	140237
Endring i netto finansiell gjeld	-98441	41051	45417	50636	56172	62066	59247	56111	52670	48935	49914	50912
Netto minoritetsresultat	1427	1390	1448	1510	1577	1650	1730	1808	1886	1940	1984	2024
Endring i minoritetsinteresser	-974	400	449	501	556	614	586	555	521	484	494	504
Fri kontantstrøm til egenkapital	147458	54045	65714	72273	79245	86678	76862	66299	62748	51308	51721	52756

Tabell 41: Budsjettert fri kontantstrøm fremtidsregnskap.

Netto driftsresultat forventes å være positivt gjennom hele budsjettperioden, hvilket harmonerer med historiske tall. Det investeres kontinuerlig i netto driftseiendeler, men fri kontantstrøm fra drift er positiv. Det er så vidt nok til å dekke netto finanskostnad. Likevel er det en jevn økning i netto finansiell gjeld, og fri kontantstrøm til egenkapital blir dermed positiv over hele budsjetthorisonen.

11 Fremtidskrav og strategisk fordel

11.1 Egenkapitalkrav

Fremtidig egenkapitalkrav fastsettes med basis i kapitalverdimodellen, med justering for eventuell illikviditetspremie og utbytteskatt. Sammenhengen er som følger.

$$ekk = \frac{r_f \cdot (1 - s) + \beta_{EK} \cdot mrp + likv_{EK}}{(1 - \tau)}$$

Formel 22: Fremtidig egenkapitalkrav.

Med effektiv utbytteskatt med i formelen forutsettes det at det betales konstant dividende i all fremtid og at eierne må betale utbytteskatt. Skatten er ikke systematisk, men skaper vridninger ettersom visse investorer er fritatt fra den. Den effektive utbytteskatten vil være mye mindre enn norsk skattesats på 27% ettersom selskaper og utenlandske investorer er fritatt samt at mange investorer tilpasser seg for å unngå den. Det er derfor kun norske privatpersoner som betaler eierskatt (Knivsflå, 2015n). Majoriteten av selskapet eies av selskapet Fiducia, som indirekte representerer Stolt-Nielsen-familien. Ellers er det bare selskaper som er blant de største aksjonærene (4-traders, 2015). Derfor settes utbytteskatt lik 0.

11.1.1 Risikofri rente

Knivsflå (2015n) peker på at risikofri rente følger mean reversion, det vil si at den vender tilbake mot et langsiktig gjennomsnitt. Estimert på en "normalrente" kan finnes ved å vekte historisk månedlig NIBOR og dagens 10-års statsobligasjonsrente.

		Vekting
Gjennomsnittlig månedlig NIBOR 1996-2014	4,1%	0,67
Rente på 10-årig norsk statsobligasjon	1,6%	0,33
Estimat på "normalrente"	3,3%	
Skattesats	27%	
Normalrente etter skatt	2,4%	

Tabell 42: Normalrente etter skatt.

Normalrenten er nesten to prosentpoeng høyere enn dagens rente, og derfor vil tilbakevendingen ta tid. Det forutsettes at dagens rente på 1,56% gradvis konvergerer mot normalrenten i budsjettperioden og når 3,3% i steady state i 2023.

Dette gir følgende utvikling i risikofri rente.

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023 (=T)	T+1	T+2
Risikofri rente	1,6%	1,8%	2,0%	2,2%	2,4%	2,6%	2,8%	3,0%	3,2%	3,3%	3,3%	3,3%
Risikofri rente etter skatt	1,2%	1,3%	1,5%	1,6%	1,8%	1,9%	2,0%	2,2%	2,3%	2,4%	2,4%	2,4%

Tabell 43: Risikofri rente for fremtidsregnskapet.

11.1.2 Egenkapitalbeta

Stolt-Nielsens egenkapitalbeta for 2013 ble funnet til å være 1,04. Denne vil imidlertid i fremtiden variere med blant annet kapitalstruktur. Netto driftsbeta reflekterer selskapets underliggende forretningsrisiko og vil derimot kunne forventes å holde seg konstant. Dette harmonerer med Modigliani og Millers teori om at selskapsverdi er uavhengig av finansiering. Som nevnt tidligere bygger denne teorien på til dels urealistiske forutsetninger. Uansett, er det plausibelt å forvente at netto driftsbeta er mer stabil enn egenkapitalbeta fremover. Fremtidig egenkapitalbeta finnes derfor ved å sette netto driftsbeta og netto finansiell gjeldsbeta konstant, mens egenkapitalbeta løses ut med hensyn på dette.

$$\beta_{EK} = \frac{\left[\beta_{NDK} - \beta_{NFG} \cdot \left(\frac{NFG}{NDK} \right) \right]}{\left(\frac{EK}{NDK} \right)}$$

Formel 23: Egenkapitalbeta.

Netto driftsbeta for 2013 var 0,56. Denne settes som konstant for hele budsjettperioden. Netto finansiell gjeldsbeta settes til 0,2, som er litt høyere enn Knivsfå (2015n) har brukt for Telenor (0,1) ettersom Stolt-Nielsen har en lavere syntetisk rating. Dette gir følgende egenkapitalbeta i budsjettperioden.

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023 (=T)	T+1	T+2
Egenkapitalbeta	1,04	1,05	1,05	1,05	1,05	1,05	1,05	1,05	1,05	1,05	1,05	1,05	1,05
Egenkapitalvekt	0,43	0,42	0,42	0,42	0,42	0,42	0,42	0,42	0,42	0,42	0,42	0,42	0,42
Netto finansiell gjeldsbeta	0,20	0,20	0,20	0,20	0,20	0,20	0,20	0,20	0,20	0,20	0,20	0,20	0,20
Netto finansiell gjeldsvekt	0,57	0,57	0,57	0,57	0,57	0,57	0,57	0,57	0,57	0,57	0,57	0,57	0,57
Netto driftsbeta	0,56	0,56	0,56	0,56	0,56	0,56	0,56	0,56	0,56	0,56	0,56	0,56	0,56

Tabell 44: Egenkapitalbeta for fremtidsregnskapet.

Da kan fremtidig egenkapitalkrav beregnes. Illikviditetspremien settes lik 0, som i fastsettelsen av historisk egenkapitalkrav. Effektiv utbytteskatt settes også lik 0, hvilket gir følgende egenkapitalkrav for budsjettperioden.

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023 (=T)	T+1	T+2
Risikofri rente etter skatt	1,2%	1,2%	1,3%	1,5%	1,6%	1,8%	1,9%	2,0%	2,2%	2,3%	2,4%	2,4%	2,4%
Egenkapitalbeta	1,04	1,05	1,05	1,05	1,05	1,05	1,05	1,05	1,05	1,05	1,05	1,05	1,05
Markedets risikopremie	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%
Illikviditetspremie	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Effektiv utbytteskatt	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Egenkapitalkrav	6,37%	6,40%	6,54%	6,69%	6,84%	6,98%	7,13%	7,27%	7,42%	7,57%	7,61%	7,64%	7,64%

Tabell 45: Egenkapitalkrav for fremtidsregnskapet.

Som nevnt, brukes dette også som fremtidig krav for minoritetsinteressene.

11.1.3 Markedets risikopremie

Forventet fremtidig markedspremie vil svinge med tiden. Investorer har også ulike forventninger basert på risikotoleranse og investeringsstil (Investopedia, 2015). Det forventes, i samsvar med Knivsflås (2015n) anbefaling, at markedets risikopremie er konstant i fremtiden da beste estimat er dagens nivå. Markedets risikopremie etter skatt settes dermed til 5% i hele budsjettperioden.

11.2 Netto finansielt gjeldskrav

Det velges enkel budsjettering av netto finansielt gjeldskrav, som i delkapittel 8.3.

Netto finansielt gjeldskrav består av risikofri rente etter skatt pluss en kredittrisikopremie i tillegg (Knivsflås, 2015n). Kredittrisikopremien i delkapittel 8.3 ble bestemt på grunnlag av selskapets syntetiske rating. Ratingen var veldig stabil i analyseperioden og forutsettes, i samsvar med strategisk analyse, å forbli det også i budsjettperioden.

En forskjell er imidlertid modelleringen av en opp- og nedgang i netto driftsmargin for å reflektere en konjunktursykel. Dette gir naturligvis utslag i netto driftsrentabilitet, som er en av faktorene for å avgjøre den syntetiske ratingen. Netto driftsrentabilitet øker først i budsjettperioden, for så å avta mot steady state. Dette taler for at kredittrisikopremien avtar i perioden 2014-2019 og øker igjen frem mot 2023. Tabellen nedenfor viser effekten på kredittrisikopremien og med det netto finansielt gjeldskrav.

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023 (=T)	T+1	T+2
Egenkapitalprosent	42,3%	42,2%	42,2%	42,2%	42,2%	42,2%	42,2%	42,2%	42,2%	42,2%	42,2%	42,2%
Netto driftsrentabilitet	4,5%	4,9%	5,2%	5,5%	5,8%	6,1%	5,8%	5,5%	5,4%	5,2%	5,2%	5,2%
Syntetisk rating	BB	BB	BB+	BB+	BB+	BB+	BB+	BB+	BB+	BB	BB	BB
Kredittrisikopremie	3,10%	3,10%	2,80%	2,80%	2,80%	2,80%	2,80%	2,80%	2,80%	3,10%	3,10%	3,10%

Tabell 46: Kredittrisikopremie for fremtidsregnskapet.

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023 (=T)	T+1	T+2
Risikofri rente etter skatt	1,2%	1,3%	1,5%	1,6%	1,8%	1,9%	2,0%	2,2%	2,3%	2,4%	2,4%	2,4%
Lang kredittrisikopremie etter skatt	3,1%	3,1%	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%	3,1%	3,1%	3,1%
Netto finansielt gjeldskrav	4,3%	4,4%	4,3%	4,4%	4,6%	4,7%	4,8%	5,0%	5,1%	5,5%	5,5%	5,5%

Tabell 47: Netto finansielt gjeldskrav for fremtidsregnskapet.

11.3 Netto driftskrav

Vekting av egenkapital- og netto finansielt gjeldskrav etter budsjettert balanse gir følgende fremtidige netto driftskrav.

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023 (=T)	T+1	T+2
Egenkapitalkrav	6,44%	6,59%	6,73%	6,88%	7,02%	7,17%	7,32%	7,46%	7,61%	7,66%	7,68%	7,68%
Egenkapitalvekt	42,3%	42,2%	42,2%	42,2%	42,2%	42,2%	42,2%	42,2%	42,2%	42,2%	42,2%	42,2%
Netto finansielt gjeldskrav	4,3%	4,4%	4,3%	4,4%	4,6%	4,7%	4,8%	5,0%	5,1%	5,5%	5,5%	5,5%
Netto finansiell gjeldsvekt	57,2%	57,2%	57,2%	57,2%	57,2%	57,2%	57,2%	57,2%	57,2%	57,2%	57,2%	57,2%
Netto driftskrav	5,2%	5,3%	5,3%	5,4%	5,6%	5,7%	5,9%	6,0%	6,2%	6,4%	6,4%	6,4%

Tabell 48: Netto driftskrav for fremtidsregnskapet.

11.4 Analyse av budsjett

Fremtidsregnskapet reflekterer funnene i den strategiske regnskapsanalysen. Strategisk fordel blir derfor fremskrevet på bakgrunn av historisk strategisk fordel samt viktige trekk for selskapet og bransjen i fremtiden. Videre gjøres en dekomponering for å få innsikt i hva som skaper den strategiske ulempen fremover.

11.4.1 Ren driftsfordel

Stolt-Nielsen har hatt en ren driftsulempe i gjennomsnitt over analyseperioden. Dette antas å fortsette og reflekterer vedvarende overkapasitet og negative strukturelle trekk i bransjen. Det modelleres likevel en bedring frem mot 2019 med en høyere driftsmargin, som gir en ren driftsfordel i toppen av konjunkturen.

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023 (=T)	T+1	T+2
Netto driftsrentabilitet	4,5%	4,9%	5,2%	5,5%	5,8%	6,1%	5,8%	5,5%	5,4%	5,2%	5,2%	5,2%
Netto driftskrav	5,2%	5,3%	5,3%	5,4%	5,6%	5,7%	5,9%	6,0%	6,2%	6,4%	6,4%	6,4%
Ren driftsfordel	-0,7%	-0,4%	-0,1%	0,1%	0,3%	0,4%	0,0%	-0,5%	-0,7%	-1,1%	-1,2%	-1,2%

Tabell 49: Ren driftsfordel for fremtidsregnskapet.

11.4.2 Gearingfordel drift

Gearingfordel drift er i dette tilfellet proporsjonal med ren driftsfordel gjennom hele budsjettperioden ettersom netto finansiell gjeldsgrad er konstant. Denne følger altså ren driftsfordel i budsjettperioden i takt med konjunkturen, hvilket er illustrert i følgende tabell.

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023 (=T)	T+1	T+2
Ren driftsfordel	-0,7%	-0,4%	-0,1%	0,1%	0,3%	0,4%	0,0%	-0,5%	-0,7%	-1,1%	-1,2%	-1,2%
Netto finansiell gjeldsgrad	1,35	1,35	1,35	1,35	1,35	1,35	1,35	1,35	1,35	1,35	1,35	1,35
Gearingfordel drift	-0,9%	-0,5%	-0,1%	0,1%	0,4%	0,6%	0,0%	-0,6%	-1,0%	-1,5%	-1,6%	-1,6%

Tabell 50: Gearingfordel drift for fremtidsregnskapet.

Som tidligere nevnt, er det en mulighet for at Stolt-Nielsens gearing øker i fremtiden som følge av store investeringer for å diversifisere. Fra likviditetsanalysen i kapittel 7.1 fremgår det at det ikke er så mye å hente i balansen. Store investeringer må derfor dekkes fra fremtidig kontantstrøm fra drift eller ved å hente kapital i markedet.

11.4.3 Finansieringsfordel

Finansieringsfordel settes lik 0 ettersom et kjemikalietankselskap verken kan forvente å skape eller ødelegge verdier i det konkurransedyktige finansmarkedet. Dette er illustrert i det følgende.

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023 (=T)	T+1	T+2
Netto finansiell gjeldsrente	4,3%	4,4%	4,3%	4,4%	4,6%	4,7%	4,8%	5,0%	5,1%	5,5%	5,5%	5,5%
Netto finansielt gjeldskrav	4,3%	4,4%	4,3%	4,4%	4,6%	4,7%	4,8%	5,0%	5,1%	5,5%	5,5%	5,5%
Finansieringsfordel	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Tabell 51: Finansieringsfordel for fremtidsregnskapet.

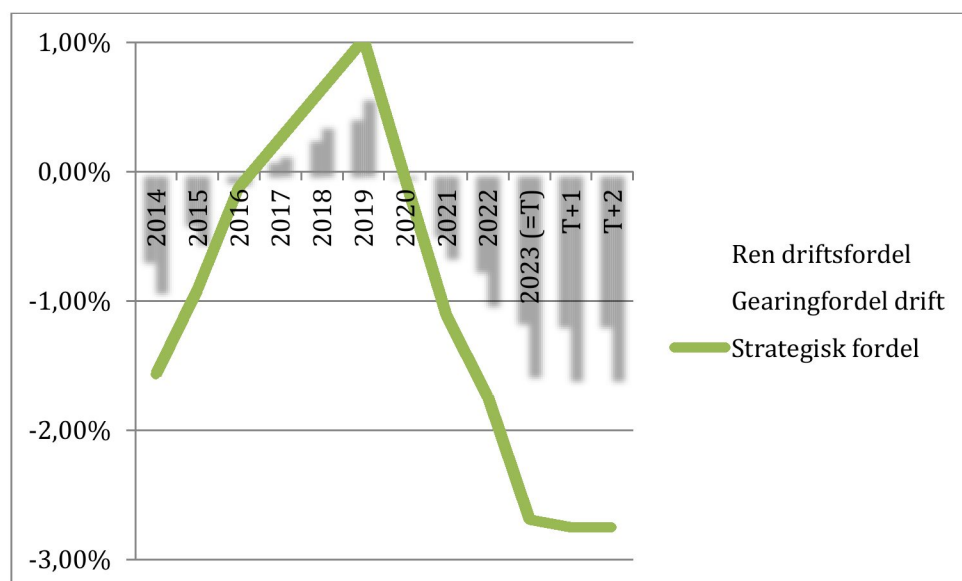
11.4.4 Oppsummering strategisk fordel

Strategisk fordel i budsjettet måles – som tidligere – ved rentabilitet på egenkapital utover kravet. Komponentene som utgjør strategisk fordel, er definert i kapittel 9.

Med en bedring i markedet frem mot 2019 vender strategisk fordel fra negativt til positivt terreng. Et nedadgående marked frem mot 2023 sørger imidlertid for at strategisk fordel er negativ i steady state. Følgende tabell og graf gir en oversikt over de ulike komponentene som til sammen utgjør strategisk fordel.

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023 (=T)	T+1	T+2
Ren driftsfordel	-0,7%	-0,4%	-0,1%	0,1%	0,3%	0,4%	0,0%	-0,5%	-0,7%	-1,1%	-1,2%	-1,2%
Gearingfordel drift	-0,9%	-0,5%	-0,1%	0,1%	0,4%	0,6%	0,0%	-0,6%	-1,0%	-1,5%	-1,6%	-1,6%
Strategisk fordel drift	-1,6%	-0,9%	-0,1%	0,3%	0,6%	1,0%	0,0%	-1,1%	-1,7%	-2,7%	-2,8%	-2,8%
Finansieringsfordel	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Strategisk fordel	-1,6%	-0,9%	-0,1%	0,3%	0,6%	1,0%	0,0%	-1,1%	-1,7%	-2,7%	-2,8%	-2,8%

Tabell 52: Dekomponering av strategisk fordel for fremtidsregnskapet.



Figur 21: Dekomponering av strategisk fordel for fremtidsregnskapet.

Det er modellert en varig strategisk ulempe i steady state for Stolt-Nielsen. Selv om selskapet historisk har hatt en ressursfordel over Odfjell, er det såpass negative utsikter i bransjen, det vil si en fremtidig bransjeulempe, at selskapet ikke klarer å levere avkastningen som kreves av aksjonærene. Selv om den strategiske ulempen i

steady state er større enn i dag, betyr ikke dette at budsjettdriverne er modellert mer pessimistisk i steady state enn i dag. Netto driftsmargin i steady state er tvert i mot satt marginalt høyere enn i dag. En større strategisk ulempe i steady state enn i dag skyldes i stedet at avkastningskravet stiger utover i budsjettperioden, drevet av en stigende risikofri rente fra dagens lave rentenivå. Dette stiller høyere krav til å skape verdier, og i en vanskelig bransje der aktørene selv melder om negative forhold, er det ikke urealistisk å modellere en varig strategisk ulempe i steady state.

Når egenkapitaleiere ikke kompenseres for deres systematiske risiko, vil kapital på sikt trekkes ut av selskapet. Kapitalen sysselsettes så heller i investeringer som forventes å gi kompensasjon for den systematiske risikoen som tas (Bodie et. al., 2011).

Antagelsene som er gjort i forbindelse med utarbeidelsen av fremtidsregnskapet, påvirker den fundamentale verdsettelsen av Stolt-Nielsens egenkapital, som kommer i påfølgende kapittel.

12 Fundamental verdsettelse

12.1 Oversikt over metoder og modeller

Som beskrevet i kapittel 3.1, er det to hovedmetoder innen fundamental verdsettelse: egenkapital- og selskapskapitalmetoden. Egenkapitalmetoden innebærer direkte verdsettelse av egenkapitalen gjennom å diskontere kontantstrømmen til egenkapital med egenkapitalkravet. Selskapskapitalmetoden verdsetter egenkapitalen indirekte gjennom å diskontere kontantstrømmen til selskapskapital med selskapskapitalkravet, for så å trekke fra verdi av gjeld. De to metodene gir samme verdiestimat hvis kapitalkravene vektet etter virkelig verdi. Dette sikres gjennom verdikonvergensprosedyren (Knivsflå, 2015o).

I denne utredningen brukes netto driftskapital som mål på selskapskapital. Dette matches med tilhørende netto driftskrav som mål på selskapskapitalkrav.

Videre følger en teoretisk gjennomgang av tre modeller innen egenkapital- og selskapskapitalmetoden samt beregning av første verdiestimat basert på budsjetterte vekter.

12.2 Egenkapitalmetoden

Modellene innen egenkapitalmetoden verdsetter egenkapital direkte ved å diskontere kontantstrømmer til egenkapital med egenkapitalkrav. Alle modellene innen denne metoden gir samme verdiestimat ved konsistent bruk – selv om kravene er basert på budsjetterte vekter (Knivsflå, 2015o).

Netto betalt utbytte-modellen beskrives ikke i denne utredningen ettersom netto betalt utbytte i fremtidsregnskapet er modellert lik fri kontantstrøm til egenkapital, og dermed blir modellen helt lik fri kontantstrøm til egenkapital-modellen.

12.2.1 Fri kontantstrøm til egenkapital-modellen

$$VEK_0 = \sum_{t=1}^T \frac{E(FKE_t)}{(1 + ekk_1) \cdot \dots \cdot (1 + ekk_t)} + \frac{E(FKE_{T+2})}{(1 + ekk_1) \cdot \dots \cdot (1 + ekk_{T+1}) \cdot (ek_{T+1} - g)}$$

Formel 24: Fri kontantstrøm til egenkapital-modellen

I denne modellen er verdien til egenkapital i dag lik nåverdien av fremtidig fri kontantstrøm til egenkapital. Horisontverdien fastsettes ved hjelp av Gordons vekstformel, med antagelse om konstant vekst i fri kontantstrøm til egenkapital etter budsjettperioden (Knivsflå, 2015o).

Følgende tabell gir et første verdiesimat på Stolt-Nielsens egenkapital per 30. november 2013 etter fri kontantstrøm til egenkapital-modellen med budsjetterte kapitalvekter.

For årsslutt 30. november (i tusen dollar)	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023 (=T)	T+1	T+2
Fri kontantstrøm til egenkapital	147533	54117	65787	72348	79322	86757	76943	66382	62833	51395	51810	52846
1 + Egenkapitalkrav	1,064	1,066	1,067	1,069	1,070	1,072	1,073	1,075	1,076	1,077	1,077	1,077
Diskonteringsfaktor	1,064	1,134	1,211	1,294	1,385	1,484	1,593	1,712	1,842	1,983	2,135	2,299
Nåverdi	138610	47702	54332	55906	57272	58450	48305	38781	34113	25919	24264	22984
Nåverdi 2014-2024	583654											
Horisontvekst		2,0%										
Nåverdi horisontverdi	435710											
Verdi av egenkapital (USD)	1019364											
USD/NOK	7,82											
Verdi av egenkapital (NOK)	7971426											
Antall tusen utestående aksjer	64134											
Verdi per aksje (NOK)	124,29											

Tabell 53: Verdsettelse med fri kontantstrøm til egenkapital-modellen

Valutakursen er basert på gjeldende valutakurs da analysen ble gjennomført, og anvendes i hele denne utredningen. Antall utestående aksjer er hentet fra Oslo Børs sin hjemmeside (Oslo Børs, 2015).

12.2.2 Superprofitt til egenkapital-modellen

$$VEK_0 = EK_0 + \sum_{t=1}^T \frac{E(SPE_t)}{(1 + ekk_1) \cdot \dots \cdot (1 + ekk_t)} + \frac{E(SPE_{T+2})}{(1 + ekk_1) \cdot \dots \cdot (1 + ekk_{T+1}) \cdot (ek_{T+1} - g)}$$

Formel 25: Superprofitt til egenkapital-modellen

I denne modellen er verdien av egenkapital i dag lik balanseført egenkapital i dag pluss nåverdi av fremtidig superprofitt til egenkapital. Horisontverdien fastsettes ved hjelp av Gordons vekstformel, med antagelse om konstant vekst i superprofitt til

egenkapital etter budsjettperioden. Denne modellen kan lett kobles til strategisk fordel, som ble beregnet tidligere. Superprofitten er – som strategisk fordel - egenkapitalrentabiliteten over kravet. Strategisk fordel måles i prosent, mens superprofitten måles i et beløp. Koblingen til strategi gir at verdien av egenkapital er lik investert kapital pluss nåverdien av strategisk fordel (Knivsflå, 2015o). Fremtidig superprofitt er altså avgjørende for verdien, og påvirker med dette pris/bok-forholdet. Med fremtidig superprofitt er forholdet over 1, mens ved egenkapitalrentabilitet lavere enn kravet er pris/bok under 1 (Knivsflå, 2015).

Følgende tabell gir et første verdiesimat på Stolt-Nielsens egenkapital per 30. november 2013 etter superprofitt til egenkapital-modellen med budsjetterte kapitalvekter.

For årsslutt 30. november (i tusen dollar)	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023 (=T)	T+1	T+2
Nettoreultat til egenkapital		74800	83433	99321	109736	120797	132584	120688	107812	101723	87527	88664	90437
Egenkapital	1567711	1494978	1524293	1557828	1595216	1636691	1682519	1726264	1767694	1806584	1842715	1879570	1917161
Krav til avkastning på egenkapital		100923	98448	102604	107136	112036	117339	123081	128801	134473	138311	141525	144356
Superprofitt til egenkapital		-26124	-15016	-3283	2600	8761	15246	-2392	-20989	-32750	-50784	-52861	-53918
1 + Egenkapitalkrav		1,064	1,066	1,067	1,069	1,070	1,072	1,073	1,075	1,076	1,077	1,077	1,077
Diskonteringsfaktor		1,064	1,134	1,211	1,294	1,385	1,484	1,593	1,712	1,842	1,983	2,135	2,299
Nåverdi		-24544	-13236	-2711	2009	6326	10271	-1502	-12262	-17781	-25610	-24757	-23451
Nåverdi 2014-2024		-103795											
Horisontvekst		2,0%											
Nåverdi horisontverdi		-444552											
Verdi av egenkapital (USD)		1019364											
USD/NOK		7,82											
Verdi av egenkapital (NOK)		7971426											
Antall tusen utestående aksjer		64134											
Verdi per aksje (NOK)		124,29											

Tabell 54: Verdsettelse med superprofitt til egenkapital-modellen

Superprofitt til egenkapital er positiv i toppen av konjunktoren, men i de fleste av årene er den negativ. Verdsettelsen gir dermed et pris/bok-forhold under 1, hvilket fremgår av rimelighetssjekken av verdiesimatet i delkapittel 12.5.

12.2.3 Superprofittvekstmodellen (superprofitt til egenkapital)

$$VEK_0 = \frac{NRE_1}{ekk_1} + \frac{1}{ekk_1} \cdot \left\{ \sum_{t=2}^{T+1} \frac{\Delta SPE_t}{(1 + ekk_1) \cdot \dots \cdot (1 + ekk_{t-1})} + \frac{\Delta SPE_{T+2}}{(1 + ekk_1) \cdot \dots \cdot (1 + ekk_{T+1}) \cdot (ekk_{T+1} - g)} \right\}$$

Formel 26: Superprofittvekstmodellen (superprofitt til egenkapital).

I denne modellen er verdi av egenkapital i dag lik kapitalisert verdi av neste års nettoresultat til egenkapital uten vekst pluss nåverdien av fremtidig vekst. Nåverdi av

fremtidig vekst er positiv kun hvis den er lønnsom, det vil si at den fører til økt superprofitt. Horisontverdien fastsettes ved hjelp av Gordons vekstformel, med antagelse om konstant vekst i superprofittvekst etter budsjettperioden (Knivsflå, 2015o).

Superprofittvekstmodellen kobles gjerne til pris/fortjeneste-forholdet. Høy superprofittvekst gir høyere pris/fortjeneste enn normalt og omvendt for lav superprofittvekst (Knivsflå, 2015o).

Følgende tabell gir et første verdiesimat på Stolt-Nielsens egenkapital per 30. november 2013 etter superprofittvekstmodellen med budsjetterte kapitalvekter.

For årsslutt 30. november (i tusen dollar)	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023 (=T)	T+1	T+2
$(1 + ekk_t) \cdot SPE_t$	-27805	-15982	-3494	2768	9325	16227	-2546	-22340	-34859	-54053	-56264	-57390
- $(1 + ekk_t) \cdot SPE_{t-1}$		-27844	-16026	-3509	2783	9389	16361	-2571	-22585	-35258	-54684	-56921
/ $(1 + ekk_t)$		1,066	1,067	1,069	1,070	1,072	1,073	1,075	1,076	1,077	1,077	1,077
= Kravjustert endring i superprofitt til egenkapital		11129	11742	5872	6113	6381	-17618	-18397	-11406	-17459	-1467	-435
1 + Egenkapitalkrav	1,064	1,066	1,067	1,069	1,070	1,072	1,073	1,075	1,076	1,077	1,077	1,077
Diskonteringsfaktor		1,064	1,134	1,211	1,294	1,385	1,484	1,593	1,712	1,842	1,983	2,135
Nåverdi		10456	10350	4850	4724	4607	-11870	-11549	-6663	-9478	-740	-204
Kapitalisert verdi av neste års nettoresultat	1161914											
Nåverdi av fremtidig vekst	-142550											
Verdi av egenkapital (USD)	1019364											
USD/NOK	7,82											
Verdi av egenkapital (NOK)	7971426											
Antall tusen utestående aksjer	64134											
Verdi per aksje (NOK)	124,29											

Tabell 55: Verdsettelse med superprofittvekstmodellen (superprofitt til egenkapital).

Nåverdi av fremtidig vekst er negativ siden veksten ikke er lønnsom. Dette reduserer pris/fortjeneste-forholdet, som vurderes i delkapittel 12.5.

Alle modellene innen egenkapitalmetoden gir samme verdiesimat, men dette er feil ettersom avkastningskravene er basert på budsjetterte kapitalvekter. Det gir uansett et første verdiesimat, som benyttes som utgangspunkt for verdikonvergensprosedyren, der det vektet til virkelige verdier.

12.3 Selskapskapitalmetoden

Modellene innen selskapskapitalmetoden verdsetter egenkapitalen indirekte ved først å verdsette selskapskapital, for så å trekke fra verdi av gjeld og minoritetsinteresser. Vanlige mål på selskapskapital er sysselsatt kapital og netto driftskapital; i denne

Tabell 56: Verdsettelse med fri kontantstrøm fra drift-modellen

12.3.2 Superprofitt fra drift-modellen

$$VEK_0 = NDK_0 + \sum_{t=1}^T \frac{E(SPD_t)}{(1 + ndk_1) \cdot \dots \cdot (1 + ndk_t)} + \frac{E(SPD_{T+2})}{(1 + ndk_1) \cdot \dots \cdot (1 + ndk_{T+1}) \cdot (ndk_{T+1} - g)} - (VNF_{G_0} + VMI_0)$$

Formel 28: Superprofitt fra drift-modellen

I denne modellen er verdien av egenkapital i dag lik balanseført netto driftskapital i dag pluss nåverdi av fremtidig superprofitt fra drift, fratrukket verdi av netto finansiell gjeld og minoritetsinteresser. Horisontverdien fastsettes ved hjelp av Gordons vekstformel, med antagelse om konstant vekst i superprofitt fra drift etter budsjettperioden (Knivsflå, 2015p).

Følgende tabell gir et første verdiestimat på Stolt-Nielsens egenkapital per 30. november 2013 etter superprofitt fra drift-modellen med budsjetterte kapitalvekter.

For årsslutt 30. november (i tusen dollar)	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023 (=T)	T+1	T+2
Netto driftsresultat		166710	174063	188640	204131	220643	238294	232718	226202	226484	223575	228047	232608
Netto driftskapital	3710518,22	3538370	3609137	3688538	3777063	3875267	3983774	4087353	4185449	4277529	4363079	4450341	4539348
Krav til avkastning på netto driftskapital		191482	187748	190549	200096	210381	221477	233462	245466	257433	272507	279012	284593
Superprofitt til netto driftskapital		-24772	-13685	-1908	4035	10262	16817	-744	-19263	-30949	-48931	-50966	-51985
1 + Netto driftskrav		1,052	1,053	1,053	1,054	1,056	1,057	1,059	1,060	1,062	1,064	1,064	1,064
Diskonteringsfaktor		1,052	1,107	1,166	1,229	1,298	1,372	1,452	1,539	1,634	1,738	1,849	1,968
Nåverdi		-23557	-12358	-1637	3283	7908	12260	-512	-12514	-18941	-28152	-27560	-26422
Nåverdi 2014-2024		-101779											
Horisontvekst		2,0%											
Nåverdi horisontverdi		-639639											
Verdi av netto driftskapital (USD)		2969100											
Netto finansiell gjeld (USD)		2121816											
Minoritetsinteresser (USD)		20991											
Verdi av egenkapital (USD)		826293											
USD/NOK		7,82											
Verdi av egenkapital (NOK)		6461611											
Antall tusen utestående aksjer		64134											
Verdi per aksje (NOK)		100,75											

Tabell 57: Verdsettelse med superprofitt fra drift-modellen

12.3.3 Superprofittvekstmodellen (superprofitt fra drift)

$$VEK_0 = \frac{NDR_1}{ndk_1} + \frac{1}{ndk_1} \cdot \left\{ \sum_{t=2}^{T+1} \frac{\Delta SPD_t}{(1 + ndk_1) \cdot \dots \cdot (1 + ndk_{t-1})} + \frac{\Delta SPD_{T+2}}{(1 + ndk_1) \cdot \dots \cdot (1 + ndk_{T+1}) \cdot (ndk_{T+1} - g)} \right\} - (VNF_{G_0} + VMI_0)$$

Formel 29: Superprofittvekstmodellen (superprofitt fra drift).

I denne modellen er verdi av egenkapital i dag lik kapitalisert verdi av neste års netto driftsresultat uten vekst pluss nåverdien av fremtidig vekst, fratrukket verdi av netto finansiell gjeld og minoritetsinteresser. Nåverdi av fremtidig vekst er positiv kun hvis

den er lønnsom, det vil si at den fører til økt superprofitt. Horisontverdien fastsettes ved hjelp av Gordons vekstformel, med antagelse om konstant vekst i superprofittvekst etter budsjettperioden (Knivsflå, 2015p).

Følgende tabell gir et første verdiestimat på Stolt-Nielsens egenkapital per 30. november 2013 etter superprofittvekstmodellen med budsjetterte kapitalvekter.

For årsslutt 30. november (i tusen dollar)	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023 (=T)	T+1	T+2
$(1 + ndk_t) \cdot SPD_t$	-26051	-14391	-2007	4244	10791	17685	-782	-20257	-32546	-51456	-53596	-54668
- $(1 + ndk_t) \cdot SPD_{t-1}$		-26087	-14407	-2012	4260	10848	17803	-788	-20448	-32921	-52060	-54225
/ $(1 + ndk_t)$		1,053	1,053	1,054	1,056	1,057	1,059	1,060	1,062	1,064	1,064	1,064
= Kravjustert endring i superprofitt til netto driftskapital		11106	11779	5934	6187	6467	-17556	-18366	-11397	-17425	-1443	-416
1 + Netto driftskrav	1,052	1,053	1,053	1,054	1,056	1,057	1,059	1,060	1,062	1,064	1,064	1,064
Diskonteringsfaktor		1,052	1,107	1,166	1,229	1,298	1,372	1,452	1,539	1,634	1,738	1,849
Nåverdi		10561	10636	5090	5033	4984	-12798	-12648	-7404	-10664	-830	-225
Kapitalisert verdi av neste års netto driftsresultat	3230485											
Nåverdi av fremtidig vekst	-261385											
Verdi av netto driftskapital (USD)	2969100											
Netto finansiell gjeld (USD)	2121816											
Minoritetsinteresser (USD)	20991											
Verdi av egenkapital (USD)	826293											
USD/NOK	7,82											
Verdi av egenkapital (NOK)	6461611											
Antall tusen utestående aksjer	64134											
Verdi per aksje (NOK)	100,75											

Tabell 58: Verdsettelse med superprofittvekstmodellen (superprofitt fra drift).

De tre modellene innen selskapskapitalmetoden gir også samme verdiestimat.

12.4 Verdikonvergens

Egenkapital- og selskapskapitalmetoden gir derimot ulikt verdiestimat ettersom avkastningskrav er basert på budsjetterte vekter. Gjennomsnittlig verdiestimat etter egenkapital- og selskapskapitalmetoden brukes som utgangspunkt for verdikonvergensprosedyren. Følgende tabell viser første verdiestimat og avviket mellom de to metodene.

Modell	EK-metoden	SK-metoden
Fri kontantstrøm	124,29	100,75
Superprofitt	124,29	100,75
Superprofittvekst	124,29	100,75
Verdiestimat	124,29	100,75
Avvik	20,9%	
Gjennomsnittlig verdiestimat egenkapital (tUSD)	922828	
Gjennomsnittlig verdiestimat per aksje (NOK)	112,52	

Tabell 59: Verdiestimat egenkapital- og selskapskapitalmetode.

De to metodene er ekvivalente og gir samme verdiestimat når avkastningskravene er basert på kapital som er vektet etter virkelig verdi (Knivsflå, 2015p). Valg av verdsettelsesteknikk bestemmer ikke verdien av et selskap – det er det fremtidige kontantstrømmer som gjør (Kaldestad og Møller, 2011).

Verdikonvergensprosedyren innebærer sekvensiell oppdatering av egenkapital og netto driftskapital, til virkelig verdi. Netto finansiell gjeld holdes som i det budsjetterte fremtidsregnskapet da dette reflekterer virkelig verdi når det er forutsatt ingen finansieringsfordel. Dermed forblir netto finansielt gjeldskrav også konstant i verdikonvergensprosedyren.

Oppdaterte verdier for egenkapital og netto driftskapital får konsekvenser for netto driftskrav. For det første endres vektene i kravet. For det andre endres egenkapitalbeta, som avhenger av vektene for egenkapital og netto driftskapital. Netto driftskrav endrer seg dermed også sekvensielt i denne prosedyren.

Utgangspunktet for verdikonvergensprosedyren er det Knivsflå (2015p) omtaler som steg 0. Her brukes gjennomsnittlig verdi fra egenkapital- og selskapskapitalmetoden som første verdiestimat. Avviket mellom de to metodene er 20,9%, og gjennomsnittlig verdiestimat for egenkapital er 922828 tusen dollar eller 112,52 kroner per aksje.

Dette benyttes som verdiestimat på egenkapital i steg 1. Mer- eller mindre verdien i egenkapital i forhold til bokført egenkapital legges til i det verdijusterte budsjettet, slik at verdijustert netto driftskapital endres. Netto finansiell gjeld og minoritetsinteresser endres ikke jf. tidligere antagelser.

Verdijustert netto driftsresultat beregnes så som produktet av inngående verdijustert netto driftskapital og netto driftskrav fra budsjettet.

Verdijustert netto driftskapital for de neste årene bestemmes av inngående verdijustert netto driftskapital pluss endring i netto driftskapital. Endring i netto driftskapital er differansen mellom verdijustert netto driftsresultat og fri kontantstrøm fra drift, hvor sistnevnte holdes konstant.

Verdijustert egenkapital for de neste årene fastsettes residualt etter at verdijustert netto driftskapital, netto finansiell gjeld og minoritetsinteresser er bestemt. De oppdaterte kapitalvektene gir som nevnt utslag i egenkapitalbeta. For år 2013 settes kapitalvektene til gjennomsnittet av kapitalvektene i det verdijusterte fremtidsregnskapet. Med en egenkapitalbeta i 2013 på 1,04 og en antagelse om netto finansiell gjeldsbeta på 0,2, blir netto driftsbeta 0,43. Denne settes som konstant i hele budsjettperioden, hvilket gjør at man kan løse ut egenkapitalbeta residualt. Oppdaterte betaestimat fra steg 1 er illustrert i følgende tabell.

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023 (=T)	T+1	T+2
Egenkapitalbeta	1,04	0,96	0,98	0,99	1,00	1,01	1,04	1,07	1,09	1,10	1,10	1,10	1,09
Egenkapitalvekt	0,28	0,31	0,30	0,30	0,29	0,29	0,28	0,27	0,26	0,26	0,26	0,26	0,26
Netto finansiell gjeldsbeta	0,20	0,20	0,20	0,20	0,20	0,20	0,20	0,20	0,20	0,20	0,20	0,20	0,20
Netto finansiell gjeldsvekt	0,72	0,69	0,70	0,70	0,71	0,71	0,72	0,73	0,74	0,74	0,74	0,74	0,74
Netto driftsbeta	0,43	0,43	0,43	0,43	0,43	0,43	0,43	0,43	0,43	0,43	0,43	0,43	0,43

Tabell 60: Egenkapitalbeta med oppdaterte kapitalvekter fra steg 1.

Justeringer i kapitalvekter og betaestimat medfører endringer i avkastningskrav.

Følgende tabell viser oppdaterte avkastningskrav fra steg 1.

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023 (=T)	T+1	T+2
Risikofri rente	1,2%	1,2%	1,3%	1,5%	1,6%	1,8%	1,9%	2,0%	2,2%	2,3%	2,4%	2,4%	2,4%
Egenkapitalbeta	1,04	0,96	0,98	0,99	1,00	1,01	1,04	1,07	1,09	1,10	1,10	1,10	1,09
Markedets risikopremie	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%
Egenkapitalkrav	6,37%	5,96%	6,22%	6,39%	6,60%	6,83%	7,08%	7,37%	7,62%	7,82%	7,90%	7,90%	7,87%
Egenkapitalvekt	0,28	0,31	0,30	0,30	0,29	0,29	0,28	0,27	0,26	0,26	0,26	0,26	0,26
Netto finansielt gjeldskrav	4,3%	4,3%	4,4%	4,3%	4,4%	4,6%	4,7%	4,8%	5,0%	5,1%	5,5%	5,5%	5,5%
Netto finansiell gjeldsvekt	0,72	0,69	0,70	0,70	0,71	0,71	0,72	0,73	0,74	0,74	0,74	0,74	0,74
Netto driftskrav	4,85%	4,79%	4,95%	4,89%	5,05%	5,20%	5,36%	5,53%	5,68%	5,83%	6,11%	6,13%	6,13%

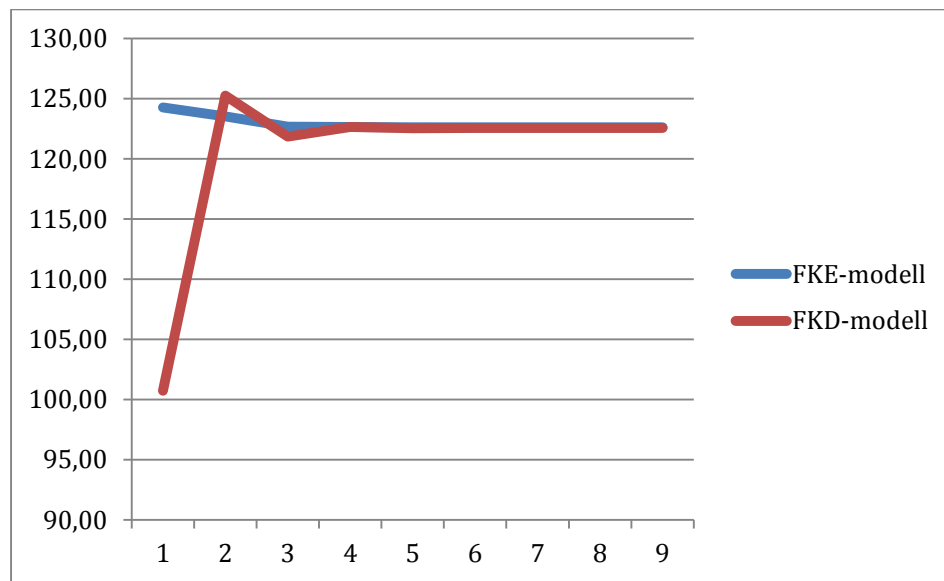
Tabell 61: Oppdaterte avkastningskrav fra steg 1.

Når hele det verdijusterte fremtidsregnskapet er budsjettert og krav er oppdatert, estimeres nye verdier for egenkapital med egenkapital- og selskapskapitalmetoden. I forbindelse med verdikonvergensprosedyren brukes kun fri kontantstrøm-modellene innen de respektive metodene. Dette vurderes til å være tilstrekkelig ettersom ulike modeller innen de to metodene gir samme verdi. Gjennomsnittlig egenkapitalverdi med de to metodene i steg 1 benyttes så som verdiestimat for egenkapital i steg 2, og prosedyren nevnt ovenfor gjentas.

Prosedyren gjentas helt til verdiestimatet med de to metodene har konvergere mot samme verdi. Følgende graf og tabell viser estimatene for verdi per aksje og avviket mellom metodene i de ulike stegene i verdikonvergensprosedyren.

Steg	0	1	2	3	4	5	6	7	8
FKE-modell	124,29	123,54	122,69	122,66	122,64	122,64	122,64	122,64	122,64
FKD-modell	100,75	125,27	121,87	122,67	122,55	122,58	122,57	122,57	122,57
Avvik	20,92%	-1,39%	0,68%	-0,01%	0,08%	0,05%	0,06%	0,06%	0,06%

Tabell 62: Verdiestimat i verdikonvergensprosedyren.



Figur 22: Verdikonvergens.

Endelig verdi per aksje per 30. november 2013 er 122,60 kroner basert på min modell og tilhørende forutsetninger. Dette er en signifikant økning fra første verdiestimat per aksje med budsjetterte kapitalvekter på 112,52 kroner. En stor effekt ved vekting til virkelig verdi i dette tilfellet er at netto finansiell gjeldsvekt øker og egenkapitalvekt reduseres. Etersom egenkapitalkravet er høyere enn netto finansielt gjeldskrav, medfører dette en reduksjon i netto driftskrav og med dette økt verdi siden fri kontantstrøm er konstant.

Verdiestimatet kan flyttes frem i tid ved hjelp av følgende sammenheng (Knivsflå, 2015q).

$$VEK_{0+N} = (1 + ekk_{1/0})^{N/12} \cdot VEK_0 \pm BUT_{0+N}$$

Formel 30: Flytting av verdiestimat.

Verdi på tid = 0 (VEK_0) flyttes frem ved hjelp av egenkapitalkravet (ekkk) ettersom dette er kravet for hva egenkapitalen skal kaste av seg og dermed vokse med. N er antall måneder verdiestimatet skal flyttes frem. BUT_{0+N} er netto betalt utbytte i intervallet mellom tid = 0 og tid = N . Hvis det utbetales utbytte i dette intervallet, trekkes dette fra.

Verdien per 30. november 2013 flyttes frem 18 måneder for å reflektere verdien i dag. Dette gir en verdi per aksje på 123,07 kroner. Her er det fratrukket utbytte på 1,5 dollar per aksje, som er utbetalt utbytte i løpet av disse 18 månedene.

Når det gjelder konkurrisiko, er dette tatt hensyn til i budsjetteringen av fremtidsregnskapet. Formlene for de ulike verdsettelsene uttrykker at det er forventede kontantstrømmer som skal diskonteres. Konkursrisikoen i Stolt-Nielsen ble avdekket i risikoanalysen til å være lav, men likevel er det en halerisiko som er reflektert i forventede kontantstrømmer og risikojusterte avkastningskrav.

12.5 Implisitt multippelprising

For å vurdere verdsettelsens rimelighet ses verdien i forhold til fundamentale faktorer som bokført egenkapital og fortjeneste med henholdsvis pris/bok og pris/fortjeneste.

Pris/bok er markedsverdi av egenkapital over bokført verdi av egenkapital. McKinseys verdsettelseslitteratur (Goedhart et. al., 2010) linker pris/bok-forholdet til egenkapitalrentabilitet, avkastningskrav og vekst. Særlig er differansen mellom egenkapitalrentabilitet og -krav veldig viktig.

$$\frac{P}{B} = \frac{ROE - g}{k - g}$$

Formel 31: Pris/bok.

Verdi i dag i forhold til bokført egenkapital ved regnskapsårsslutt 2013 er 0,64. Dette er lavere enn verdivektet gjennomsnittlig pris/bok for Oslo Børs de siste 10 årene på 1,46.

Med rentabilitet større enn kravet skal pris/bok være over 1, og omvendt for rentabilitet lavere enn kravet. Verdsettelsen gir en pris/bok som reflekterer at det ikke skapes verdier i Stolt-Nielsen, det vil si at egenkapitalrentabiliteten er lavere enn -kravet. Dette gjelder generelt for bransjen, i tråd med bransjeulempen, som ble avdekket i den strategiske analysen.

Pris/fortjeneste er verdi per aksje over fortjeneste per aksje. McKinseys nyeste verdsettelsesutgave (Goedhart et. al., 2010) linker pris/fortjeneste-forholdet til utbetalingsgrad, avkastningskrav og vekst. De fundamentale driverne for pris/fortjeneste-forholdet er altså hvor mye som holdes igjen i selskapet, risiko og vekst.

$$\frac{P_0}{EPS_1} = \frac{Utbetalingsgrad}{k_E - g}$$

Formel 32: Pris/fortjeneste

En høy utbetalingsgrad taler isolert sett for et høyt forhold, men medfører samtidig lavere vekst, som gir et lavere forhold. Høyere risiko taler for et lavere pris/fortjeneste-forhold ettersom investorer krever høyere kompensasjon.

Verdi i dag i forhold til fortjeneste i 2013 er 8,47. Dette er lavere enn gjennomsnittlig verdivektet pris/fortjeneste for Oslo Børs de siste 10 årene på 12,8. Hermanrud (2013) hevder at P/E i et normalår ligger rundt 15. Dette er selvfølgelig et røft estimat ettersom det vil variere mellom bransjer og selskaper.

Stolt-Nielsens implisitte pris/fortjeneste under snittet på Oslo Børs reflekterer den lave veksten i bransjen. Den lave veksten kommer ikke som følge av en høy utbetalingsgrad, men dårlige tider i bransjen. Dermed verdsettes Stolt-Nielsen til et lavt pris/fortjeneste-forhold.

Verdiestimatet på Stolt-Nielsen er lavere enn gjennomsnittet på Oslo Børs når det sammenlignes med bokført egenkapital og fortjeneste. Dette er imidlertid fornuftig ettersom det på basis av den strategiske regnskapsanalysen kan forventes lav

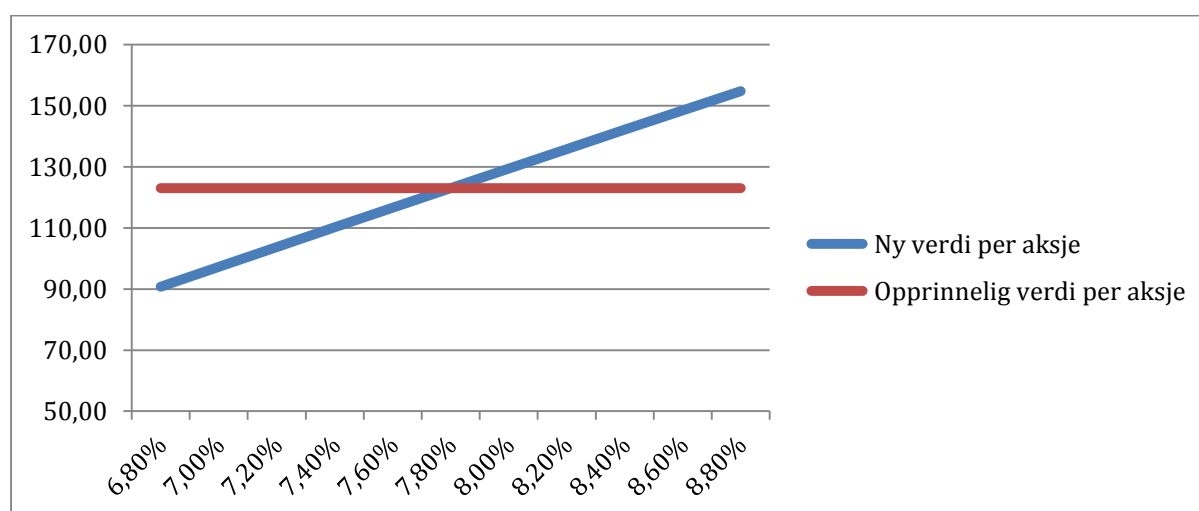
avkastning på egenkapital og lav vekst. Viktige årsaker til dette er krevende forhold i bransjen på grunn av sterk intern rivalisering og trussel fra nyetablering. Dette har gitt, og vil fortsette å gi, overkapasitet i bransjen med tilhørende lave rater.

12.6 Sensitivitetsanalyse

Sensitivitetsanalyse innebærer å synliggjøre usikkerhet gjennom analyse av viktige verdidriveres påvirkning på verdiestimatet. Analysene som følger, viser verdiestimatets sensitivitet til netto driftsmargin, omløpshastighet til netto driftseiendeler, markedets risikopremie og horisontvekst. Det er valgt endringsintervaller for disse variablene som er fornuftige basert på den strategiske regnskapsanalysen.

12.6.1 Base for netto driftsmargin

Den første sensitivitetsanalysen viser verdiestimatets variasjon med endring i basen for netto driftsmargin. Netto driftsmargin i hele budsjettperioden er modellert til å bevege seg i en bane ut fra basen. Med endring i basen flyttes hele kurven for fremtidig netto driftsmargin, og dermed endres også verdiestimatet. Følgende graf illustrerer verdiestimatets sensitivitet til netto driftsmargin.

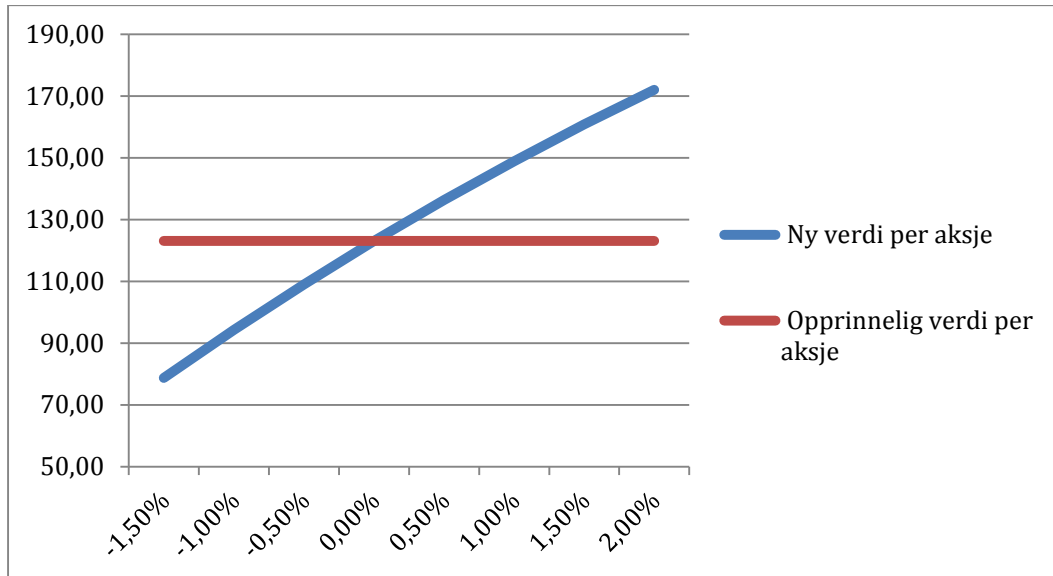


Figur 23: Sensitivitetsanalyse base netto driftsmargin.

Denne sensitivitetsanalysen viser verdi per aksje ved fornuftige verdier for base for netto driftsmargin. Verdiintervallet per aksje ligger fra 90 til 155 kroner.

12.6.2 Vekst i omløpshastighet til netto driftseiendeler

Omløpshastigheten til netto driftseiendeler er satt konstant i hele budsjettperioden, det vil si med vekst lik 0. Følgende graf viser verdiestimat per aksje med ulike forutsetninger for denne veksten.

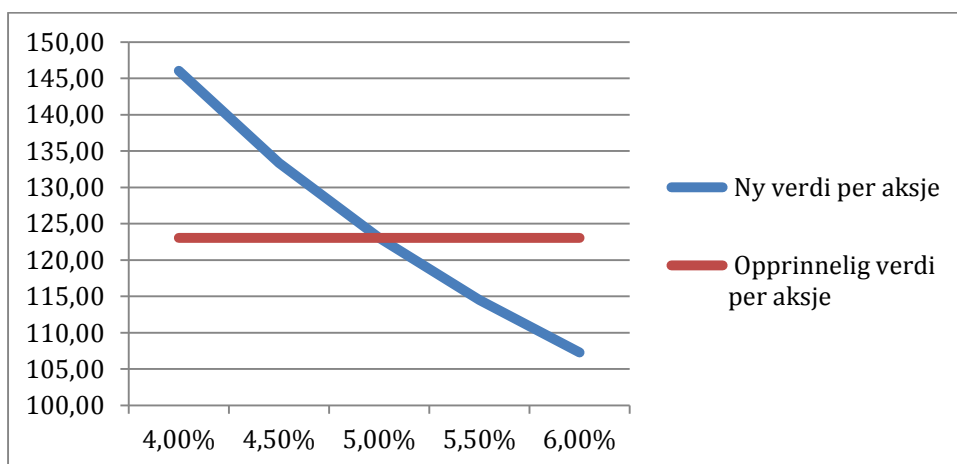


Figur 24: Sensitivitetsanalyse vekst i omløpshastighet til netto driftseiendeler.

Med vekst i omløpshastighet i området -1,5-2% svinger verdi per aksje mellom 78 og 172 kroner.

12.6.3 Markedets risikopremie

Markedets risikopremie er også en variabel det er knyttet usikkerhet til, både i dag og i fremtiden. Punkttestimatet er 5% jf. tidligere diskusjon. Grafen som følger, viser verdiestimatets sensitivitet til markedets risikopremie.



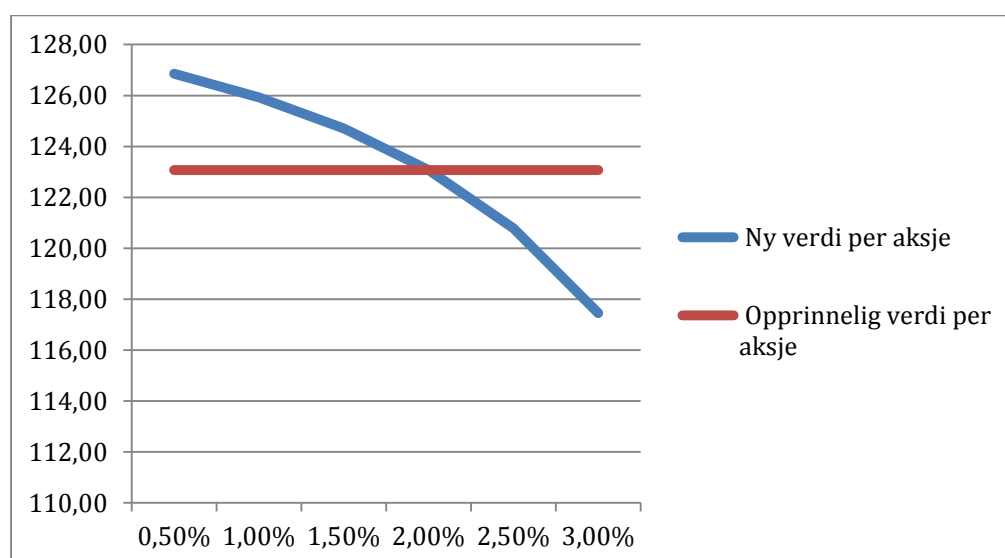
Figur 25: Sensitivitetsanalyse markedets risikopremie.

Markedets risikopremie er helt avgjørende for avkastningskravet når selskapets avkastning svinger til en viss grad i takt med markedet, hvilket gjelder for Stolt-Nielsen med egenkapitalbeta marginalt over 1. Denne sensitivitetsanalysen indikerer et fornuftig intervall for verdi per aksje ettersom veldig få bruker en risikopremie som er utenfor 4-6%. Dette intervallet for markedets risikopremie peker på en verdi per aksje mellom 107 og 146 kroner.

12.6.4 Horisontvekst

En annen kritisk budsjettdriver er den konstante veksten i steady state. Denne er veldig avgjørende for terminalverdien og dermed også totalverdien per aksje.

Følgende graf viser sammenhengen.



Figur 26: Sensitivitetsanalyse horisontvekst.

Verdiestimatet reduseres med økt konstant vekst på horisonten. Årsaken til dette er at selskapet forventes å ha en strategisk ulempe, det vil si avkastning på egenkapital som er lavere enn kravet. Vekst er kun lønnsomt hvis selskapet skaper verdier, hvilket ikke er tilfellet her. Sensitivitetsanalysen for horisontvekst peker på en verdi per aksje i intervallet 117-127 kroner.

12.6.5 Base for netto driftsmargin og vekst i omløpshastighet til netto driftseiendeler

Siste sensitivitetsanalyse tar for seg de to komponentene som utgjør netto driftsrentabilitet: netto driftsmargin og omløpshastighet til netto driftseiendeler. I en bransje hvor veksten bestemmes mye av en rateutvikling som i stor grad er utenfor hvert enkelt selskaps kontroll, blir avkastning på kapital en svært viktig driver (Goedhart et. al., 2010). Følgende tabell viser verdiestimatets sensitivitet til netto driftsmargin og omløpshastighet til netto driftseiendeler.

123,07	6,80%	7,00%	7,20%	7,40%	7,60%	7,80%	8,00%	8,20%	8,40%	8,60%	8,80%
-1,50%	46,48	52,93	59,50	65,88	72,32	78,75	85,17	91,58	97,97	104,34	110,69
-1,00%	61,91	68,41	74,90	81,38	87,84	94,28	100,70	107,10	113,48	119,84	126,18
-0,50%	76,69	83,21	89,70	96,17	102,62	109,05	115,45	121,84	128,20	134,55	140,87
0,00%	90,79	97,29	103,77	110,23	116,66	123,07	129,45	135,82	142,16	148,48	154,78
0,50%	104,19	110,67	117,13	123,56	129,97	136,35	142,72	149,05	155,37	161,67	167,95
1,00%	116,90	123,36	129,79	136,19	142,57	148,93	155,26	161,58	167,87	174,14	180,39
1,50%	128,94	135,37	141,77	148,14	154,50	160,83	167,13	173,42	179,69	185,93	192,16
2,00%	140,33	146,73	153,10	159,45	165,77	172,08	178,36	184,62	190,86	197,08	203,29

Tabell 63: Sensitivitetsanalyse base netto driftsmargin og vekst i omløpshastighet til netto driftseiendeler.

Det gule området indikerer de mest fornuftige estimater på verdi per aksje ettersom de i størst grad er i samsvar med den strategiske rentabilitetsanalysen. Et verdiintervall fra 102 til 142 kroner per aksje er derfor fornuftig når man ser på disse to budsjettdriverne separat. Dette harmonerer også godt med intervallet fra sensitivitetsanalysen for markedets risikopremie.

12.6.6 Oppsummering sensitivitetsanalyse

Alt i alt er det tydelig at verdiestimatet er sensitivt overfor kritiske budsjettdriverne. Fornuftige verdier for disse budsjettdriverne peker på et verdiintervall per aksje på 80-170 kroner. Med et litt strengere intervall for driverne, markert i gult i toveisanalysen, er 100-140 kroner per aksje et rimelig intervall.

12.7 Oppsummering fundamental verdsettelse

Den fundamentale verdsettelsen gir et verdiestimat per aksje i Stolt-Nielsen på 123,07 kroner. Estimater virker rimelig basert på en implisitt pris/bok og pris/fortjeneste på henholdsvis 0,64 og 8,47.

Sensitivitetsanalysene viser imidlertid at verdiestimatet er veldig sensitivt overfor kritiske budsjett drivere. Med snevre antakelser for budsjett driverne indikeres et verdiintervall fra 100-140 kroner per aksje. Med et større utfallsrom for verdier for budsjett driverne svinger derimot rimelige verdier per aksje fra 80 til 170 kroner.

13 Komparativ verdsettelse

For å oppnå ytterligere robusthet i verdiesestimater utføres en supplerende, komparativ verdsettelse i det følgende. Noen av estimatene som brukes nedenfor, er hentet fra DNBs siste selskapsrapport (DNB, 2015).

13.1 Multiplikatormetoden

Med denne markedsbaserte tilnærmingen baseres verdi på prising av sammenlignbare selskaper. Denne metoden er godt egnet for å estimere hva selskapet kan selges for i dag (Kaldestad og Møller, 2011).

Jo mer sammenlignbare selskaper man har, desto bedre egnet er denne verdsettelsesmetoden. Denne problemstillingen er drøftet tidligere, og også her brukes kun Odfjell til sammenligning. Dette harmonerer med Stolt-Nielsens klassifisering av kjemikalietankaktører, hvor Stolt-Nielsen og Odfjell skiller seg klart ut når det kommer til flåtestørrelse, global tilstedeværelse og kompleksitet i transporterte produkter (Stolt-Nielsen, 2014b).

13.1.1 Verdsettelse basert på Odfjell-multipler

Verdiesestimater på Stolt-Nielsens egenkapital etter multiplikatormetoden settes derfor basert på Odfjells multipler. For å justere for at Stolt-Nielsen har høyere egenkapitalandel, benyttes også multipler for selskapskapital (EV-multipler) ettersom disse multiplene er uavhengige av kapitalstruktur (Hermanrud, 2013).

Følgende tabell viser verdiesimater per Stolt-Nielsen-aksje basert på bruk av multipler for dagens prising av Odfjell.

	EV/Sales 2014	EV/EBITDA 2014	P/B 2014	P/E 2016e
Odfjell	1,33	14,1	0,49	5,5
Basis Stolt-Nielsen	2137900	389000	1429000	118648
Selskapskapital	2843407	5484900		
Netto finansiell gjeld	1820000	1820000		
Egenkapital (USD)	1023407	3664900	700210	652561
Verdi per aksje (NOK)	124,79	446,87	85,38	79,57

Tabell 64: Verdi per aksje basert på Odfjell-multipler.

Verdiene spriker veldig mye, og særlig vil de inntjeningsbaserte multiplene svinge mye på grunn av volatile resultater for Odfjell.

Verdiestimaten fra denne tabellen blir til ved å verdsette Stolt-Nielsen til samme multipler som Odfjell. Som tidligere nevnt, er dette ikke riktig hvis enkelte fundamentale drivere er ulike i de to selskapene. Eksempelvis, er egenkapitalrentabilitet en svært viktig faktor for pris/bok (P/B). Ettersom Stolt-Nielsen historisk har hatt en høyere avkastning på egenkapital enn Odfjell, rettferdiggjøres en høyere P/B, hvilket medfører at verdiestimatet på 85,38 kroner for lavt. I tillegg er multippelen mindre relevant ettersom kapitalstrukturen i de to selskapene er ulik.

For inntjeningsbaserte multipler (EV/EBITDA og P/E) er vekst i inntjening en sentral driver. Odfjells EV/EBITDA 14 er høy ettersom 2014 var et dårlig år for selskapet. Historien viser at EBITDA i Odfjell svinger veldig, og dette forventes også for 2015 med nær en dobling av EBITDA fra 2014. I Stolt-Nielsen forventes det en mer stabil vekst. I tillegg har Stolt-Nielsen en eldre skipsflåte enn Odfjell og dermed lavere kapitalproduktivitet. Dette taler også for at EV/EBITDA 14 skal derfor være lavere enn 14,1.

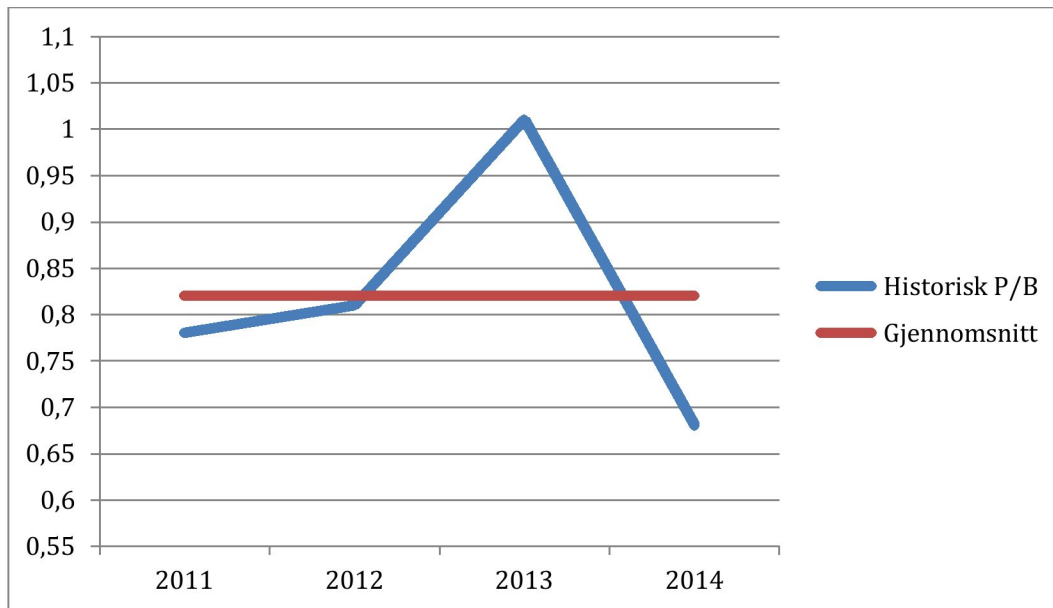
Stolt-Nielsen og Odfjell er likevel ganske like, og multiplikatormodellen gir derfor en viss pekepinn på verdien per aksje for Stolt-Nielsen.

13.1.2 Verdsettelse basert på historiske multipler for Stolt-Nielsen

En annen multippelanalyse, som kan gi et minst like godt verdiestimat, er sammenligning med historiske multipler for Stolt-Nielsen. Dette gir et bilde på markedets historiske prising av aksjen, og er relevant gitt at de fundamentale forholdene, som eksempelvis vekst og avkastning på kapital, ikke har endret seg for mye.

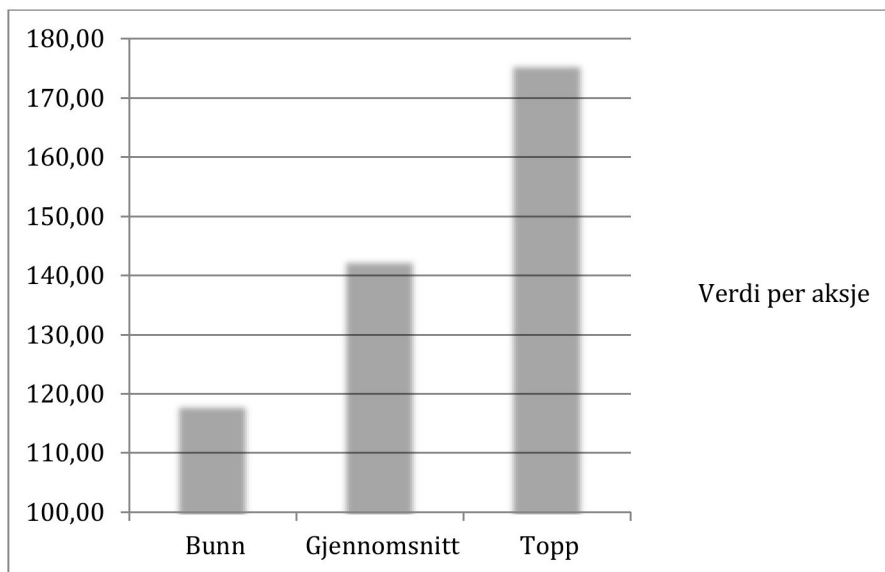
13.1.2.1 Pris/bok

Følgende graf viser markedets historiske prising av egenkapitalen i Stolt-Nielsen i forhold til bokført egenkapital.



Figur 27: Historisk pris/bok.

Prisingen har ligget like under 1 i denne perioden, hvilket indikerer at superprofitt på egenkapital har vært, og har forventet å forbli, negativ. Neste graf viser verdiintervallet per aksje basert på topp og bunn av historisk pris/bok.



Figur 28: Verdi per aksje basert på historisk pris/bok.

Verdiestimatet basert på gjennomsnittlig prising er 142,88 kroner, som er 16% høyere enn verdiestimatet fra den fundamentale verdsettelsen. Dette indikerer at den fundamentale verdsettelsen til en viss grad er i tråd med historisk prising av selskapet, hvilket bekrefter at verdiestimatet er rimelig. Forskjellen på 16% kan knyttes til en mer pessimistisk antagelse for egenkapitalrentabilitet enn hva som har

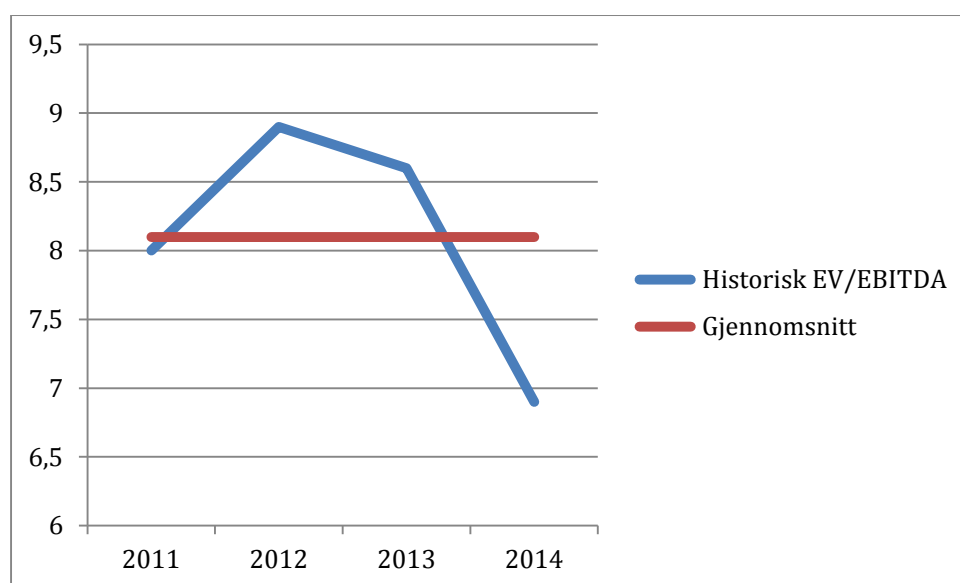
vært tilfellet i markedet historisk. Dette harmonerer med den strategiske analysen, som konkluderer med krevende bransjeforhold og tilhørende lav egenkapitalrentabilitet.

Den høyeste multippelen tilsier 175,98 kroner per aksje, mens den laveste prisingen gir 118,48 kroner per aksje. Den høyeste verdien er så vidt utenfor det bredeste verdiintervallet fra den fundamentale verdsettelsen, mens den laveste verdien er innenfor alle verdiintervallene og marginalt lavere enn punkttestimatet fra den fundamentale verdsettelsen på 123,07 kroner per aksje.

13.1.2.2 EV/EBITDA

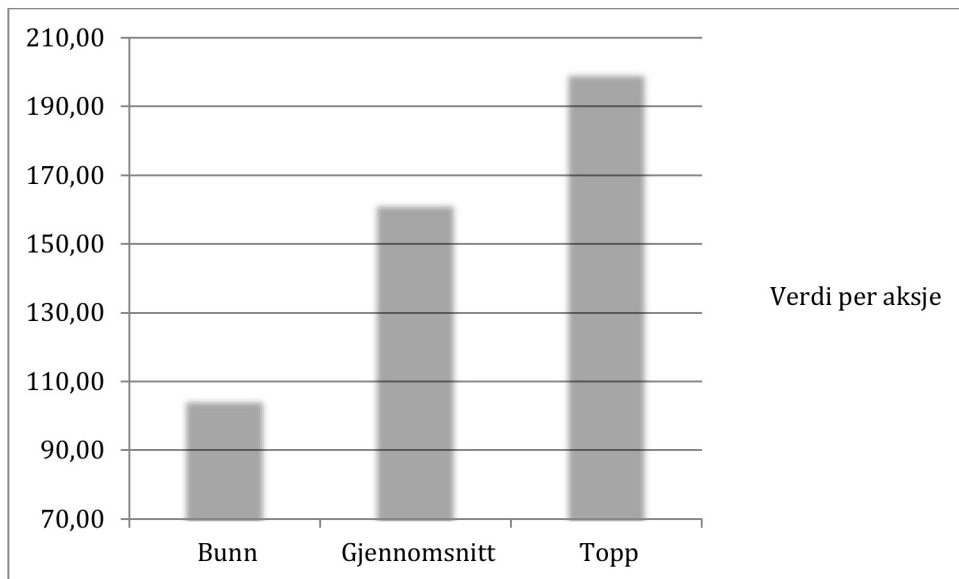
Den samme øvelsen gjøres også for inntjeningsbaserte multipler. Her er EV/EBITDA en gjenganger. Multiplene måler hvor mange års driftsresultat før renter, skatt og avskrivning som trengs for å "betale tilbake" selskapsverdien, det vil si at den reflekterer kapitalproduktivitet. Kapitalproduktivitet for et shippingselskap avhenger av gjenværende levetid på skipene ettersom de er mest produktive i tidlig alder (Hermanrud, 2013). En yngre flåte taler derfor for en høyere EV/EBITDA.

Følgende graf viser markedets historiske prising av selskapskapitalen i Stolt-Nielsen i forhold til driftsresultat før renter, skatt og avskrivning.



Figur 29: Historisk EV/EBITDA.

Multippelen har svinget mellom 6,9 og 8,9, med et gjennomsnitt på 8,1 i perioden 2011-2014. Dette gir følgende verdiintervall per Stolt-Nielsen-aksje.



Figur 30: Verdi per aksje basert på historisk EV/EBITDA.

Verdiestimatet basert på gjennomsnittlig prising er 162,28 kroner, som er 32% høyere enn verdiestimatet fra den fundamentale verdsettelsen. Den fundamentale verdsettelsen impliserer derfor en litt lavere EV/EBITDA enn gjennomsnittlig historisk prising. Selv om forskjellen ikke er veldig stor, kan den knyttes til mer pessimistiske antagelser for vekst og netto driftsrentabilitet fra min strategiske rentabilitetsanalyse enn hva som har vært tilfellet historisk i markedet. Disse faktorene er med å avgjøre EV/EBITDA, hvilket fremgår av følgende formel, der vekst og netto driftsrentabilitet er representert ved henholdsvis g og ROIC.

$$\frac{EV}{EBITDA} = \frac{(1 - T) \cdot \left(1 - \frac{g}{ROIC}\right)}{k - g}$$

Formel 33: EV/EBITDA.

I tillegg reflekterer det lavere verdiestimatet fra den fundamentale verdsettelsen at Stolt-Nielsen har en gammel flåte, som fornyes bare til en viss grad på grunn av markedssituasjonen. Dette gir lavere kapitalproduktivitet og med det lavere EV/EBITDA.

13.1.3 Oppsummering multiplikatormetoden

De ulike øvelsene innen multiplikatormetoden gir ulike svar. Bruk av Odfjells multipler gir stort sett verdier per aksje for Stolt-Nielsen som er lavere enn estimatet fra den fundamentale verdsettelsen. De to metodene harmonerer imidlertid bedre med forutsetningen om at Stolt-Nielsen skal verdsettes på høyere multipler enn Odfjell. Dette er nok en sunn forutsetning, spesielt på pris/bok ettersom Stolt-Nielsen over tid kan vise til en høyere egenkapitalrentabilitet.

Analysen av Stolt-Nielsens historiske multipler indikerer verdier per aksje som i stor grad er i tråd med den fundamentale verdsettelsen. Verdsettelse til gjennomsnittlig historisk P/B og EV/EBITDA gir riktignok et marginalt høyere verdiestimat, men dette kan tilskrives at den fundamentale verdsettelsen er fundert på lavere forventninger til henholdsvis egenkapitalrentabilitet og vekst og netto driftsrentabilitet.

Alt i alt gir den komparative verdsettelsen en rimelighetsbekreftelse av den fundamentale verdsettelsen, og verdiestimatet på 123,07 kroner per aksje fremstår derfor som robust.

13.2 Substansverdimodellen

Substansverdimodellen krever at man kan identifisere eiendeler og gjeld og at man kan estimere markedsverdi gjennom sammenligning med markedsverdi på tilsvarende eiendeler og gjeld. For kjemikalietankere er det et veldig lite annenhåndsmarked som kan gi relevante verdier. I tillegg er kjemikalietankere veldig sofistikert oppbygde, og det er derfor veldig få skip som er helt like (DNB, 2014a). Dette gjør det vanskeligere å hente ut informasjon fra de få transaksjonene som nylig har vært i markedet.

I stedet benyttes estimering av substansverdi (net asset value) gjennom å prise hvert forretningsområde separat. Som det fremgår av oversikten nedenfor, gjøres det ved hjelp av multippelprising og observerbare markedsverdier.

	EBITDA 2015e	EV/EBITDA	Markedsverdi	Kommentar
Stolt Tankers	211000	7,0x	1477000	Multippelprising
Stolthaven Terminals	115000	9,0x	1035000	Multippelprising
Stolt Tank Containers	99000	10,0x	990000	Multippelprising
SNSA LPG			80746	14,1% av verdien av Avance Gas i aksjemarkedet
Stolt Sea Farm	35000	5,0x	175000	Multippelprising
Property, plant & equipment			3757746	
Other non-current assets			156562	Bokført verdi
Current assets			408186	Bokført verdi
Current liabilities			905786	Bokført verdi
Non-current liabilities			1580027	Bokført verdi
Minoritetsinteresser			3325	Bokført verdi
Utestående CAPEX			492200	Informasjon fra Stolt-Nielsen
Verdi egenkapital (USD)			1341156	
Substansverdi per aksje (NOK)			157,47	

Tabell 65: Substansverdi per aksje.

Estimater for EBITDA i 2015 for de ulike forretningsområdene er hentet fra DNBs ferskeste analyse (DNB, 2015). De respektive EV/EBITDA-multiplene settes basert på vekst (g) og driftsrentabilitet (ROIC), som er sentrale i vurderingen av en riktig multipel, jf. tidligere formel. I perioden 2011-2014 svinget EV/EBITDA fra 6,9 til 8,9, med et gjennomsnitt på 8,1 for selskapet som helhet. Dette er en god pekepinn, men det må tas hensyn til ulike fundamentale forhold innen hvert forretningsområde.

Selskapets årsrapport for 2014 (Stolt-Nielsen, 2015a) har en oversikt over driftsresultat og eiendeler innenfor hvert forretningsområde. Denne gir en god pekepinn på lønnsomheten til driften i de ulike segmentene. Følgende tabell viser driftsrentabilitet for de ulike forretningsområdene i perioden 2010-2014.

	Stolt Tankers	Stolthaven Terminals	Stolt Tank Containers	Stolt Sea Farm
2014				
Driftsresultat	35300	64700	70100	-1400
Eiendeler	1877000	1193000	489000	135000
Driftsrentabilitet	1,9%	5,4%	14,3%	-1,0%
2013				
Driftsresultat	27000	78000	73000	8000
Eiendeler	1933000	1098000	447000	143000
Driftsrentabilitet	1,4%	7,1%	16,3%	5,6%
2012				
Driftsresultat	22000	76000	76000	2000
Eiendeler	2009230	985660	454920	113730
Driftsrentabilitet	1,1%	7,7%	16,7%	1,8%
2011				
Driftsresultat	9000	66000	75000	10000
Eiendeler	2021000	834000	388000	76000
Driftsrentabilitet	0,4%	7,9%	19,3%	13,2%
2010				
Driftsresultat	31000	57000	64000	13000
Eiendeler	1873000	531000	307000	79000
Driftsrentabilitet	1,7%	10,7%	20,8%	16,5%
	Stolt Tankers	Stolthaven Terminals	Stolt Tank Containers	Stolt Sea Farm
Årlig geometrisk vekst i driftsresultat	3,3%	3,2%	2,3%	Negativ
Gjennomsnittlig driftsrentabilitet	1,3%	7,8%	17,5%	7,2%

Tabell 66: Driftsrentabilitet og vekst på ulike forretningsområder.

Stolthaven Terminals og Stolt Tank Containers skiller seg ut som områdene med høyest driftsrentabilitet og som samtidig har positiv vekst. Det er disse segmentene som er mest lønnsomme og som fortjener høyest multipler. Stolt Tankers' vedvarende lave driftsrentabilitet taler for en lavere multiplere enn disse to. Stolt Sea Farm har negativ gjennomsnittlig vekst og har hatt svak rentabilitet de siste årene, hvilket tilsier at dette segmentet fortjener den laveste multiplere. Disse fundamentale forholdene er reflektert i verdsettelsen som er gjort ovenfor.

Verdiestimatet fra substansverdimodellen på 157,47 kroner per aksje er ca. 28% høyere enn verdiestimatet fra den fundamentale verdsettelsen. Estimaten ligger imidlertid i det samme området som multiplereanalysen av historisk prising peker mot. Dermed kan man si at substansverdimodellen gir et fornuftig resultat. Alt i alt peker den komparative verdsettelsen mot en høyere verdi enn den fundamentale verdsettelsen, men avviket er ikke dramatisk.

14 Oppsummering og handlingsstrategi

14.1 Oppsummering

Formålet med denne utredningen har vært å estimere verdien av egenkapitalen i Stolt-Nielsen. Fundamental verdsettelse har vært hovedmetoden, mens komparativ verdsettelse har blitt brukt som supplement og rimelighetssjekk. I dette kapitlet oppsummeres funnene fra denne utredningen, og på bakgrunn av dette følger anbefaling av handlingsstrategi.

Fra den strategiske analysen fremgår det at intern rivalisering og nyetablering reduserer lønnsomheten i kjemikalietankbransjen. Konkurransforholdene i bransjen er svært krevende, hvilket bekreftes av etablerte aktører. Bransjens attraktivitet kan imidlertid styrkes av hoveddriveren for endring, økonomiske forhold, der utvikling i global BNP og industriproduksjon er særlig sentrale faktorer. Forholdene i bransjen kan også endres som følge av teknologiske og juridiske faktorer. En mer attraktiv bransje vil imidlertid trigge nyetablering, og denne trusselen øker i intensitet i dette scenariet. Internanalysen viser at Stolt-Nielsen har et midlertidig konkurransefortrinn overfor Odfjell i sin diversifiserte virksomhet og et potensielt varig fortrinn i sin integrasjon av forretningsområder.

Regnskapsanalysen harmonerer godt med funnene fra den strategiske analysen. Historisk lønnsomhet viser at det har vært en klar bransjeulempe, hvilket bekrefter en tøff konkurransesituasjon som følge av sterk trussel fra intern rivalisering og nyetablering. Stolt-Nielsens ressursavvik har derimot gitt opphav til konkurransefortrinn og en tilhørende historisk ressursfordel overfor Odfjell. Stolt-Nielsens diversifiserte virksomhet og integrerte forretningsområder har vært sentral i å generere den historiske ressursfordelen.

Budsjetteringen av fremtidsregnskapet er basert på den strategiske regnskapsanalysen. I tråd med funn fra analyseperioden, budsjetteres det med en fremtidig strategisk ulempe i steady state. I det eksplisitte budsjettperioden varierer den strategiske fordelen i takt med den modellerte konjunktursykkelen.

Det endelige fundamentale verdiestimatet per aksje i Stolt-Nielsen er 123,07 kroner. Dette estimatet er sensitivt overfor kritiske budsjett drivere. Den supplerende, komparative verdsettelsen peker mot marginalt høyere verdiestimat. Alt i alt fremstår det fundamentale verdiestimatet som robust.

14.2 Handlingsstrategi

Verdiestimatet fra denne utredningen danner basis for forslag til anbefalt handlingsstrategi. Ettersom markedet per 11. juni 2015 verdsetter Stolt-Nielsen til 135 kroner per aksje, er det fundamentale verdiestimatet på 123,07 kroner bare 8,8% lavere enn dagens markedsverdi. Dette indikerer at markedets antagelser harmonerer godt med forutsetningene som tas i denne utredningen. Skulle avviket overstige 10% med vesentlig margin er det grunnlag for å anbefale salg av aksjen. Med et avvik i underkant av 10% er det derimot grunnlag for å utstede en holdanbefaling.

15 Litteraturliste

4-traders, 2015. *Business Summary*. [Internett]

Tilgjengelig fra: <http://www.4-traders.com/STOLT-NIELSEN-SA-1413281/company/>
[Funnet 1. juni 2015].

Bernhoft, A. C., Kvifte, S. S. og Tofteland, A., 2011. *Finansregnskap: god regnskapsskikk og IFRS*. 2. utg. Bergen: Fagbokforlaget.

Bodie, Z., Kane, A. og Marcus, A., 2011. *Investments and Portfolio Management*. 9. utg. New York: McGraw-Hill/Irwin.

Bunkerindex, 2015. [Internett]

Tilgjengelig fra: <http://www.bunkerindex.com/prices/index.php>
[Funnet 20. januar 2015].

Clarksons, 2015. *Shipping Intelligence Weekly*. [Internett]

Tilgjengelig fra:

http://www.clarksons.net/sin2010/markets/Market.aspx?news_id=36888
[Funnet 16. januar 2015].

Damodaran, A., 2012. *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*. 3. utg. red. New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.

Danske Bank, 2014. *Weekly Credit Update*. [Internett]

Tilgjengelig fra: http://www.danskebank.com/en-uk/ci/Products-Services/Markets/Research/Documents/WeeklyCreditUpdate_280214.pdf
[Funnet 10. mars 2015].

DNB, 2014a. *Chemical Tankers Sector Report*. Oslo: DNB.

DNB, 2014b. *Shipping: OPEC Cut Impact*. Oslo: DNB.

DNB, 2015. *Stolt-Nielsen. Update*. Oslo: DNB.

FASB, 2015. *Leases—Joint Project of the FASB and the IASB*. [Internett]

Tilgjengelig fra:

http://www.fasb.org/jsp/FASB/FASBContent_C/ProjectUpdatePage&cid=900000011123

[Funnet 20. februar 2015].

Goedhart, M., Koller, T. og Wessels, D., 2010. *Valuation; Measuring and Managing the Value of Companies*. 5. utg red. New Jersey: John Wiley & Sons, inc..

Hamberg, M., 2013a. *Lecture 11: Regrouping financial statements*. Bergen: Norges Handelshøyskole.

Hamberg, M., 2013b. *Lecture 12: Financial statement analysis*. Bergen: Norges Handelshøyskole.

Hamberg, M., 2013c. *Lecture 19: Congruent valuation models*. Bergen: Norges Handelshøyskole.

Hermanrud, P., 2013. *Valuation of stocks using financial multiples*. Bergen: Norges Handelshøyskole.

Investopedia, 2015. *Market Risk Premium*. [Internett]

Tilgjengelig fra: <http://www.investopedia.com/terms/m/marketriskpremium.asp>

[Funnet 20. april 2015].

Jacobsen, E. W. og Lien, L. B., 2001. *Ekspansjon*. Oslo: Gyldendal Akademisk.

Johnsen, T., 2013. *CAPM & The Cost of Capital*. Bergen: Norges Handelshøyskole.

Johnson, G., Whittington, R. and Scholes, K., 2011. *Exploring Strategy*. Harlow: Pearson Education Limited.

Kaldestad, Y. & Møller, B., 2011. *Verdivurdering: Teoretiske modeller og praktiske teknikker for å verdsette selskaper*. 1.utg. red. Oslo: DnR Kompetanse AS.

Knivsflå, K. H., 2015a. *Forelesning 1: Læremål*. Bergen: Norges Handelshøyskole.

Knivsflå, K. H., 2014b. *Forelesning 2: Strategi, regnskap og verdi*. Bergen: Norges Handelshøyskole.

Knivsflå, K. H., 2014c. *Forelesning 3: Regnskapsanalyse, ramme og "trailing"*. Bergen: Norges Handelshøyskole.

Knivsflå, K. H., 2014d. *Forelesning 4: Omgruppering for analyse*. Bergen: Norges Handelshøyskole.

Knivsflå, K. H., 2014e. *Forelesning 5: Omgruppering: Balanse og kontantstrøm*. Bergen: Norges Handelshøyskole.

Knivsflå, K. H., 2014f. *Forelesning 6: Regnskapsbasert måling og målefeil*. Bergen: Norges Handelshøyskole.

Knivsflå, K. H., 2014g. *Forelesning 7: Justering av målefeil*. Bergen: Norges Handelshøyskole.

Knivsflå, K. H., 2014h. *Forelesning 8: Kredittvurdering, syntetisk rating*. Bergen: Norges Handelshøyskole.

Knivsflå, K. H., 2014i. *Forelesning 9: Avkastningskrav = Målestokk for rentabilitet*. Bergen: Norges Handelshøyskole.

Knivsflå, K. H., 2014j. Forelesning 10: Strategisk rentabilitetsanalyse. Bergen: Norges Handelshøyskole.

Knivsflå, K. H., 2014k. Forelesning 11: Strategisk driftsanalyse. Bergen: Norges Handelshøyskole.

Knivsflå, K. H., 2014l. Forelesning 13: Framtidsregnskap. Bergen: Norges Handelshøyskole.

Knivsflå, K. H., 2014m. Forelesning 14: Framtidsregnskap; Andre busjettdrivere. Bergen: Norges Handelshøyskole.

Knivsflå, K. H., 2014n. Forelesning 15: Framtidskrav og strategisk rentabilitetsanalyse. Bergen: Norges Handelshøyskole

Knivsflå, K. H., 2015o. *Forelesning 16: Fundamental verdivurdering. Eigenkapitalmetoden.* Bergen: Norges Handelshøyskole.

Knivsflå, K. H., 2015p. *Forelesning 17: SK-metoden og verdikonvergens.* Bergen: Norges Handelshøyskole.

Knivsflå, K. H., 2014q. *Forelesning: 18: Uvisse i verdiestimatet og "some topics in valuation".* Bergen: Norges Handelshøyskole.

Knivsflå, K. H., 2014r. Forelesning 20: Oppsummering. Bergen: Norges Handelshøyskole.

Knivsflå, K. H., 2014s. *Forelesning 21: Komparativ verdivurdering.* Bergen: Norges Handelshøyskole.

Knivsflå, K. H., 2014t. Forelesning 22: Opsjonsbasert; "Supplement til fundamental verdivurdering". Bergen: Norges Handelshøyskole.

Netfonds, 2015. *Teknisk Analyse*. [Internett]

Tilgjengelig fra: <http://www.netfonds.no/quotes/analysis.php?paper=SNI.OSE>
[Funnet 1. juni 2015].

Norges Bank, 2015. *Statsobligasjoner årgjennomsnitt*. [Internett]

Tilgjengelig fra: <http://www.norges-bank.no/Statistikk/Rentestatistikk/Statsobligasjoner-Rente-Arsgjennomsnitt-av-daglige-noteringer/>
[Funnet 1. juni 2015].

Odfjell, 2009. *Annual Report 2008*, Bergen: Odfjell.

Odfjell, 2010. *Annual Report 2009*, Bergen: Odfjell.

Odfjell, 2011. *Annual Report 2010*, Bergen: Odfjell.

Odfjell, 2012. *Annual Report 2011*, Bergen: Odfjell.

Odfjell, 2013. *Annual Report 2012*, Bergen: Odfjell.

Odfjell, 2014. *Annual Report 2013*, Bergen: Odfjell.

Odfjell, 2015a. *Annual Report 2014*, Bergen: Odfjell.

Odfjell 2015b. *Fleet List*. [Internett]

Tilgjengelig fra: <http://www.odfjell.com/Tankers/Pages/Odfjell-Fleet-List.aspx>
[Funnet 9. juni 2015].

Oslo Børs, 2015. *Stolt-Nielsen. Data*. [Internett]

Tilgjengelig fra: <http://www.oslobors.no/markedsaktivitet/#/details/SNI.OSE/data>
[Funnet 20. april 2015].

Penman, S. H., 2013. *Financial Statement Analysis and Security Valuation*. 5. utg., Columbia University: McGraw-Hill Companies.

Persson, 2013. *Single-Index model*, Bergen: Norges Handelshøyskole.

Porter, M., 1980. *Competitive Strategy: Techniques for Analyzing Industries and Competitors*, New York: The Free Press.

PwC, 2014. *Risikopremien i det norske markedet*. [Pdf]

Tilgjengelig fra:

http://www.pwc.no/no_NO/no/publikasjoner/deals/risikopremieundersokelse2014.pdf

[Funnet 20. mars 2015].

Sjåholm Knudsen, E., 2013. *Ressursbasert teori*, Bergen: Norges Handelshøyskole.

Stamland, 2014. *The theory of capital structure*, Bergen: Norges Handelshøyskole.

Stene, T., 2000. *Entry Barriers and Concentration in Chemicals Shipping, SNF project no 1650*, Bergen.

Stensaker, I., 2013. *Bedriftens eksterne omgivelser*, Bergen: Norges Handelshøyskole.

Stolt-Nielsen, 2009. *Annual Report 2008*, London: Stolt-Nielsen.

Stolt-Nielsen, 2010. *Annual Report 2009*, London: Stolt-Nielsen.

Stolt-Nielsen, 2011. *Annual Report 2010*, London: Stolt-Nielsen.

Stolt-Nielsen, 2012. *Annual Report 2011*, London: Stolt-Nielsen.

Stolt-Nielsen, 2013. *Annual Report 2012*, London: Stolt-Nielsen.

Stolt-Nielsen, 2014a. *Annual Report 2013*, London: Stolt-Nielsen.

Stolt-Nielsen, 2014b. *Capital Markets Day*. [Internett]

Tilgjengelig fra: <http://www.stolt-nielsen.com/Investor-Relations/~media/911E39081753476CA088EF0950F1B066.ashx>
[Funnet 12. januar 2015].

Stolt-Nielsen, 2014c. Jefferies 2014 Global Shipping Conference. [Internett]

Tilgjengelig fra: <http://www.stolt-nielsen.com/Investor-Relations/~media/20834EC2434340439296AD0B32C7DECE.ashx>
[Funnet 19. januar 2015].

Stolt-Nielsen, 2014d. *Third-Quarter 2014. Results Presentation*. [Internett]

Tilgjengelig fra: <http://www.stolt-nielsen.com/Investor-Relations/~media/E44FE24FFA684F4B9EA2478C3DC56D89.ashx>
[Funnet 12. januar 2015].

Stolt-Nielsen, 2015a. *Annual Report 2014*, London: Stolt-Nielsen.

Stolt-Nielsen, 2015b. *Our Business*. [Internett]

Tilgjengelig fra: <http://www.stolt-nielsen.com/Our-Business.aspx>
[Funnet 14. januar 2015].

Stolt-Nielsen, 2015c. *First-Quarter 2015. Results Presentation*. [Internett]

Tilgjengelig fra: <http://stolt-nielsen.com/en/Investor-Relations/~media/CF9D3AED50A04487B8524A1E90F7782A.ashx>
[Funnet 9. april 2015].

Stolt-Nielsen, 2015d. *Fleet List*. [Internett]

Tilgjengelig fra: <http://www.stolt-nielsen.com/en/Stolt-Tankers/Fleet.aspx>
[Funnet 9. juni 2015].

Teknisk Ukeblad, 2015. *DNV GL-sjef Madsen går av: Remi Eriksen tar over*. [Internett]
Tilgjengelig fra: <http://www.tu.no/industri/2015/05/28/dnv-gl-sjef-madsen-gar-av-remi-eriksen-tar-trolig-over>

[Funnet 28. mai 2015].

Wikipedia, 2015a. *Kjemikalietanker*. [Internett]

Tilgjengelig fra: <http://no.wikipedia.org/wiki/Kjemikalietanker>

[Funnet 13. januar 2015].

Wikipedia, 2015b. *Tungolje*. [Internett]

Tilgjengelig fra: <http://no.wikipedia.org/wiki/Tungolje>

[Funnet 20. januar 2015].

Østensjø, P., 1992. *Chemicals Shipping, SNF report no 53*, Bergen.