

NORGES HANDELSHØYSKOLE



Bergen, 16.08.2007

**Masterutredning i fordypningsområdet: Økonomisk styring
Veileder: Førsteamanuensis Daniel Johanson**



Verdsettelse av Eidesvik Offshore ASA

Av Alf Rune Sveen

Det selvstendige arbeidet er gjennomført som ledd i mastergradstudiet i økonomiske administrative fag ved Norges Handelshøyskole og godkjent som sådan.

Godkjenningen innebærer ikke at Høyskolen inntår for de metoder som er anvendt, de resultater som er fremkommet eller de konklusjoner som er trukket i arbeidet.

Sammendrag

I denne utredningen har jeg foretatt en strategisk regnskapsanalyse og verdsettelse av Eidesvik Offshore ASA per 31.12.2006 med utgangspunkt i ekstern informasjon. Utredningen starter med å presentere selskapet og bransjen. Deretter presenteres tre ulike former for verdsetteslesteknikker – fundamental verdsettelse, komparativ verdsettelse og opsjonsbasert verdsettelse.

Jeg har valgt å fokusere på fundamental verdsettelse, men bruker komparativ verdsettelse som et supplement. Det første steget i den fundamentale verdsettelsen er strategisk analyse, hvor eksterne muligheter og trusler og interne styrker og svakheter identifiseres. Det andre steget var en regnskapsanalyse hvor finansregnskapet omgrupperes for å tilpasse et investororientert perspektiv, og deretter ble Eidesvik sine forholdstall sammenlignet med en komparativ bransje.

Innsikten som ble opparbeidet gjennom den strategiske analysen og regnskapsanalysen ble anvendt til å utarbeide et fremtidsregnskap med en budsjettthorisont på ti år. Fremtidsregnskapet med fremskrevne krav utgjorde grunnlaget for den fundamentale verdsettelsen, hvor jeg kom frem til et verdiestimat på kr 74,11 per 30.06.2007. For å få en ytteligere innsikt om hvor mye Eidesvik var verdt supplerte jeg med en komparativ verdsettelse, som gav et komparativt verdiestimat på kr 83,84. Det endelige verdiestimatet er et vektet gjennomsnitt mellom disse to metodene.

Forord

Denne utredningen er skrevet som siste ledd i siviløkonomstudiet ved Norges Handelshøyskole, hvor jeg har hatt fordypningsområdet innen regnskap og økonomisk styring.

Interessen for fagområdene regnskapsanalyse og verdsettelse fikk jeg ved å gjennomføre kursene "Strategisk regnskapsanalyse" (BUS 424) og "Regnskapsanalyse og verdsettelse" (BUS 425) ved Norges Handelshøyskole. Årsaken til at jeg valgte strategisk regnskapsanalyse og verdsettelse til tema for utredningen, var fordi jeg synes disse fagområdene på mange måter oppsummerer en del av de fagene jeg har tatt i løpet av siviløkonomstudiet.

Motivet til at jeg valgte å skrive verdsettelsesoppgave om nettopp Eidesvik Offshore ASA er at dette er et selskap som er lokalt forankret i det området jeg kommer fra. Selskapet er et tradisjonsrikt rederi som har vært svært viktig for lokalsamfunnet, noe som har medført at min interesse for nettopp dette selskapet har økt.

Som følge av at utredningen i all hovedsak er basert på ekstern informasjon kan den inneholde visse svakheter.

Jeg ønsker å takke min veileder Daniel Johansson for konstruktive og gode tilbakemeldinger gjennom hele arbeidsprosessen, samt Kjell Henry Knivsflå som har vært meget behjelpelig med å svare på faglige spørsmål. Til slutt vil jeg rekke en stor takk til min kjære kone, Silja Bjørk, som har stilt opp for vår familie i de perioder det har vært som travlest.

Bergen, Juni 2007

.....
Alf Rune Sveen

Innholdsfortegnelse

SAMMENDRAG	2
FORORD	3
INNHOLDSFORTEGNELSE	4
1. INTRODUKSJON	8
1.1 TEMAVALG	8
1.2 MÅLSETTING	8
1.3 AVGRENSNINGER	8
1.4 STRUKTUR	9
2. PRESENTASJON AV SELSKAPET OG BRANSJEN	10
2.1 GENERELT OM EIDESVIK	10
2.1.1 Historikk	11
2.1.2 Ledelsen og menneskelige ressurser	11
2.1.3 Organisering og hovedaksjonærer	12
2.1.4 Selskapets flåte og kontraktoversikt	12
2.2 GENERELT OM OFFSHORE SUPPLY BRANSJEN	14
2.2.1 Forsyningsskip-, seismikk- og subseamarkedet	14
2.2.2 Børsnoterte norske offshore supply selskaper	16
3. VERDSETTELSE	18
3.1 PRESENTASJON AV HOVEDTEKNIKKER	18
3.1.1 Fundamental verdsettelse	18
3.1.2 Komparativ verdsettelse	20
3.1.3 Opsjonsbasert verdsettelse	22
3.2 VALG AV VERDSETTELSESTEKNIKK	22
4. STRATEGISK ANALYSE	24
4.1 EKSTERN ANALYSE	25
4.1.1 PEST-analyse av makroforhold.....	25
4.1.2 Bransjeanalyse	29
4.1.3 Oppsummering bransjeanalyse	37
4.2 INTERN ANALYSE	37

4.2.1	Analyse av strategiske ressurser	37
4.2.2	SWIMA-analyse	38
4,2,3	Oppsummering av SWIMA-analyse	42
4.3	OPPSUMMERING OG KONKLUSJON	43
5.	REGNSKAPSANALYSE	45
5.1	RAMMEVERK FOR REGNSKAPSANALYSE	45
5.2	FORBEREDELSE TIL REGNSKAPSANALYSE	46
5.2.1	Analysefokus	46
5.2.2	Valg av analysenivå	46
5.2.3	Valg av analyseperiode	47
5.2.4	Komparative selskap i bransjen	47
5.3	PRESENTASJON AV FINANSREGNSKAPET	48
5.3.1	Resultatregnskapet	48
5.3.2	Balanse	49
5.3.3	Endring i egenkapital	51
5.4	OMGRUPPERING FOR INVESTORORIENTERT ANALYSE.....	51
5.4.1	Virkning av omgruppering	54
5.5	ANALYSE OG JUSTERING AV EVENTUELLE MÅLEFEIL	58
5.5.1	Eventuelle justeringer	59
5.5.2	Oppsummering av justeringer	61
5.6	FORHOLDSTALLANALYSE	61
6.	ANALYSE AV RISIKO	63
6.1	LIKVIDITETSANALYSE	63
6.1.1	Analyse av likviditet ved hjelp av forholdstall	63
6.1.2	Analyse av gjeldsdekning gjennom kontantstrøm	68
6.2	SOLIDITET	69
6.2.1	Analyse av egenkapitalprosent	69
6.2.2	Statisk finansieringsmatrise	70
6.3	OPPSUMMERING – SYNTETISK RATING	71
7.	AVKASTNINGSKRAV	74
7.1	EGENKAPITALKRAV	74

7.1.1 Risikofri rente	75
7.1.2 Markedets risikopremie	76
7.1.3 Betaverdien	77
7.1.4 Illikviditetspremie	82
7.1.5 Egenkapitalkrav	82
7.2 FINANSIELT GJELDSKRAV	83
7.3 FINANSIELT EIENDELSKRAV	83
7.4 NETTO FINANSIELT GJELDSKRAV	84
7.5 NETTO DRIFTSKRAV	84
8. ANALYSE AV LØNNSOMHET	86
8.1 RENTABILITETSANALYSE	86
8.1.1 Egenkapitalrentabilitet	87
8.1.2 Dekomponering av egenkapitalrentabilitet	88
8.2 OPPSUMMERING – LØNNSOMHETSANALYSE	95
9. VEKSTANALYSE	97
9.1 VEKST PÅ LANG SIKT	97
9.2 VEKST PÅ KORT SIKT	99
9.2.1 Analyse av kapitalvekst	99
9.2.2 Analyse av resultatvekst	102
9.3 OPPSUMMERING – VEKSTANALYSE	104
10. BUDSJETTERING OG FREMSKRIVING	105
10.1 BUSJETTERING TIL BUDSJETTHORISONTEN	105
10.2 FREMSKRIVING AV AVKASTNINGSKRAV	113
10.2.1 Egenkapitalkrav	113
10.2.2 Netto finansielt gjeldskrav	115
10.2.3 Minoritetskrav	115
10.2.4 Netto driftskrav	116
10.3 FREMSKRIVING ETTER BUDSJETTHORISONTEN	116
10.3.1 Fremtidsregnskap	116
10.4 RENTABILITET OG VEKST PÅ HORISONTEN	117

11. FUNDAMENTAL VERDSETTELSE	119
11.1 EGENKAPITALMETODEN	120
11.1.1 Fri kontantstrømmodellen	120
11.1.2 Superprofittmodellen	121
11.2 TOTALKAPITALMETODEN	121
11.2.1 Fri kontantstrømmodellen	122
11.2.2 Superprofittmodellen	122
11.3 FØRSTE VERDIESTIMAT OG KONVERGERING	123
11.4 USIKKERHET I VERDIESTIMAT	125
11.4.1 Sensitivitetsanalyse	126
11.4.2 Simmulering	130
12. KOMPARATIV VERDSETTELSE	133
12.1 VALG AV BASIS	133
12.2 KOMPARATIVE SELSKAP	134
12.3 KOMPARATIV MULTIPLIKATOR	134
12.3.1 Pris/Bok	134
12.3.2 Pris/Fortjeneste	136
12.4 KOMPARATIV VERDSETTELSE (Pris/Bok).....	137
12.5 KOMPARATIV VERDSETTELSE (Pris/Fortjeneste).....	137
12.6 OPPSUMMERING – KOMPARATIV VERDSETTELSE	138
13. OPPSUMMERING OG HANDLESTRATEGI	139
13.1 Oppsummering	139
14.1 Handlestrategi	140

1. Introduksjon

I dette kapitlet vil jeg beskrive temavalg, målsettingen med utredningen, avgrensninger som har blitt foretatt, samt den strukturelle oppbyggingen til utredningen.

1.1 Temavalg

Jeg har valgt å gjennomføre en strategisk regnskapsanalyse og verdsettelse i min siviløkonomutredning. Årsaken til at jeg valgte nettopp dette temaet er fordi jeg synes det vil være en god form for oppsummering av en del fag jeg har hatt i min siviløkonomutdannelse, samt det å gjennomføre en fundamental verdsettelse vil kunne komme til nytte i min fremtidige arbeidssituasjon.

Jeg har valgt å foreta en strategisk regnskapsanalyse og verdsettelse av Eidesvik Offshore ASA, fordi selskapet er lokalt forankret der jeg kommer fra og fordi jeg har interesse for offshore supply bransjen.

Utredningen er i stor grad basert på forelesningsnotatene til Kjell Henry Knivsflå i BUS 424 og BUS 425, som tar utgangspunkt i "Financial Statement Analysis and Security Valuation" (Penman, 2004). I utredningen oppgis alle tall i NOK 1.000 dersom ikke annet er oppgitt.

1.2 Målsetting

Denne utredningen har som formål å beregne verdien på Eidesvik Offshore ASA sin egenkapital per 31.12.2006, noe som gir grunnlag til å estimere en fornuftig pris på Eidesvik-aksjen. Verdiestimatet fremskrives til 30.06.2007, slik at det blir sammenlignbart med dagens aksjekurs. Basert på dette vil jeg kunne gi anbefaling om kjøp, salg eller hold av aksjen til eksisterende eller potensielle investorer.

1.3 Avgrensinger

Jeg har valgt å kun bruke to hovedteknikker i verdsettelsen av Eidesvik, som er fundamental verdsettelse og komparativ verdsettelse. I verdsettelsessammenheng er det vanlig å inkludere opsjonsbasert verdsettelse, men som følge av at dette ikke er

vanlig praksis blant analytikere som følger offshore supply bransjen har jeg valgt å se bort i fra denne verdsettelsesteknikken.

Jeg har valgt å sammenligne Eidesvik med selskapene District Offshore ASA og Farstad Shipping ASA. Jeg mener disse to selskapene er mest sammenlignbare selskapene, da de har samme type hovedmarked, samme type skip, samt ganske lik eierstruktur. Det ville kanskje vært hensiktsmessig å inkludere flere selskap i den komparative bransjen for å få et bredere sammenligningsgrunnlag, men jeg mener likvel vel at DOF og Farstad danner et tilfredsstillende sammenligningsgrunnlag.

1.4 Struktur

Jeg starter med en presentasjon av Eidesvik og bransjen de opererer i. Deretter vil mulige verdsettelsesteknikker og begrunnelse for mitt valg av verdsettelsesteknikk presentert.

Det vil deretter bli gjennomført en strategisk analyse, både eksternt av bransjen og internt av selskapet. Det vil også bli foretatt en regnskapsanalyse av Eidesvik Offshore ASA. Her blir finansregnskapet omgruppert slik at det er klart til å gjennomføre forholdstallsanalyse.

Innsikten som har blitt opparbeidet gjennom den strategiske analysen og regnskapsanalysen blir brukt i utarbeidelsen av fremtidsregnskap og fremtidige krav, som til sammen danner grunnlaget for verdsettelsen av egenkapitalen til Eidesvik. Jeg har i tillegg foretatt en komparativ verdsettelse som et supplement til den fundamentale verdsettelsen.

Utredningen avsluttes med en oppsummering og en handlestrategi, hvor jeg presenterer estimatet på egenkapitalen per 30.06.2007.

2. Presentasjon av selskapet og bransjen

I dette kapitlet presenteres Eidesvik Offshore ASA og offshore supply bransjen.

2.1 Generelt om Eidesvik

I 1978 startet Eidesvik med forsyning for oljeindustrien i Nordsjøen, og i dag er selskapet en verdensomspennende partner innenfor skipsfart med et solid register av tjenester innen forsyning, beredskap, subsea og seismikk. De forskjellige forretningssegmentene tilbyr forskjellige skipstjenester, retter seg delvis mot forskjellige kundegrupper og har ulik risikoprofil. Levering av skip til seismikk markedet vil være et prioritert området for Eidesvik fremover¹.

Eidesvik har tatt en ledende rolle i industrien de siste årene, ved å introdusere verdens første foryningsskip drevet på gass "Viking Energy" i tillegg til en rekke andre innovative forbedringer. Selskapet har inngått flere langsiktige kontrakter, senest i juli 2007 en kontrakt med CGG Veritas til en verdi på 2,3 milliarder kroner².

Hovedkontoret til Eidesvik ligger på Bømlø, nord for Haugesund. Rederivirksomheten er organisert i henhold til reglene for norsk rederibeskatning gjennom Eidesvik AS som driftsselskap og flere skipseide selskaper. Datterselskapene Eidesvik Subsea AS og Eidesvik Shipping Ltd har sine kontorer i henholdsvis Sandnes og Hook utenfor London. Selskapet driver også med aktiviteter utenfor Vest Afrika, som koordineres gjennom det tilknyttede selskapet OMAK Maritime Ltd i Nigeria hvor Eidesvik eier 40 %. Visjonen til selskapet er å bli et kraftsenter for fremtidsrettede skips- og operasjonsløsninger.

Den største andelen av inntektene til Eidesvik blir generert fra forsyning og beredskap segmentet, og utgjør 43 %. Subseasegmentet utgjør 33 % og seismikksegmentet 23 %, mens den resterende prosent kommer fra andre inntektskilder³.

¹ www.eidesvik.no Årsrapport (2006)

² www.eidesvik.no Eidesvik Hjemmeside

³ www.securities.no Analyse av Eidesvik, 6.3.2007

Selskapets geografiske hovedfokus er nordsjøen ved å tilby "supply vessels". Men de har som ambisjon å bruke erfaringen fra nordsjøen på andre sekundære geografiske områder som vest Afrika, for på den måten kunne ekspandere til nye geografiske områder.

I 2006 leverte Eidesvik sitt beste driftsresultat noensinne. Driftsmarginen ble 50 % i 2006 sammenlignet med 44,4 % i 2005.

2.1.1 Historikk

Eidesvik Offshore ASA har sin opprinnelse fra Eidesvik & CO. Eidesvikgruppen ble grunnlagt i 1966 av brødrene Lauritz og Kristian Eidesvik. Selskapet startet først med å investere i fiske fartøy. Ettersom offshoreaktiviteten i Nordsjøen vokste frem på slutten av 60 tallet, besluttet selskapet i 1972 seg for å investere i fartøy til offshorenæringen. Selskapet fortsatte i tillegg driften innen fiskerinæringen, da båten Bømmeløy fortsatt hadde den største kvoten. I 1976 startet selskapet med å forsyne offshore shipping service til verdens oljeindustri, og i perioden 1978 til 1998 hadde selskapet gått inn i henholdsvis AHTS-, seismic survey-, PSV- og Subsea markedet. I 2003 kjøpte Eidesvik 40 % av OMAK Maritime Ltd. i Nigeria og etablerte virksomhet der. Selskapet Eidesvik offshore ASA ble etablert i juni 2004 og overtok det tidligere selskapet Eidesvik Holding AS's aksjer i Eidesvik AS, Eidesvik Shipping AS, Eidesvik Shipping Ltd(UK) og Eidesvik Subsea AS, som alle var datterselskaper til Eidesvik Holding AS. Eidesvik Holding AS ble oppløst i 2004. Året 2005 ble et merkeår i Eidesvik konsernets historie da hovedselskapet Eidesvik Offshore ASA ble børsnotert den 27. juni og Eidesvik-familiens eierandel gjennom emisjoner ble redusert fra 100 % til 67 %. Kursen på Eidesvik-aksjen har siden børsnoteringen steget fra en tegningskurs på 45 Kr til dagens kurs på 64 Kr⁴.

2.1.2 Ledelsen og menneskelige ressurser

Eidesvik Offshore ASA er et familiedominert selskap, noe det har vært siden selskapets opprinnelse. I dag besitter ingen familiemedlemmer stillinger i ledelsen, men de har Borgny og Lars Eidesvik som sitter som styremedlemmer i konsernet. De resterende styremedlemmene er Jakob Bleie og Kjell Jacobsen, mens Kolbein Rege

⁴ www.osb.no Oslo Børs, 30.06.2007

er styreformann. I november 2005 ble Jan Fredrik Meling ansatt som administrerende direktør. Meling har tidligere jobbet som CEO i blant annet Stolt Nielsen Seaway og Biomar AS. Han har master of science tittel fra "Norwegian School of Management" . Finansdirektøren er Svein Ove Enerstvedt. Han har tidligere jobbet som revisor i Deloitte, og er utdannet statsautorisert revisor ved Norges Handelshøyskole i Bergen⁵.

2.1.3 Organisering og hovedaksjonærer

I dag er Eidesvik Offshore ASA organisert som et aksjeselskap. Selskapet var frem til 2005 et tradisjonelt familieeid selskap, men ble børsnotert og gjort om til et allment aksjeselskap 27.juni 2005. Konsernets oppbygning består av Eidesvik Offshore ASA som morselskap, og 6 hel- eller deleide datterselskap. I tillegg kommer 6 tilknyttede selskap.

Ved årsskiftet 2006/2007 var det 30 150 000 utestående aksjer i selskapet. Den desidert største aksjonæren er Eidesvik Invest AS, som er i Eidesvikfamilien sine hender. Per 5.3.2007 eier Eidesvik Invest AS 66,93 % av selskapet. Pareto Aksje Norge er den nest største aksjonæren og eier 5,32 % av aksjene, mens Skagen Vekst som tredje største aksjonær eier 4,08 %.

De 30 største aksjonærene per 05.03.2007 innehar 96,58 % av aksjene⁶. Av hensyn til fremtidig investeringsbehov og vekstrate ble det ved børsintroduksjonen i 2005 annonsert at selskapet vil følge en moderat og forutsigbar utbyttepolitikk, og i 2006 ble det utbetalt 30 150 millioner kroner i utbytte til selskapets aksjonærer.

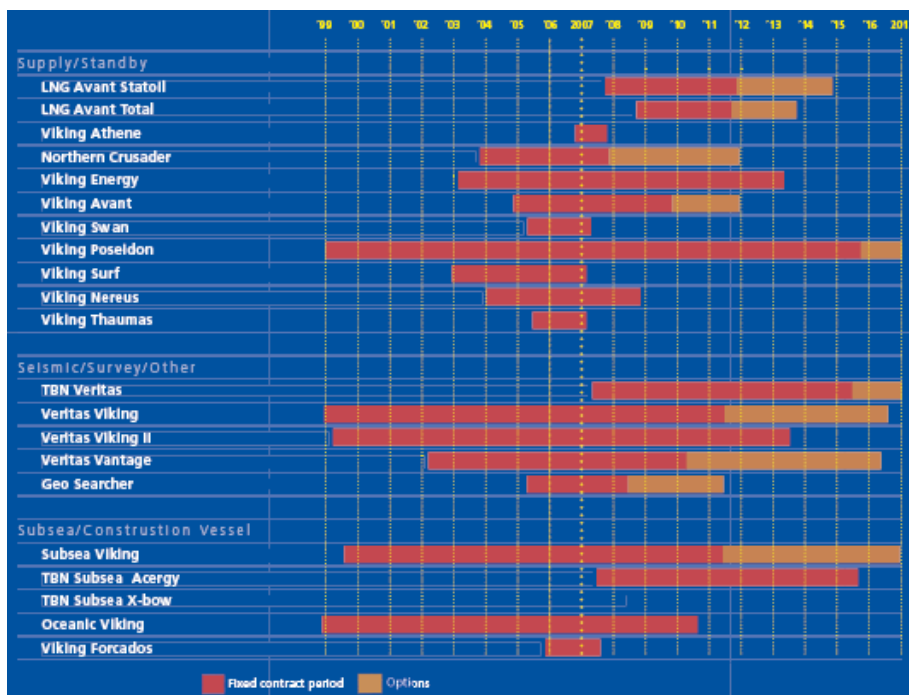
2.1.4 Selskapets flåte og kontraktoversikt

Skipene til Eidesvik er vesentlig befraktet på langsiktige kontrakter innenfor segmentene supply, seismikk og subsea, og for 2007 er over 90% av selskapets kapasitet belagt med gode kontrakter. Ut i fra figur 1 ser man også at noen få skip er på kontrakt til 2007, mens flesteparten er på kontrakt alt i fra 2012 til 2016. Flere har også opsjoner på fornyelse av kontraktene helt frem til 2017. Nylig har Eidesvik

⁵ Prospekt, Eidesvik Offshore ASA (2005)

⁶ www.securities.no Aksjeanalyse (2007)

inngått en 12 års kontrakt med CGG Veritas, noe som ytterligere styrker selskapets langsiktige verdiskapning og vekst. Selskapet har en moderne flåte som består av 18 skip. Vedutløpet av 2006 hadde de et byggeprogram for 5 nye skip samt en større konvertering av ett skip. Samtidig har selskapet solgt tre av sine eldste skip, noe som medfører at gjennomsnittsalderen er i overkant av 5 år. I figur 1 nedenfor illustreres selskapets flåte og kontraktoversikt⁷.



Figur 1: Selskapets flåte og kontraktoversikt

⁷ www.eidesvik.no Årsrapport (2006)

2.2 Generelt om offshore supply bransjen

Eidesvik opererer i en bransje som ofte betegnes som offshore supply bransjen, og selskapene i bransjen går som regel under navnet supply selskaper. Selskapene i denne bransjen driver med tjenester utført for offshore oljerelatert virksomhet slik som kabellegging, rørlegging, ankerhåndtering og frakt av utstyr til og fra oljeinstallasjoner.

Markedet for offshore supply er syklisk og volatil⁸, noe som kan illustreres ved å se på hvordan markedet har utviklet seg de siste ti årene. Som en konsekvens av sterkt vekst i verdensøkonomien og økt etterspørsel etter olje, hadde bransjen en meget positiv utvikling i perioden 1995 til 1997. Den finansielle krisen i Asia samt kollapset i oljeprisen i 1998/99 medførte en meget svak periode for bransjen i årene 1998 til 2000. Første del av 2001 ble et bra år som følge av høy oljepris, men oppgangen varte ikke lenge på grunn av nedgangen i verdensøkonomien som starten i slutten av 2001. Denne negative utviklingen fortsatte i 2002 og 2003. I slutten av 2003 og frem til i dag har oljeprisen hatt en formidabel utvikling, og den per 30.06.2007 ligger oljeprisen på over \$70 per. fat⁹.

Forventningene til bære og produksjonsfasene til olje og gass industrien er avgjørende for hvordan tilbudet av skip blir i supply bransjen. Selskapene i supplybransjen sine økonomiske resultater er avhengig av type skip de har å tilby, flåtestørrelse, dagratene og flåteutnyttelsen¹⁰. De er også nært knyttet til utviklingen i oljeprisen, da høyere oljepris medfører økte etterspørsel etter supply selskaperes tjenester. I dag er offshoreaktiviteten i en oppadgående trend, som følge av høy oljepris, noe som gjør at etterspørselen etter supply og relaterte tjenester er høy. I 2006 var det et historisk godt markedet som følge av høy oljepris og økt lete- og boreaktivitet, og i første kvartal 2007 har etterspørselen fortsatt å øke¹¹.

⁸ www.orapp.no Supplymarkedet koker, 1.2.2007

⁹ www.hegnar.no Oljeprisen forbi 70 dollar, 30.06.2007

¹⁰ www.gulfmark.com Årsrapport (2006)

¹¹ www.dnbnor.no Stø kurs i shipping og offshore, 20.04.2007

2.2.1 Forsyningsskip-, seismikk- og subseamarkedet i Nordsjøen¹²

Historisk er aktiviteten i Nordsjøen syklisk. Det er en tendens til at det i vintermånedene er en lavere utnyttelsesgrad enn vår, sommer og tidlig høst. Dette mye på grunn av de harde sjø- og værforholdene. Nordsjømarkedet sett i løpet av ett år derimot, har hatt en veldig stabil utnyttelsesgrad. Utnyttelsesgraden har lagt rundt 90 % siden 1992 og frem til 2005, grunnet at tilbudet jevnt over har vært høyere enn etterspørselen. Utnyttelsesgraden var i store deler av 2006 over 95 %, noe som resulterte i rekordhøye rater¹³. Dersom utnyttelsesgraden kommer over 90 %, oppnår markedet tilfredsstillende rater. Kommer utnyttelsesgraden over 95 % oppnåes et svært godt ratenivå. Siden Eidesvik Offshore ASA kom på børs i 2005 har utnyttelsesgraden i denne bransjen vært opp mot 100 %.

Forsyningsskip

Forsyningsskipsmarkedet i Nordsjøen kan inndeles i to kategorier; ankerhåndteringsfartøy (AHTS)¹⁴ og plattform forsyningsskip (PSV)¹⁵. Den nåværende høye oljeprisen har gitt et betydelig løft til de forskjellige aktørene i olje og gass-industrien, noe som har medført at forsyningsskipseiere har erfart en betydelig økning i etterspørselen som et resultat av oljeselskapenes økte aktivitetsbudsjetter.

Markedsforbedringen i Nordsjøen ikke et lokalt fenomen, men et globalt fenomen i alle store offshore regioner i verden inkludert Nord- og Vest Afrika Sør-Amerika og Sørøst Asia. Selv en eventuell reduksjon i oljeprisen ned mot USD 25 per fat er ikke forventet å gjøre noen stor forskjell på aktivitetsnivået i årene som kommer. Hovedårsaken til dette er at oljeselskapene vil ha behov for å styrke sine reserver

¹² Prospekt, Eidesvik Offshore ASA (2005)

¹³ www.farstad.no Årsrapport (2006)

¹⁴ **AHTS** Anchor Handling Tug Supply Vessel: De største og kraftigste båtene. Driver slep og posisjonering av plattformer. Har en karakteristisk åpen hekk for å ta ombord anker. Kilde: www.dn.no

¹⁵ **PSV** Platform Supply Vessel: Forsyningsskip som bringer forsyninger og produksjonsmidler til alle typer plattformer og skip. Vann, mat, drivstoff, borerør et cetera. Kilde: www.dn.no

ved å gjøre nye funn. Det forventes også at nye små og uavhengige oljeselskaper vil ha en positiv innvirkning på forsyningskipsegmentet.

Seismikk¹⁶

Som nevnt ovenfor har oljeselskapene behov for å skaffe seg nye reserver, noe som gir utslag i økt etterspørsel etter seismikkskip. Seismikkskipene brukes til å utforske nye områder, samt vurdere tidligere undersøkte områder.

Dette markedet karakteriseres av relativt lange kontrakter. Skipene som hører til dette segmentet er ikke bundet til bestemte geografiske områder, men opererer over hele verden etter kundenes behov. Under dagens markedsforhold med høy leteaktivitet både i nordsjøen og på verdensbasis, har medført at etterspørselen etter seismiske data fra sjøområder. Det ser ut til at etterspørselen i dette segmentet overstiger tilbudet¹⁷, noe som gjør at det er god grunn til å tro at dette segmentet vil gjøre det bra fremover.

Subsea

Subsea segmentet leverer skipstjenester til undervannsarbeid for oljeindustrien. Skipene er spesialtilpasset opp gaver som undervannsinnspeksjon, -vedlikehold og -konstruksjon.

Som følge av økningen i utbygging av nye felt på verdensbasis har etterspørselen etter subsealøsninger blitt stor de siste årene. Flere og flere velger denne løsningen, noe som medfører at behovet for spesialskip til dette markedet er stort. Det forventes at også dette markedet vil holde seg stramt i årene som kommer.

2.2.2 Børsnoterte norske offshore supply selskaper

Det er mange aktører innfor offshore supply bransjen i Norge. Blant de børsnoterte har man foruten Eidesvik selskap som Farstad Shipping, District Offshore (DOF), Solstad Offshore. Disse selskapene er de tre største offshore supply selskapene som er notert på Oslo Børs, i tillegg til å være blant de 10 største offshore supply

¹⁶ Skipene innenfor Seismikk og Subsea segmentene har betegnelsen CSV (Construction Support Vessels)

¹⁷ www.offshore.no Stor etterspørsel etter seismiske fartøy, 14.06.2007

selskapene på verdensbasis. Med andre ord kan man si at Norge er meget godt representert i denne bransjen på verdensbasis.

Senere i utredningen vil Eidesvik, Farstad og DOF utgjøre en komparativ bransje, noe betyr at jeg synes det er hensiktsmessig med en liten presentasjon av de to sistnevnte selskapene.

Farstad Shipping ASA¹⁸

Farstad rederiet startet sin offshore aktivitet i 1973 som en av pionerene i Nordsjøen. Selskapets første forsyningsskip ble da kontrahert. To meget gunstige oppkjøpstidspunkt av to flåter i henholdsvis 1986 og 1989 på 7 og 10 skip, er en vesentlig betydning for oppbyggingen av dagens rederi. Hovedkontoret til Farstad befinner seg i dag i Ålesund, og selskapet ble børsnotert i 1988. I dag er Farstad et internasjonalt konsern som eier og driver en moderne flåte av offshore service fartøyer, og driver tjenester innenfor subsea markedet. Flåten består av 48 skip, hvor 90 % av skipene er belagt med kontrakter i første halvdel i 2007 og 60 % i andre halvdel samme året. Selskapet har i likhet med flere offshore supply selskaper lagt frem solide resultater de siste årene, og selskapet har klart å befeste en solid posisjon i det internasjonale markedet. Selskapets aksjekurs har i løpet av 2006 variert mellom 92 Kr og 139 Kr, noe som gir en markedsverdi på ca. 5 milliarder kroner på Oslo Børs.

Distict Offshore ASA (DOF)¹⁹

DOF stiftet i 1981 og ble børsnotert på Oslo Børs i 1997. Hovedkontoret til DOF befinner seg i dag i Austevoll kommune. DOF er i dag et internasjonalt konsern som eier og driver en moderne flåte av offshore service fartøyer, og virksomheter som yter tjenester innefor subsea markedet. Flåten (inkludert nybygg) består av 21 PSV, 9 AHTS og 26 CSV, hvor kontraktsdekningen jevnt over er høy både for nybygg og for eksisterende flåte. I 2006 hadde DOF et meget godt år, og EBIT steg med hele 69,6 % fra året før. Verdien av aksjene på Oslo Børs var per. 31.12.2006 på 68 Kr, noe som tilsvarer en markedsverdi på 5,5 milliarder kroner. Selskapets aksjekurs per 31.12.06 steg med 88 % i forhold til aksjekurs per 1.1.06.

¹⁸ www.farstad.no Årsrapport (2006)

¹⁹ www.dof.no Årsrapport (2006)

3. Verdsettelse

Hovedmålsettingen med denne oppgaven er å komme frem til et verdiestimat på egenkapitalen til Eidesvik Offshore ASA per utestående aksje, og på grunnlag av dette gi en anbefaling om å kjøpe-, selge- eller holde på aksjen(e) til potensielle investorer eller eksisterende eiere. Verdiestimatet kan beregnes ved å bruke forskjellige verdsettelsesteknikker, og valg av verdsettelsesteknikk er avhengig av hvor selskapet befinner seg i livssyklusen. I denne delen av oppgaven skal jeg først presentere tre forskjellige hovedteknikker for verdsettelse. Deretter skal jeg komme med en konkret vurdering av hvilken verdsettelsesteknikk jeg skal ha hovedfokus på i min verdsettelse av Eidesvik.

3.1 Presentasjon av hovedteknikkene for verdsettelse

I det følgende vil jeg presentere tre hovedteknikker for verdsettelse av en virksomhet²⁰:

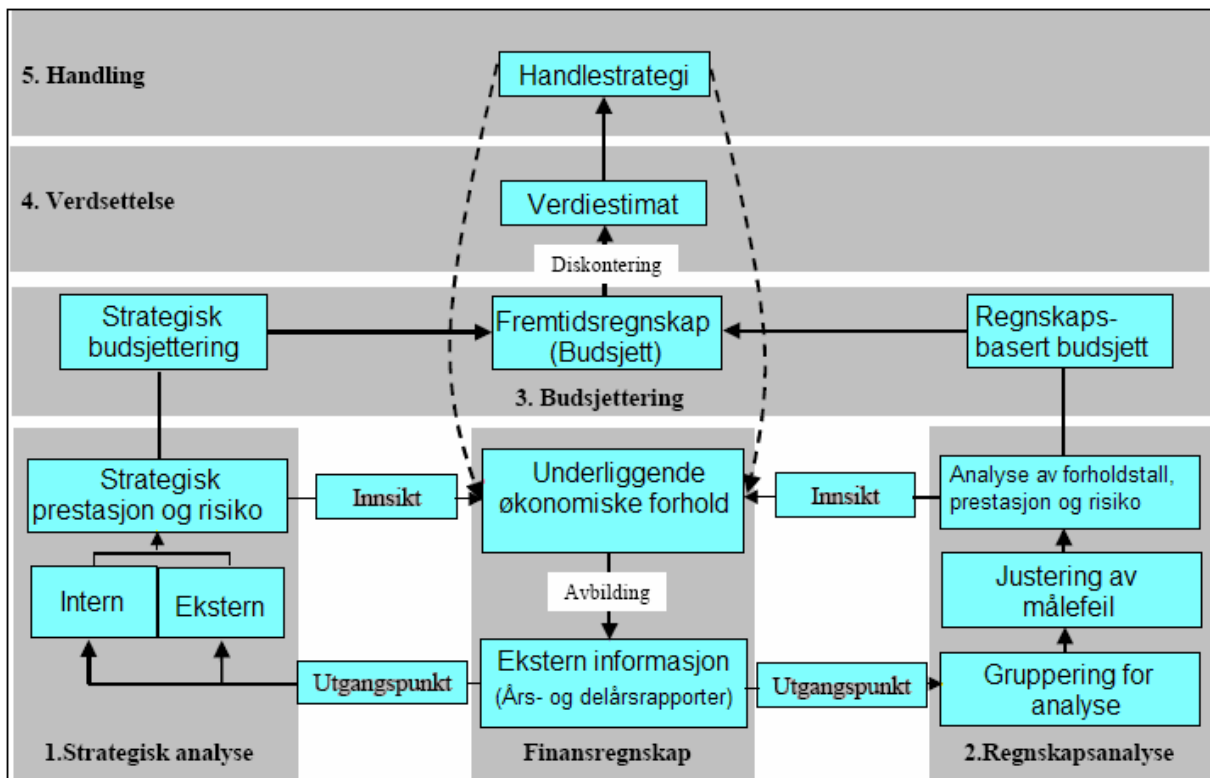
1. Fundamental verdsettelse
2. Komparativ verdsettelse
3. Opsjonsbasert verdsettelse

3.1.1 Fundamental verdsettelse

Fundamental verdsettelse er basert på analyse av underliggende forhold i selskapet. Dette skjer igjennom en strategisk regnskapsanalyse og utarbeidelse av fremtidsregnskap og krav. Denne verdsettelsesteknikken er mer tidkrevende enn komparativ- og opsjonsbasert verdsettelse, som følge av at man trenger mye mer input. Det er imidlertid slik at denne verdsettelsesteknikken egner seg best for selskap i moden-fase med stabil drift og selskap i tilbakegang, som følge av at den er basert på regnskapstall. I figur 2 illustreres rammeverket for fundamental verdsettelse²¹.

²⁰ Penman (2004)

²¹ Knivsflå(2006)



Figur 2: Fundamental verdsettelse

Når man foretar en fundamental verdsettelse av et selskap tar man utgangspunkt i offentlig informasjon i form av års- og delårsrapporter.

Steg 1 er strategisk analyse, både intern og ekstern, hvor man analyserer om selskapet har konkurransefortrinn som kan føre til superprofitt. Innsikten fra den strategiske analysen har man bruk for senere i verdsettelsesprosessen når man skal utarbeide fremtidsregnskap.

Steg 2 er regnskapsanalysen som gjennomføres for å få innsikt i de underliggende økonomiske forholdene til selskapet. Rent praktisk skjer dette ved at man omgrupperer for investororientert analyse, analyserer og justerer for målefeil samt analyse av forholdstall. Disse nevnte prosedyrene gjennomføres for å få en innsikt i om selskapet innehar fordeler som skulle tilsi at de har superprofitt, og eventuelt hvor lenge denne fordelene vil vedvare.

Steg 3 er utarbeidelsen av fremtidsregnskapet. På basis av innsikten man får fra den strategiske regnskapsanalysen (steg 1 og steg 2) blir finansregnskapet fremskrevet, og blir da et såkalt fremtidsregnskap.

I steg 4 foretar man selve verdsettelsen av selskapet. Dette gjør man ved å diskontere verdiene i fremtidsregnskapet til nåverdi.

Steg 5 er selve målet med hele rammeverket. På bakgrunn av verdiestimatet på egenkapitalen vil man komme med en anbefaling til potensielle- eller eksisterende investorer om å kjøpe, selge eller holde på aksjen(e).

3.1.2 Komparativ verdsettelse

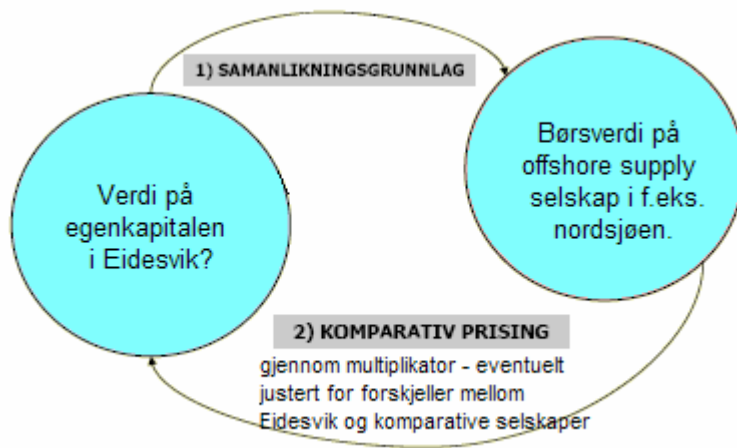
Ved komparativ verdsettelse estimerer man verdien på selskaper eller eiendeler ved å se på hvordan lignende selskaper/eiendeler har blitt priset. Fordelen med komparativ verdsettelse er at det er en mye enklere og mindre kostbar verdsettelsesteknikk enn fundamental verdsettelse, noe som gjør at den blir mye brukt i praksis. En ulempe med komparativ verdsettelse både direkte og indirekte er at den lett kan manipuleres, da den er helt avhengig av hvilke selskaper og multiplikatorer som blir valgt. En annen ulempe en bør være klar over er at metoden kan medføre at selskap blir overvurdert i en periode med overvurdert marked, og undervurdert i et undervurdert marked²².

Komparativ verdsettelse kan gjennomføres enten ved en direkte- eller en indirekte metode.

Direkte komparativ verdsettelse skjer ved at egenkapitalen til selskapet blir sammenlignet med børsverdien til tilsvarende selskaper-eventuelt justert for forskjeller- ved hjelp av en multiplikatormodell. Det er spesielt viktig at man justerer for forskjeller i vekst, risiko og dividendeutbetalinger, hvis ikke kan det lede til helt feil konklusjoner. Rammeverket for direkte komparativ verdsettelse²³ illustreres i figur 3.

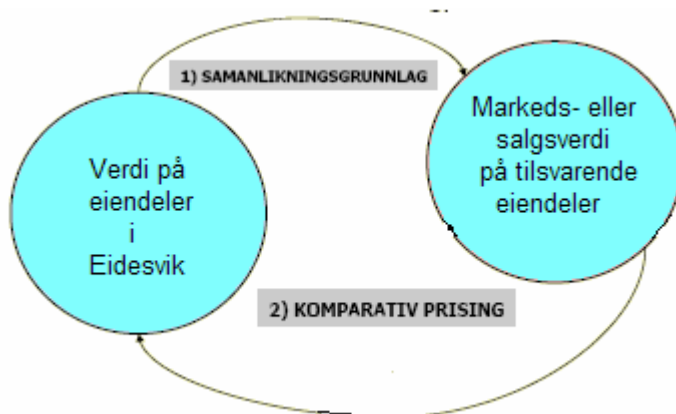
²² Damodaran (2002)

²³ Knivsflå (2006)



Figur 3: Direkte komparativ verdsettelse

Indirekte komparativ verdsettelse går ut på at eiendelene til et komparativt selskap blir sammenlignet med den estimerte salgsverdien på tilsvarende eiendeler. Deretter blir substansverdien av egenkapitalen funnet ved å trekke ifra gjelden. Når en skal bruke substansverdimetoden kreves det at alle eiendeler og gjeld kan identifiseres, samt at disse må ha en salgs eller markedsverdi som kan observeres eller lett estimeres gjennom å sammenligne med lignende eiendeler og gjeld. Rammeverket for indirekte komparativ verdsettelse²⁴ illustreres i figur 4 nedenfor.



Figur 4: Indirekte komparativ verdsettelse

Spesielt for selskaper i oppstartsfasen virker det som om komparativ verdsettelse er den primære verdsettelsesteknikken, som følge av at tilgangen på fundamental informasjon er meget begrenset. Dersom en skal verdsette et selskap i moden fase

²⁴ Knivsflå (2006)

er det ofte vanlig at fundamental verdsettelse er hovedteknikk, mens en bruker komparativ verdsettelse som et supplement. Substansverdimetoden brukes for det meste i tilfeller hvor eiendelene i selskapet har klare sammenlignende verdier, samt når verdien på de immaterielle eiendelene er lav slik som ved konkurs²⁵.

3.1.3 Opsjonsbasert verdsettelse

Opsjonsbasert verdsettelse er en verdsettelsesteknikk som går ut på å måle verdien av fleksibilitet og andre opsjoner i drift og finansiering gjennom opsjonsprising.

Opsjonsbasert verdsettelse blir ofte benyttet som et supplement til fundamental verdsettelse der verdien av særlig fleksibilitet blir isolert ifra fundamentalverdien og verdsatt separat gjennom opsjonsprising. Man finner altså verdien av egenkapitalen til selskapet ved å summere verdien av egenkapitalen fra den fundamentale verdsettelsen og nåverdien av fleksibiliteten.

Med den opsjonsbaserte modellen blir det mulig å estimere en verdi på eiendeler det ellers er vanskelig å verdsette. Ulempen med metoden er at det er vanskelig å få tak i informasjonen som trengs for å verdsette den underliggende eiendelen.

3.2 Valg av verdsettelsesteknikk

Når man skal velge hvilken verdsettelsesteknikk man skal ta i bruk er det i hovedsak tre faktorer som spiller inn. Det første er hvilken bransje selskapet er i. Det andre er hvor i livssyklusen selskapet befinner seg, mens det tredje er sannsynligheten for at selskapet snarlig avvikler driften. Jeg anser at Eidesvik befinner seg i en sen vekst eller tidlig modningsfase, og at det fortsatt er fremtidige vekstmuligheter.

Ut i fra bransjen og livssyklusen mener jeg at den mest hensiktsmessige verdsettelsesteknikken er fundamental verdsettelse. For å underbygge verdiestimatet som fremkommer fra denne teknikken vil jeg utføre en komparativ verdsettelse. Velger å se bort i fra den opsjonsbaserte teknikken, men vil heller ta hensyn til realopsjonen i vekstestimatene i fremtidsregnskapet. Eidesvik har forutsetning om

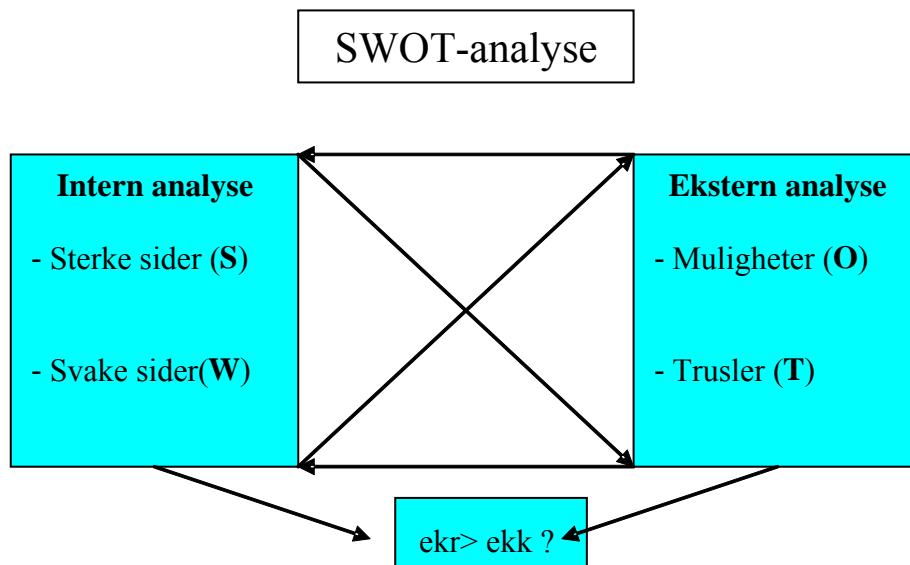
²⁵ Damodaran (2002)

fortsatt drift, noe som gjør at jeg ser bort i fra substansverdimetoden og opsjonsverdien ved avvikling.

4. Strategisk analyse

Ved å foreta en strategisk analyse vil jeg kunne få en oversikt over Eidesvik Offshore ASA sin konkurranseposisjon. Strukturen på den strategiske analysen er at jeg først foretar en ekstern bransjeanalyse som skal gi en oversikt over hvordan Eidesvik posisjonerer seg i forhold til konkurrentene. Deretter gjennomfører jeg en intern ressursbasert analyse, som viser hvilke kritiske ressurser Eidesvik besitter.

Den interne og eksterne analysen tar utgangspunkt i en SWOT-modellen²⁶. Den interne analysen vil fokusere på de sterke og svake sidene til Eidesvik, mens den eksterne fokusere på muligheter og trusler eksternt i bransjen. SWOT-modellen som strategisk rammeverk presenteres i figur 5.



Figur 5: SWOT-analyse

Resultatene fra analysen vil kunne gi indikasjoner på hva bedriften gjør riktig og hva som eventuelt bør gjøres bedre. Denne innsikten vil kunne være til hjelp for hvordan bedriften skal posisjonere seg i forhold til konkurrentene, med formål om å skape fremtidig superprofitt ($ekr > ekk$, dvs. egenkapitalrentabilitet utover kravet). Dersom bedriften oppnår superprofitt betyr det at den har en strategisk fordel. Denne strategiske fordelen kan dekomponeres i en fordel knyttet til interne ressurser og en fordel knyttet til bransjen²⁷.

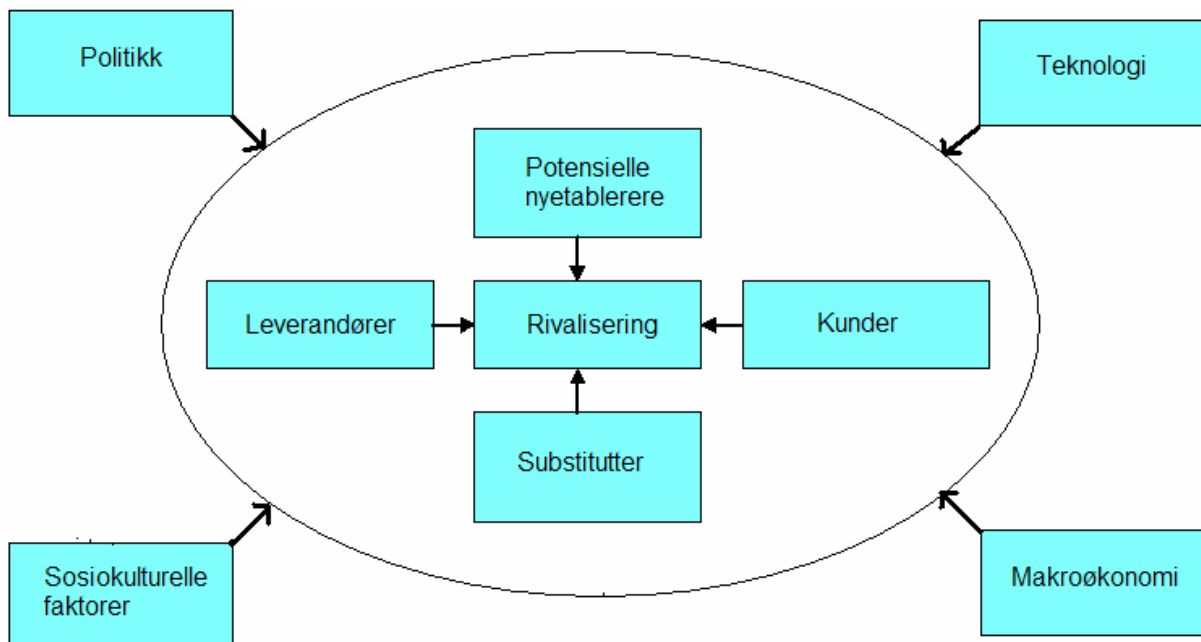
²⁶ Roos, von Krogh, Roos (2002)

²⁷ Knivsflå (2005)

4.1 Ekstern analyse

Den eksterne analysen av selskapet blir gjennomført for å få et overblikk over hvor Eidesvik Offshore ASA befinner seg på konkurransearenaen, og på den måten komme frem til hvilke muligheter og trusler de står ovenfor. For å finne svar på dette mener jeg at det er hensiktsmessig å først få en oversikt over de mest vesentlige makroøkonomiske variablene ved å foreta en såkalt PEST-analyse²⁸, som tar for seg politiske, økonomiske, sosiokulturelle og teknologiske faktorer. Deretter vil jeg foreta en bransjeanalyse med utgangspunkt i Porter`s "five forces".

Det er en klar sammenheng mellom Porter`s "five forces"²⁹ og makroøkonomiske variabler, noe som illustreres i figur 6.



Figur 6: Sammenhengen mellom Porters "five forces" og makroøkonomiske variabler

4.1.1 PEST-analyse av makroforhold³⁰

Lønnsomheten til Eidesvik Offshore ASA og de andre selskapene i bransjen er avhengig av en rekke makromessige forhold. Jeg vil i denne analysen gjennomgå de fem makromessige faktorene som ble vist i figur 6. Disse faktorene kan brukes som

²⁸ Roos, von Krogh, Roos (2002), Hill & Jones (2001)

²⁹ Hill & Jones (2001)

³⁰ Roos, von Krogh, Roos (2002)

grunnlag for å stille spørsmål som: Hvordan påvirker omgivelsene oss? Hvilke av disse faktorene er viktigst nå og i fremtiden? Hvordan kan vår bedrift møte disse utfordringene på best mulig måte? Ut i fra pest-analysen skal en kunne få en oversikt over de antatt viktigste makromessige faktorene å ta hensyn til i offshore supply bransjen, samt få et innblikk i de drivkreftene som i størst grad påvirker etterspørselen etter supply skip.

Politiske faktorer

Eksempel på politiske faktorer er skattepolitikk, handelsreguleringer og arbeidsreguleringer.

Det har blitt fastsatt særegne lover for norske offshore-selskaper, slik at norske rederier skal ha en mulighet til å konkurrere effektivt på verdensbasis. En særordning er refusjonsordning for å ha norsk besetning om bord.³¹ Denne refusjonsordningen er innført på grunn av at lønningene i Norge generelt er høyere enn i utlandet. Ordningen gjør dermed at lønnskostnadene til norske offshore-selskaper blir redusert til et konkurransedyktig nivå internasjonalt.

Makroøkonomi

De mest innflytelsesrike faktorene på dette området er rentenivå, inflasjon og inntektsnivå. Oljeprisutviklingen, rentenivå og frakratenivå antas å være de mest sentrale faktorene for offshore supply bransjen³², noe som gjør at jeg velger å gå i detalj på disse.

Oljeprisutvikling

Som nevnt innledningsvis i denne oppgaven er det et faktum at offshore supply bransjen er svært følsom for oljeprisutviklingen, da deres forsyning i all hovedsak er til oljerelaterte virksomheter. I løpet av de siste tre årene har oljeprisen økt betraktelig, og hadde toppnotering tidlig våren 2007. Høy oljepris de siste årene har ført til at høy lønnsomhet for oljeselskaper, som dermed har ført til økt leting og utbyggingsaktivitet. Dette har igjen vært utslagsgivende for offshore supply bransjens lønnsomhet.

³¹ www.rederi.no Uten norske skip, ingen norske sjøfolk, 14.02.2007

³² Knivsflå (2005)

Det er usikkert hvor lang og vedvarende økningen i oljeprisen vil være, da den i stor grad er avhengig av globale økonomien og oljeproduksjonen. Den fortsatt sterke veksten i asiatiske land (blant annet Kina) taler for økende oljepris. Det samme gjør den fallende trenden i oljelagrene.

Min tolkning er at oljeprisen er fallende på kort sikt, gjerne ned mot motstandsnivået på 50 USD/fat. På lenger sikt mener jeg derimot at utviklingen peker oppover, blant annet som følge av at tilgangen på nye oljefelt er begrenset og fremtidige vekstutsikter ser gode ut.

Basert på antagelse om høy fremtidig oljepris, mener jeg at offshore supply bransjen vil kunne dra fordel av dette.

Rentenivå

Rentenivået i Norge, USA og Europa har vært svært lav de siste tre årene, noe som har gitt utslag i økte investeringer fordi det blir gunstigere å investere i disse områdene. Offshore supply bransjen har hatt en solid vekst i 2006³³, og både markedsutsikter og strukturelle endringer tiliser at lønnsomheten for norsk drevet skipsfart vil kunne holde seg på et høyt nivå fremover.³⁴ Det er imidlertid viktig å påpeke at styringsrenten i Norge er i en oppadgående trend. Og Norges Bank har gitt klart uttrykk for at det vil komme rentehevinger i tiden som kommer.³⁵ Dette vil kunne slå negativt ut på investeringsetterspørselen, da det blir mindre gunstig å investere.³⁶

Frakratenivået

Supply selskapene må ta stilling til om de vil ha skipene i spot markedet eller periode markedet. Med spotmarkedet menes det kontrakter som er inngått opp til og med 30 dager, mens periodemarkedet er kontrakter fra 30 dager eller mer³⁷. En stor andel av supply-skipene i nordsjøen går på langtidskontrakter(termin), noe som gjør at de er mindre utsatt for kortsiktige svingninger i frakratenivået. I langtidskontraktene

³³ www.rederi.no 4. Kvartalsrapport Norges Rederiforbund

³⁴ www.rederi.no Jo, skipsfart er lønnsomt, 10.04.2007

³⁵ www.dnbnor.no Makroanalyser 17.01.07

³⁶ www.norgesbank.no Penger og kreditt 4/2006

³⁷ R.S Platou AS månedssrapport, 31.12.2006

forholder man seg til et fastsatt ratenivå over kontraktperioden, og kunden har gjerne en opsjon på forlengelse av kontrakten etter kontraktstidspunktet utløper.

Sosiokulturelle faktorer

Faktorer knyttet til dette er blant annet ytre miljø og demografi.

De stadige endringene i klimaet har ført til at det har vokst frem en debatt om klimapolitikk. Miljøhensyn er og blir en viktig faktor i selskapenes tekniske og forretningsmessige utvikling. Dette vil føre til høyere investeringskostnader for selskapene, men miljøet vil bli spart for belastninger. På sikt vil det likevel kunne bli lønnsomt for selskapene som satser på miljøvennlige løsninger, da det er klare tegn på at det vil bli økte avgifter på miljøbelastning og forurensning i fremtiden. Eksempel på innovative miljøløsninger er blant annet Eidesvik Offshore ASA sin satsning på brenselcelleenergi, Knutsen OAS AS sin satsning på miljøvennelig frakting av gass og Wallenius Wilhemsen Logistics satsning på solenergi, bølgeenergi, vindenergi og brenselceller.

Det er et faktum at norske rederier har lang fartstid som internasjonale aktører. Det blir påstått at det er ingen andre norske næringer som er like tungt globalisert som skipsfarten. De norske rederiene kontrollerer verdens femte største handelsflåte, som sysselsetter nærmere 60 000 sjøfolk fra hele verden (hvorav 15 000 fortsatt er norske). Det fremkommer at en viktig årsak til den sterke posisjonen til norsk skipsfart er samarbeidet med de utenlandske selskapene på norsk sokkel, noe som har medført at norske rederier har opparbeidet seg en konkurransefordel i kampen om oppdrag utenlands.

Teknologi

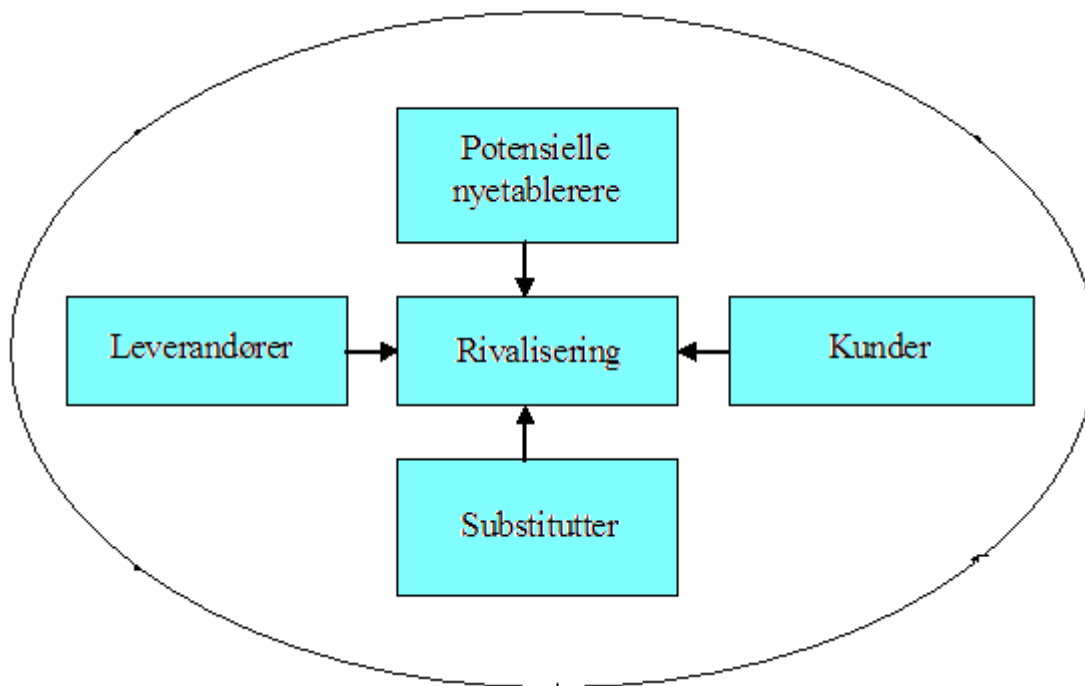
Med teknologiske forhold menes det områder som blant annet innovasjon, kommunikasjonsteknologi og offentlig forskning.

Den maritime næringen er i kontinuerlig utvikling, og det forekommer teknologiske nyvinninger hele tiden. Det kan blant annet nevnes at det har blitt utviklet gassdrevne forsyningsskip, som er en teknologisk nyvinning som gjør at en får redusert miljøskadelige utslipp.

Stadig bedre transport- og logistikkjøpsninger blir utviklet av norske rederier med hjelp av IKT-verktøy som kan håndtere informasjonsflyten i hele transportkjeden på en effektiv måte. Også på dette området viser den norske skipsfarten seg for å være en av de som hevder seg best i det globale marked³⁸.

4.1.2 Bransjeanalyse

Michael Porter definerer i sin bok *Competitive Strategy* fem faktorer i forbindelse med konkurransevne som kan benyttes for å forstå dynamikken i en bedrifts operasjonelle marked, og som videre er avgjørende for hvordan et selskap vil posisjonere seg i forhold til sine konkurrenter³⁹. Rammeverket til Porter hjelper til med å analysere de nye aktørene som ønsker å operere i markedet, kundenes og leverandørenes forhandlingssituasjon, innflytelsen fra substituerbare produkter som er tilgjengelige for kundene, og den rivaliseringen som foregår blant aktørene i bransjen. Disse fem faktorene kan ses på som en mulighet eller trussel. Porters modell fokuserer utelukkende på hvordan verdiene som skapes i en bransje blir fordelt, ikke hvor store verdier som skapes. Porter's "five forces" presenteres i figur 7.



Figur 7: Porters "five forces"

³⁸ www.rederi.no Hjemmeside

³⁹ Roos, von Krogh & Roos (2002)

Potensielle nyetablerere

Trusselen fra nye aktører som ønsker å etablere seg i bransjen vil i stor grad avhenge av hvilke etableringshindringer som finnes. Dersom det er høye barrierer for nye aktører som ønsker å etablere seg i markedet, viser det seg at etableringstrusselen ofte er lav. Mens det motsatte er tilfellet dersom barrierene er lave. Lave inngangsbarrierer gir muligheter for potensielle nyetablerere å komme inn på markedet, noe som vil kunne medføre at eksisterende bedrifter i bransjen vil bli hindret til å ta ut fullt overskudd⁴⁰. De mest sentrale etableringshindrene som forekommer i offshore supply bransjen er: stordriftsfordeler, produktdifferensiering, kapitalbehov, byttekostnader og kostnadsulemper som er uavhengige av størrelsesfaktoren⁴¹.

På hver av disse etableringshindringene vil jeg konkludere med om etableringsbarrieren er høy, middels eller lav. For å komme frem til et representativt gjennomsnitt velger jeg å tallfeste etableringsbarrierene i rekkefølge 3, 2 og 1, for henholdsvis høy, middels og lav etableringsbarriere. Etableringsbarrierene vil bli vektet likt, og jeg kommer dermed frem til et gjennomsnitt som vil ligge i intervallet [1-3]. Basert på dette kan jeg konkludere med om trusselen fra potensielle nyetablerere er høy, middels eller lav.

Stordriftsfordeler

Selskapets størrelse vil kunne ha stor betydning for hvilke utviklingsmuligheter det har. Større supply selskaper har ofte mulighet til å drive med høyerre volum, noe som muliggjør realisering av stordriftsfordeler knyttet til eksempelvis FOU-investeringer. Rederiene med stor flåte vil også kunne ha stordriftsfordeler med tanke på at de kan fordele faste felleskostnader på et større antall skip. De store selskapene med stor flåte vil kunne tilby kundene sine et mye bredere produktspekter enn hva nyetablerte selskap med liten flåte kan gjøre. Jo større flåte supply selskapene har desto høyere er sannsynligheten for at de kan forhandle frem kvantumsrabatter, noe som gjør at de store har konkurransefortrinn på de mindre selskapene. Basert på disse faktorene som nevnt ovenfor, mener jeg at stordriftsfordeler vil utgjøre en høy(3) etableringsbarriere for potensielle nyetablerere.

⁴⁰ Hill & Jones (2001)

⁴¹ Roos, von Krogh & Roos (2002)

Produktdifferensiering

Det er noen selskaper i offshore supply bransjen som velger en såkalt nisjestrategi, hvor de spesialisere seg innenfor et konkret felt. De fleste selskapene i bransjen tilbyr derimot et bredt produktsortiment i hovedsak innenfor segmentene supply & logistikk, subsea og seismic. En del selskaper prøver å differensiere sine produkter ved å tilby miljøvennlige løsninger. Trenden er imidlertid at myndighetene legger høyere avgifter på de skipsløsningene som er mest forurensende, noe som gjør at flere og flere selskaper har fått en miljømessig profil. En annen form for produktdifferensiering er at selskapene spesialtilpasser løsninger til kundene sine, noe som er med på å bygge opp lojalitet i markedet til produktene som tilbys. Eventuelle nyetablerere kan komme til å måtte gjøre omfattende investeringer for å utligne eksisterende aktørers fordeler, men da det er lett tilgjengelig hvordan selskapene velger å differensiere seg anser jeg produktdifferensiering som en lav**(1)** barriere for potensielle nyetablerere.

Kapitalbehov

Det er et faktum at offshore supply bransjen er en kapitalintensiv bransje. For å etablere et selskap i denne bransjen kreves det omfattende investeringer, noe som i seg selv er en barriere for nyetablerere. Det faktum at offshore supply bransjen opererer i historisk sett volatilt marked, gjør at det er stor usikkerhet knyttet til å investere her. Bankene tar seg betalt for denne risikone i form av risikopremie, noe som kan gjøre det ulønnsomt for potensielle nyetablerere å entre markedet. En del selskaper løser sine kapitalbehov ved å samarbeide med andre, hvor de deler på investeringen og driftsansvar. Dette kan også være en løsning for potensielle nyetablerere. I dagens effektive kapitalmarked er det relativt enkelt å hente kapital for investering i denne bransjen, spesielt i dag som oljeprisen er så høy. Kapitalbehovet vil selvsagt variere alt etter hvilken type skip det skal investeres i. Annenhåndsverdien på de forskjellige typene skip er imidlertid lett tilgjengelig for bankene, noe som gjør det lettere for bankene å reise kapital til investorer som ønsker å etablere seg i denne bransjen. Min oppfatning er dermed at kapitalbehov anses som en moderat**(2)** barriere for potensielle nyetablerere i bransjen.

Byttekostnader

Som nevnt tidligere tilbyr flere av aktørene innen offshore supply bransjen skreddersydde løsninger til hver enkelt kunde. Dette gjør at bindingen mellom selskap og kunde blir sterkere, noe som automatisk medfører at byttekostnaden blir høyere. De potensielle nyetablerere får dermed en stor utfordring med å rettferdiggjøre ovenfor kunden at det er verdt kostnaden ved å bytte leverandør eller at de eventuelt bærer hele kostanden ved byttet selv. Et annet moment som taler for høye byttekostnader er at en stor andel av skipene i denne bransjen er knyttet til langtidskontrakter⁴². Basert på disse sentrale momentene mener jeg å ha grunnlag til å påstå at byttekostnadene medfører en høy**(3)** barriere for potensielle nyetablerere.

Kostnadsulempen som er uavhengig av størrelsesfaktoren

Flere av de selskapene i offshore supply bransjen har vært der i mange år, noe som gjør at de får effekter som kan tilskrives lærings- og erfaringskurven⁴³. Ettersom selskapene har vært i bransjen lenge har de fått kunnskap og erfaring i de forskjellige aktivitetene de er bygd opp rundt, noe som vil kunne gi kostnadsreduksjoner. Det er spesielt i segmentet supply & logistikk at selskapene kan dra fordel av den lange erfaringen, da dette segmentet har vært operativt siden olje ble funnet i nordsjøen. Arbeidsoppgavene knyttet til en rekke aktiviteter krever både erfaring og kunnskap, noe som gjør at markedet for kvalifisert arbeidskraft er begrenset. På bakgrunn av at potensielle nyetablerere har mangel på bransjee erfaring, samt at det er vanskelig å få tak i kvalifisert arbeidskraft gjør at det er en høy**(3)** barriere for potensielle nyetablerere.

Oppsummering og konklusjon

Ved å summere tallkarakterene som ble gitt til hver etableringsbarriere har jeg kommet frem til et gjennomsnitt på 2,4. Dette impliserer at etableringsbarrierene er i grenseland mellom middels/høy. Høye etableringsbarrierer medfører at trusselen fra potensielle nyetablerere vurderes til å være i grenseland mellom lav og middels. Men i og med at lønnsomheten i denne bransjen har vært solid de siste årene vil nyetablerere se på dette som et mulig satsningsområde, noe som gjør at jeg velger å fastsette trusselen fra potensielle nyetablerere til middels.

⁴² R.S Platou AS månedssrapport, 31.12.2006

Rivalisering blant eksisterende aktører

Indikasjoner på intens rivalisering kan være hyppige priskutt, nye produktlanseringer, bedre kundeservice og annonsekrieg m.m. I dette avsnittet vil en få et inntrykk av hvor intens konkurransen er mellom bedrifter i offshore supply bransjen, for på den måten finne ut hvor stor trusselen selskapene utgjør mot hverandre. Graden av konkurranse er et resultat av hvilken grad en rekke strukturelle faktorer griper inn i hverandre. Følgende situasjoner bør en ta hensyn til; antallet konkurrenter og forholdet dem i mellom, bransjevekst og avviklingshindringer. Rivalisering vil være den letteste konkurransefaktoren å knytte til lønnsomhetsutvikling⁴⁴.

Antallet konkurrenter og forholdet dem i mellom

Som nevnt innledningsvis i oppgaven består offshore supply bransjen av mange aktører av ulike størrelser. De selskapene med de største flåtene i denne bransjen er Farstad, DOF og Solstad. Mens selskap som Eidesvik, Siem Offshore og Havila Shipping har en flåtesammensetning på ca halvparten av det de største har. I tillegg er det ikke børsnoterte selskap og internasjonale aktører på markedet.

Teorien tilsier at i en situasjon der antall konkurrenter er stort, er det større sannsynlighet for at enkelte går sine egne veier: Dette vil ofte lede til ustabile forhold fordi andre aktører har styrke nok til å svare på eventuelle angrep. Den store kontraheringen av supplyskip vil kunne være en faktor som kan lede til ustabile forhold i bransjen⁴⁵, som følge av at dersom tilbudet av supplyskip blir større en etterspørselen vil ha negativ innvirkning på ratenivået. Basert på dette mener jeg at trusselen fra konkurrenter og styrkeforholdet er moderat**(2)**.

Bransjevekst

Som nevnt innledningsvis i oppgaven samvarierer lønnsomheten i offshore supplymarkedet nært med oljeprisutviklingen. I dag er offshorebransjen i en oppgangsperiode som følge av de høye oljeprisene, noe som gjør at etterspørselen etter supplyskip er stor. I henhold til ODS Petrodata har utnyttelsesgraden for rigger i nordsjøen vært tilnærmet lik 100 % siden utgangen av år 2004, noe som har gitt utslag i kraftig vekst i fraktratene. Så lenge utnyttelsesgraden fortsatt holder et høyt

⁴⁴ Roos, von Krogh, Roos (2002)

⁴⁵ www.eidesvik.no Årsrapport (2005)

nivå, er det ingenting som tyder på at markedet vil svekke seg. En faktor som kan være ødeleggende for veksten er derimot den store kontraheringen av PSV/AHTS skip⁴⁶. En konsekvens av dette vil da kunne være at konkurransen begrenses til å ta markedsandeler fra hverandre, noe som vil være ugunstig for bransjen. Likevel synes jeg at fremtidsutsiktene ser bra ut på kort sikt, da flere av selskapene har inngått solide kontrakter. På mellomlang og lang sikt tror jeg imidlertid at marginene i bransjen kan bli noe lavere. Basert på dette anser jeg trusselen om vekst i bransjen som **middels(2)**.

Avviklingshindringer

Offshore supply bransjen er kapitalintensiv og krever høye grunninvesteringer. En rekke selskaper i bransjen har nær kontakt med sine kunder og spesialtilpasser sine skip i forhold til kundenes behov, noe som kan representere en avviklingshindring. Annenhåndsmarkedet er imidlertid meget velutviklet for skip, noe som gjør at det blir lettere å få solgt skip dersom man ønsker det. Basert på dette mener jeg at trusselen for avviklingshindringer er **middels(2)**.

Oppsummering og konklusjon

Ved å summere tallkarakterene som ble gitt til de vesentligste faktorene knyttet til rivalisering, har jeg kommet frem til et gjennomsnitt på 1,66. Med dette anser jeg trusselen fra eksisterende konkurrenter til å være **middels**.

Trusselen fra substitutter

Substitutter er andre produkter eller tjenester som dekker samme kundebehovene, men som gjør dette på en annen måte enn de etablerte. Den potensielle lønnsomheten i bransjen vil bli redusert dersom substituerbare produkter fremkommer, ved at de setter en begrensning når det gjelder prisnivå og etterspørsel⁴⁷.

⁴⁶ Orion Securities, Analyse av Eidesvik Offshore ASA, desember 2006

⁴⁷ Roos, von Krogh & Roos (2002), Hill & Jones (2001)

Oppsummering og konklusjon

Klare substitutter til produkter og tjenester som tilbys i offshore supply bransjen i dag er i utgangspunktet vanskelig å peke på. Trusselen fra substitutter fastsettes til å være **lav**.

Leverandørenes forhandlingsmakt

Overskuddet i en bransje kan på visse betingelser presses ned av leverandørene. Dette kan i praksis skje ved trusler om å sette opp prisene eller redusere kvaliteten på de varene og tjenestene som tilbys. Trussel fra leverandører blir ofte forsterket dersom leverandørgruppen er dominert av få bedrifter, leverandørenes produkt er en viktig innsatsfaktor for kjøper, leverandørenes produkter er differensierte og det er trussel om at leverandøren tenker på å foreta vertikal integrasjon⁴⁸.

Flere av de aktørene som opererer inne supplybransjen har opparbeidet seg solid kompetanse og bransjeeerfaring. En stor andel av sjøfolkene begynner å nærme seg pensjonsalder, noe som har medført at selskapenes behov for rekruttering er viktigere enn noensinne. Næringen står ovenfor viktige utfordringer når det gjelder å skaffe seg tilstrekkelig med kvalifisert arbeidskraft. For å løse dette problemet har blant annet Eidesvik inngått avtale med høyskolen Stord/Haugesund, hvor de garanterer jobb til folk som velger å ta nautikkutfanning.

Norske skipsverft og tilbydere av utstyr til offshore industrien er inne i en av sine mest aktive perioder, noe som har resultert i signifikante økninger i priser og forsinkelser i leveringer⁴⁹. Etablering av nye virksomheter i utlandet har også ført til flere kontraheringer ved utenlandske verft, noe som har skjerpet konkurransen til de norske verftene.

Oppsummering og konklusjon

Det er per dags dato for få sjøfolk i Norge, noe som har medført at det har blitt kamp om arbeidskraft. Dette fenomenet har dermed gitt utslag i at sjøfolk har opparbeidet seg en forhandlingsmakt i forhold til lønnsvilkår. Den største trusselen for splyselskapene i forhold til skipsverftene er trege leveringstider og ferdigstilling.

⁴⁸ Roos, von Krogh & Roos (2002)

⁴⁹ Årsrapport 2006, Farstad Shipping

Basert på momentene ovenfor mener jeg at trusselen fra leverandørene er **middels**.

Kundenes forhandlingsmakt

Jo mer forhandlingsmakt kundene har i forhold til selskapet, desto mer vil de klare å presse prisene nedover. I slike situasjoner vil mer av profitten bli overført til kundene. Forhandlingsposisjonen til kundegruppe er sterk under følgende forhold; kundegruppen er konsentrert, produktet utgjør en betydelig andel av kundens totale kostnader, produktene er standardisert og kunden kan tenkes å integrere bakover⁵⁰.

Ratene i offshore supply bransjen dannes ut i fra tilbud/etterspørsel forhold, og tas for gitt i markedet. På grunnlag av dette kan man si at trussel om prispress anses som lav.

Vertikal integrasjon er et alternativ for oljeselskapene, noe som innebærer at de begynner å drive med offshore supply tjenester. Jeg anser imidlertid dette som lite sannsynlig, da jeg tror oljeselskapene vil fokusere på sin kjernevirksomhet.

Som nevnt innledningsvis i oppgaven tilbyr offshore supply selskapene tjenester innenfor diverse segmenter. Det vil kunne være naturlig å si at forsyning og beredskapssegmentet er standardiserte produkter i offshore supply bransjen, mens subsea og seismikk segmentene tilbyr mer differensierte tjenester. Selskapene spesialtilpasser ofte skipene for enkeltoppdrag, noe som ofte er en kostbar investering. Ved fall i ratenivået vil det kunne være en trussel at investeringen ikke lenger vil være lønnsomme, da kundene forventer å betale den prisen som blir dannet ut i fra tilbud/etterspørsel forhold. Dette problemet løser imidlertid selskapene ved å inngå langsiktige kontrakter med sine kunder.

Oppsummering og konklusjon

Prispress anses som lite sannsynlig som følge av at ratene tas for gitt i markedet. Det kan være aktuelt for oljeselskaper å starte med supply-tjenester, men jeg anser det som lite sannsynlig. Langsiktige kontrakter løser problemet med kortsiktige

⁵⁰ Roos, von Krogh & Roos (2002), Hill & Jones (2001)

svingninger i ratenivået. Basert på disse momentene mener jeg at trusselen fra kundene er **lav**.

4.1.3 Oppsummering bransjeanalyse

Tabell 1 oppsummerer bransjeanalysen og viser hvilket trusselnivå de ulike kreftene medfører.

Kraft: →	Potensielle nyetablerere	Rivalisering eksisterende aktører	Substitutter	Leverandører	Kunder
Trussel: ↓					
Høy					
Middels	X	X		X	
Lav			X		X

Tabell 1: Oppsummering av trusler

4.2 Intern analyse

Den interne analysen er alltid vanskelig for ekterne interessenter å vurdere. Jeg mener selv å ha vurdert de forskjellige interne ressursene med et kritisk og nøytralt utgangspunkt. En intern analyse har til hensikt å vurdere bedriftens interne ressurser. Jeg skal ut ifra dette vurdere Eidesvik sin konkurransevne, samt kartlegge om det forekommer konkurransefortrinn. Dette vil kunne gi indikasjoner på om selskapet innehar midlertidig eller varig superprofitt(ekr>ekk).

4.2.1 Analyse av strategiske ressurser

Selskapet kan defineres som en porteføljesamling med utgangspunkt i det ressursbaserte perspektiv, noe jeg vil ta utgangspunkt i denne analysen. Hvilke ressurser selskapet disponerer og hvordan disse anvendes, er avgjørende med tanke på å opprettholde eventuelle konkurransefortrinn. Det ressursbaserte perspektiv har til hensikt å prøve å forstå kildene til varige konkurransefortrinn ved å anta at ressursene til selskapet er heterogent fordelt i en industri, og at de er immobile mellom bedrifter. Kildene til konkurransefortrinn ligger internt i selskapet i

det ressursbaserte perspektivet. Vedvarende konkurransefortrinn kan kun baseres på ressurser som har følgende egenskaper⁵¹; de må være verdifulle, sjeldne i markedet, vankelige for konkurrentene å imitere og det må ikke finnes likeverdige substitutter.

Når jeg nå skal i gang med å analysere om ressursene til Eidesvik, har jeg valgt å dele disse inn i følgende fire kategorier; finansielle, fysiske, menneskelige og organisatoriske⁵². For å få en oversikt over hvilke ressurser som hører inn under hver av kategoriene har jeg valgt å plassere disse inn i tabell 2.

Finansielle ressurser	Økonomisk soliditet, aksjekapital, lån og investeringer
Fysiske ressurser	Flåte Geografisk lokalisering
Menneskelige ressurser	Mannskap Industrikompetanse Innovasjonskompetanse
Organisatoriske ressurser	Merkevare og renommè Styringssystemer Kunderelasjoner

Tabell 2: Ressurser i Eidesvik

De ressursene som illustreres ovenfor vil kunne være kilder til konkurransefortrinn, dersom Eidesvik utnytter dem optimalt. Med andre ord menes det at disse ressursene kan være kilder til strategisk fordel. For å undersøke dette har jeg valgt å legge til grunn SVIMA-verktøyet⁵³.

4.2.2 SVIMA-analyse

Betingelse i SVIMA-analysen bygger seg kumulativt opp for at en ressurs skal generere konkurransefortrinn. Ut i fra tabell 3 kan man se for seg en trapp, som til slutt ender med et konkurransefortrinn. SVIMA-verktøyet krever at en ressurs må

⁵¹ Roos, von Krogh & Roos (2002)

⁵² Jakobsen & Lien (2001)

⁵³ Jakobsen & Lien (2001)

tilfredsstillende følgende kriterier for å kunne skape konkurransefortrinn; sjelden, viktig, ikke imiterbar, mobiliserbar og approprierbar. I tabell 3 presenteres SVIMA-trappen⁵⁴.

Sjelden	Forskjeller
Viktig	Store forskjeller
Ikke-imiterbar	Varige, store forskjeller
Mobilisert	Realiserte, varige, store forskjeller
Approprierbar	Beholdte, realiserte, varige, store, forskjeller

↓ ↓ ↓ ↓ ↓

Realisert konkurransefortrinn

Tabell 3: SVIMA-trappen

I det følgende skal jeg foreta en SVIMA-analyse av Eidesvik. Dette blir gjennomført ved at jeg tar for meg om hver og en ressurs tilfredsstillende eller ikke tilfredsstillende kriteriene som ligger til grunn i SVIMA-verktøyet. Ut ifra dette kan jeg konkludere med hvilke strategiske fordeler Eidesvik eventuelt besitter.

Finansiell kapital

Den økonomiske situasjonen til Eidesvik er meget bra. Både omsetningsmessig og resultatmessig har selskapet vist solid fremgang, og årsrapporten for 2006 viser til et historisk høyt resultat etter skatt på hele 296.4 millioner, mot 138,8 i 2005. Det har imidlertid også de fleste av konkurrentene til Eidesvik gjort, som følge av generelt gode tider i bransjen. Når det gjelder egenkapitalandelen til selskapet er den på 46,4 % pr.31.12.2006, mens den var på 43,9 % i 2005.

Som nevnt tidligere er offshore supply bransjen kapitalintensiv, noe som medfører at finansiell kapital blir viktig for å drive selskapet på best mulig måte. De siste årene har det vært en merkant modernisering av flåten, noe som er et tegn på Eidesvik sin økonomiske handlekraft. Fremtidige investeringer i innovative og miljøvennelige skip blir veldig viktig for Eidesvik sin videre drift, noe som krever nok finansielle ressurser.

- Sjelden? **NEI**
- Viktig? **JA**

⁵⁴ Jakobsen & Lien (2001)

- Ikke imiterbar? **NEI**
- Mobiliserbar og appropriierbar? **JA**

Fysisk kapital

Eidesvik har valgt en flåtesammensetning bestående av PSV-, AHTS- og CSV skip. Eidesvik har en relativt moderne flåte med innovative løsninger, og var i 2003 først i verden til å ta i bruk LNG("liquid natural gas") som drivstoff i et offshore forsyningsfartøy⁵⁵. De er også i gang med å bygge et nytt skip med gassdrift, der de tar i bruk teknologiske nyvinninger som brenselcelle-teknologi.

Flåtesammensetningen til Eidesvik er en meget verdifull ressurs for selskapet, da mesteparten av selskapets inntekter stammer fra skipene. Det vil på lang sikt være mulig å imitere den fysiske kapitalen til Eidesvik, som følge av at nyvinninger ofte er lett tilgjengelige for konkurrerende selskaper. Eidesvik var tidlig ute med å satse på miljøvennlige løsninger på sine skip, men en ser nå at de fleste selskapene søker en miljøvennlig profil. Dette som følge av forventninger om økte miljøavgifter.

Eidesvik har hovedkontor i Bømlo kommune i Sør Hordaland, samt et avdelingskontor i Sandnes kommune. De har også strategisk internasjonal lokalisering med avdelingskontor i Hook i London. I tillegg har de et tilknyttet selskap med 40 % eierandel lokalisert i Nigeria. Eidesvik har mesteparten av sin markedsandel i nordsjøen, men ser på markedet i Vest Afrika som meget spennende. Og har dermed lokalisert seg der, ved å investere i et selskap som drives der nede. Hovedkontoret og hjemhavnen ligger i Bømlo kommune, noe som er god lokalisering i forhold til selskapets hovedmarked som er nordsjøen. Distansen fra Bømlo og ut i nordsjøen er kort i.f.t. andre konkurrenter, noe som gjør at selskapet kan dra økonomisk fordel av dette. Dette kan imidlertid ikke anses som en sjelden ressurs, og det er også muligheter for konkurrentene å imitere.

- Sjelden? **NEI**
- Viktig? **JA**
- Ikke imiterbar? **NEI**
- Mobiliserbar og appropriierbar? **JA**

⁵⁵ www.eidesvik.no

Menneskelig kapital

Eidesvik sin tradisjonsrike og lange erfaring i bransjen har medført at selskapet har opparbeidet seg en solid industrikompetanse, noe som gjenspeiles i selskapets soliditet. Helse, miljø og sikkerhet er sterkt prioritert i selskapet, og systematiske forbedringsarbeid gjennomføres kontinuerlig. Dette har medført at selskapet har redusert skadefrekvensen på alle områder ned til et lavt nivå.

Flere av de ansatte har lang fartstid i selskapet, noe som gjør at de kjenner markedet svært godt. Et bevis på dette er hvordan Eidesvik opp gjennom årene har klart å tilpasse flåtesammensetningen etter kundenes behov, noe som blant annet investeringer i seismikk og subsea segmentene er eksempel på. Selskapet har også vært dyktige til å forhandle frem langsikte kontrakter med opsjoner på forlengelse, noe som tilsier god forhandlingskompetanse. Selskapet har vært aktive på rekruttering av nyansatte de siste årene, gjennom å samarbeide med maritimt utdanningskontor og maritime videregående skoler og høyskoler i distriktet. Dette har medført at tilgangen på kvalifisert arbeidskraft har blitt bedret.

Eidesvik har opparbeidet seg en omfattende erfaring, og er en ledende innovator innenfor nye skipsløsninger tilpasset offshorevirksomhet⁵⁶. Selskapet er kjent for å være innovative og fremtidsorienterte, noe som har gitt selskapet et kvalitetsstempel. Fokuset på innovasjon har vist seg å gi positive utslag, blant annet det unike skipsdesignet Viking Avant og verdens første gassdrevne supplyskip Viking Energy. Innovasjonskompetansen til selskapet gjenspeiles også i at selskapet er en av initiativtakerne til etablering av Viking Innovation Partner, et investeringskonsept for maritime aktører regionalt, nasjonalt og internasjonalt.

- Sjelden? **NEI**
- Viktig? **JA**
- Ikke imiterbar? **NEI**
- Mobiliserbar og approprierbar? **JA**

⁵⁶ www.eidesvik.no

Organisatorisk kapital

Eidesvik har alltid hatt sterkt fokus på å bygge langsiktige kunderelasjoner, ved at de utvikler nye skipskonsepter i samarbeid med kundene, og sikrer på den måten miljømessige og teknologiske løsninger som blir lønnsomme for begge parter. Dette medfører at de fleste skipene til selskapet går på langsiktige kontrakter, noe som gjør at selskapet blir uavhengig av kortsiktige svingninger i markedet. Dette kjennetegner også de fleste andre selskapene i bransjen, slik at dette ikke kan betegnes som sjeldent.

Eidesvik er kjent for innovative og fremtidsorienterte løsninger, noe som kan være en viktig faktor for selskapet med tanke på å differensiere seg i forhold til sine konkurrenter. Gode kunderelasjoner og kvalitet er svært viktig for å få beholde sine kunder, og de langsiktige kontraktene og samarbeidet med kundene vil nok være positivt for å opprettholde gode relasjoner.

Den organisatoriske kapitalen er imiterbar. Selv om Eidesvik har langsiktige kontrakter vil det for eksempel kunne forekomme at konkurrenter prøver å overta kunden ved utgangen av kontrakten. Kunderelasjoner vil også kunne imiteres, da konkurrerende selskaper har muligheter til å skape like gode relasjoner.

- Sjelden? **NEI**
- Viktig? **JA**
- Ikke imiterbar? **NEI**
- Mobiliserbar og approprierbar? **JA**

4.2.3 Oppsummering av SWIMA-analyse

Tabell 4 oppsummerer SVIMA-analysen og viser om Eidesvik har konkurransefortrinn og dermed har grunnlag til å oppnå superprofitt.

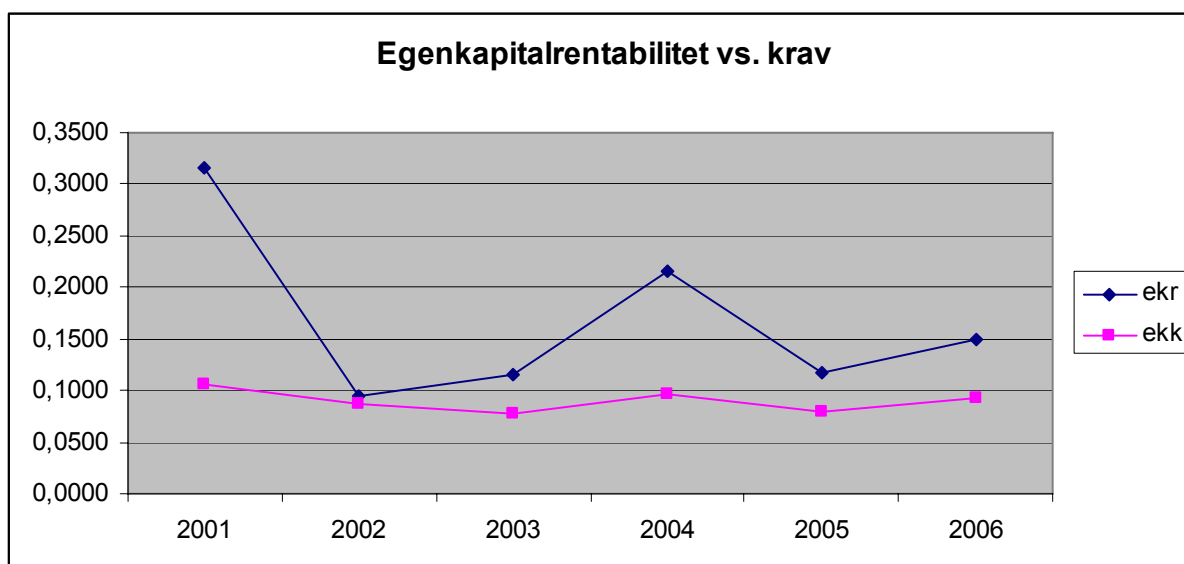
Ressurs	Sjelden	Viktig	Ikke imiterbar	Mobiliserbar og appropriierbar	Utfall	Superprofitt?
Finansiell	Nei	Ja	Nei	Ja	Potensielt fortrinn	ekr = ekk
Fysisk	Nei	Ja	Nei	Ja	Potensielt fortrinn	ekr = ekk
Menneskelig	Nei	Ja	Nei	Ja	Potensielt fortrinn	ekr = ekk
Organisatorisk	Nei	Ja	Nei	Ja	Potensielt fortrinn	ekr = ekk

Tabell 4: Oppsummering SVIMA- analyse

Basert på internanalysen kan jeg ikke å se at Eidesvik har noen klare konkurransefortrinn som skiller seg ut. Dette som følge av at jeg ikke anser ressursene som skjeldne og ikke imiterbare. På grunnlag av dette er det ingen av de interne ressursene som danner superprofitt verken på kort- eller lang sikt.

4.3 Oppsummering og konklusjon

Gjennom den eksterne og interne analysen har Eidesvik sine muligheter og trusler, sterke og svake sider blitt belyst. Ut i fra figur 8 kan man se at egenkapitalrentabiliteten er vestentlig bedre enn kravet i alle årene i analyseperioden, noe som indikerer at Eidesvik har hatt strategiske fordeler.



Figur 8: Egenkapitalrentabilitet vs. krav

Fra den eksterne analysen kom det frem at konkurranseforholdene og markedsforsholdene tilsier at Eidesvik vil oppnå superprofitt på kort sikt, noe som kan underbygges med utviklingen i egenkapitalrentabiliteten i forhold til kravet. Etterhvert forventes det at konkurranseforholdene endres og markedet modnes. Internanalysen viser at Eidesvik sine interne ressurser alene ikke er nok til å generere egenkapitalrentabilitet over kravet på kort sikt. Selskapet utnytter imidlertid sine ressurser på en hensiktsmessig måte, noe som i kombinasjon med muligheter i markedet vil være grunnlag for å skape superprofitt på kort sikt.

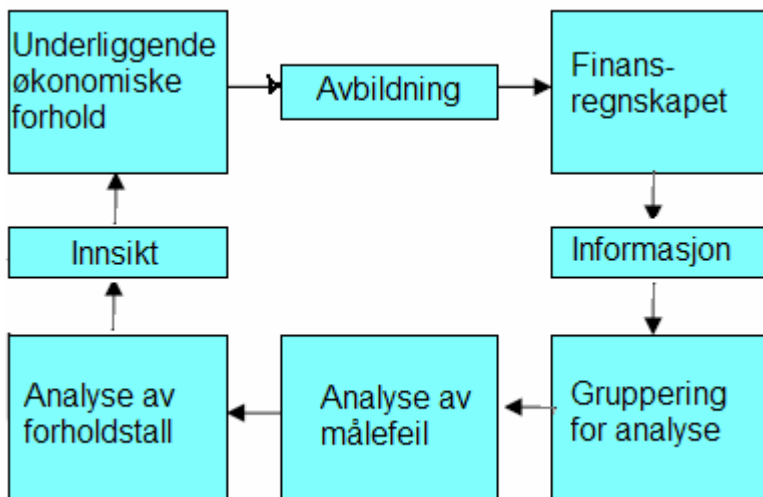
Ut i fra momentene ovenfor mener jeg at Eidesvik på kort sikt kan oppnå en moderat superprofitt på 4 %, mens på lang sikt antar jeg at egenkapitalrentabiliteten og egenkapitalkravet konvergerer.

5. Regnskapsanalyse

I det følgende skal jeg foreta en regnskapsanalyse av Eidesvik ved å ta utgangspunkt i finansregnskapet. Dette er trinn to i den fundamentale verdsettelsen, og har til hensikt å få et bilde av selskapets underliggende økonomiske forhold, både historisk, nåværende og fremtidig.

5.1 Rammeverk for regnskapsanalyse

I figur 9 nedenfor presenteres rammeverket for regnskapsanalysen⁵⁷ som jeg tar utgangspunkt i.



Figur 9: Rammeverk for regnskapsanalyse

Regnskapsanalysen av Eidesvik vil bli gjennomført på basis av offentlig tilgjengelig informasjon, nærmere bestemt den informasjonen Eidesvik er pliktig til å rapportere i form av årsregnskap og årsberetning⁵⁸. Før man begynner selve regnskapsanalysen må man ta stilling til analysenivå, analyseperiode og komparativ bransje. Man starter regnskapsanalysen med å ta utgangspunkt i årsregnskapet til Eidesvik. Det er i tillegg viktig å bygge inn ferske tall fra eventuelle kvartalsrapporter. I steg 1 omrupperer man finansregnskapet for investororientert analyse. Deretter justerer man for eventuelle målefeil i steg 2. I steg 3 foretar man en analyse av forholdstall både for Eidesvik og for komparative selskaper i bransjen. Disse forholdstallene

⁵⁷ Knivsflå (2006)

⁵⁸ Regnskapsloven

omhandler analyse av lønnsomhet, risiko og vekst, noe som kan brukes som innsikt til budsjettering og fremskriving av finansregnskapet.

Det vil være aktuelt å utarbeide "trailingregnskap" i en regnskapsanalyse, noe som har til formål å inkludere ferske regnskapstall inn i regnskapsanalysen.

Trailingregnskapet blir utarbeidet ved å la regnskaps- og balansetall for inneværende år (2007) bli estimert ved å ta utgangspunkt i de fire siste kjente kvartalsrapportene.

Siden jeg utarbeider regnskapsanalysen per 28.02.2007, noe som betyr at første kvartalsrapport i 2007 ikke har blitt offentliggjort, velger jeg å se bort i fra trailing. Min regnskapsanalyse vil dermed inneholde regnskapstall frem til og med siste offentliggjorte regnskapstall, nærmere bestemt årsrapporten for 2006.

5.2 Forberedelse til regnskapsanalyse

Før man skal i gang med regnskapsanalysen er det nødvendig å avklare følgende fire momenter: Analysefokus, analysenivå og analyseperiode, samt komparativ bransje.

5.2.1 Analysefokus

Det er flere interessenter tilknyttet et selskap, slik som långivere og eiere. For långiverne vil det kunne være hensiktsmessig å gjennomføre en kreditororientert regnskapsanalyse, som har til hensikt å kartlegge virksomhetens kredittrisiko og prise denne risikoen inn i lånerenten. Jeg ønsker derimot å gjennomføre en investororientert regnskapsanalyse som er passende for egenkapitalinvestorer; både potensielle og dagens eiere. Disse er interessert i å analysere selskapets verdiskapning, samt finne et estimat på verdien av inntjeningen til egenkapitalen i fremtiden. Det offentliggjorte årsregnskapet følger et kreditororientert syn, noe som medfører at vi må omgruppere regnskapet og balansen slik at de har et investororientert fokus.

5.2.2 Valg av analysenivå

Som nevnt innledningsvis i oppgaven opererer Eidesvik innenfor tre ulike segmenter PSV, AHTS og CSV. I litteraturen argumenteres det for at selskap som har ulike

forretningsoråder bør analyseres forretningsområdet for forretningsområdet⁵⁹. Det er imidlertid meget begrenset tilgang på regnskapsinformasjon fordelt på forretningsområdene til Eidesvik, noe som gjør at jeg har valgt å analysere konsernet som en enhet.

5.2.3 Valg av analyseperiode

Hvor lang analyseperiode man velger avhenger av om selskapet har vært stabilt over tid, eller om det har endret karakter. Dersom selskapet har vært stabilt over tid taler det for en heller lang analyseperiode (f.eks. 10 år), slik at man får en lang tidsserie til forholdstallsanalysen. Dersom selskapet har endret karakter de siste årene taler det for en heller kort analyseperiode (f.eks. 4 år), fordi eldre tall da vil være lite relevante for selskapets tilstand i dag.

Når det gjelder Eidesvik kan sies å være et modent selskap med stabil drift, da de har vært i offshore supply bransjen i mange år. Offshore supply bransjen har imidlertid endret noe karakter de siste årene, gjennom fremveksten av Seismikk og Subsea segmentet. Basert på dette mener jeg at et 6.års perspektiv vil kunne være passende. Svært høy oljepris har vært med på å dra opp resultatene til selskapene i offshore supply bransjen. Ved å ta utgangspunkt i en middels lang analyseperiode vil jeg få innblikk i selskapets underliggende økonomiske forhold både ved lav og høy oljepris.

5.2.4 Komparative selskap i bransjen

Det vil være hensiktsmessig å sammenligne forholdstallene beregnet for Eidesvik med et utvalg av komparative selskaper, for å få et bedre bilde av virksomhetens økonomiske tilstand.

Det er mange faktorer som kan legges til grunn når man skal komme frem til komparative selskaper. Siden Eidesvik for det meste opererer innenfor Nordsjøen, anser jeg Norske offshore supply selskaper som de mest komparative. Selskapets størrelse, flåtesammensetning, kontraktstyper og markedsoråde er fire sentrale faktorer en kan ta utgangspunkt i. De selskapene som jeg finner mest komparative til

⁵⁹ Knivsflå (2006)

Eidesvik i forhold til størrelse er Havila Shipping og Siem Offshore. Disse selskapene er i likhet med Eidesvik notert på Oslo Børs. Jeg mener likevel at Farstad Shipping og DOF egner seg bedre som komparative selskap, blant annet på grunn av at dette er selskap som har operert i bransjen i mange år. Disse selskapene er betraktelig mye større en Eidesvik, men har ganske lik flåtekombinasjon. I tillegg er Nordsjøen et viktig markedsområde for alle disse selskapene. Jeg velger å la de selskapene som ble presentert i kapittel 2 til å utgjøre den komparative bransjen, noe som betyr at bransjen består av Eidesvik Offshore ASA, Farstad Shipping ASA og DOF ASA. Det vil bli foretatt strategisk regnskapsanalyse av disse tre selskapene, for på den måten å skape et best mulig sammenligningsgrunnlag for Eidesvik.

5.3 Presentasjon av finansregnskapet

I det følgende skal jeg presentere finansregnskapet til Eidesvik i perioden 2001 til 2006, for å få en klarhet i selskapets økonomiske utvikling de siste årene. Velger i tillegg å presentere forklaring av endring i egenkapitalen. Tallene er hentet direkte fra selskapets årsrapporter som er utarbeidet etter god regnskapsskikk.

5.3.1 Resultatregnskapet

I tabell 5 nedenfor presenteres resultatregnskapet til Eidesvik for perioden 2000 til 2006. Analyseperioden er årene 2001 til 2006, mens jeg tar med år 2000 som følge av at jeg har bruk for disse tallene når jeg skal gjennomføre forholdstallsanalyse.

Rapportert resultat Eidesvik Offshore ASA Tall i NOK 1.000	NGRS 2000	NGRS 2001	NGRS 2002	NGRS 2003	IFRS 2004	IFRS 2005	IFRS 2006
Driftsinntekter							
+ Fraktinntekter	445 598	495 957	539 383	517 315	570 579	666 636	742 322
+ Andre inntekter	4 498	73 365	51	644	0	2 264	113 670
= Sum driftsinntekter	450 096	569 322	539 434	517 959	570 579	668 900	855 992
Driftskostnader							
+ Lønn og personalkostnader	141 532	157 685	182 300	170 201	160 304	202 096	256 072
+ Avskrivninger	74 633	76 656	90 661	103 201	100 575	125 476	149 764
+ Nedskrivninger/reversering	0	-3	1 084	16 136	55 988	-51 569	0
+ Andre driftskostnader	124 626	148 728	153 860	123 837	126 930	170 063	171 842
= Sum Driftskostnader	340 791	383 066	427 904	413 375	443 797	446 066	577 678
= Driftsresultat	109 305	186 255	111 530	104 584	126 782	222 834	278 314
+ Ord. nettoresultat tilknyttet selskap	9 609	14 785	-4 856	-2 916	3 785	9 736	3 061
+ Finansinntekter	24 253	24 704	41 289	30 362	2 621	31 536	113 655
- Finanskostnader	93 633	86 760	70 153	66 319	46 465	61 783	79 164
= Resultat før skattekostnad	49 534	138 984	77 810	65 712	86 723	202 323	315 866
- Skattekostnad/gevinst	2 224	-4 105	-2 357	1 170	-3 395	63 497	19 440
= Årsresultat konsern	47 310	143 089	80 166	64 542	90 118	138 826	296 426
- Minoritetsinteresser	4 682	6 261	4 086	1 271	7 785	9 770	5 987
= Årsresultat	42 628	136 828	76 081	63 271	82 333	129 056	290 439
- Foreslått utbytte	4 195	3 643	9 944	152 368	82 333	129 056	290 439
= Tilbakeholdt årsresultat	38 433	133 186	66 137	-89 097	0	0	0

Tabell 5: Rapportert resultatregnskap Eidesvik 2000 til 2006

Fra 2001 til 2003 ble regnskapet satt opp i samsvar med Regnskapsloven(NGRS), mens tallene fra 2004 og frem til i dag er satt opp etter International Financial Reporting Standards (IFRS). Jeg velger å bruke IFRS fordi den i større grad vektlegger balanseføring til virkelig verdi, noe som er et steg i riktig retning i forhold til investororientert analyse.

5.3.2 Balanse

Balansen består av eiendeler på debit siden, mens kredittsiden består av egenkapital og gjeld. I tabell 6 og 7 på neste side presenteres selskapets balanse.

Rapportert balanse(Eiendeler) Eidesvik Offshore ASA	NGRS	NGRS	NGRS	NGRS	IFRS	IFRS	IFRS
Tall i NOK 1.000	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Anleggsmidler							
Utsatt skattefordel	0	3 684	5 869	5 167	10 283	15 358	19 921
Nybyggingskontrakter skip	753230	755 321	59 226	30 846	0	35 473	371 698
Sum immaterielle eiendeler	753230	759 005	65 095	36 013	10 283	50 831	391 619
Skip	1 130 117	1 060 132	1 200 552	1 390 357	1 876 311	2 304 142	2 304 716
Bygninger og tomter	8065	11 757	13 576	12 883	9 260	17 771	28 875
Andre anleggsmidler	4309	4 611	48 411	43 972	0	0	0
Sum varige driftsmidler	1142491	1 076 500	1 262 540	1 447 212	1 885 571	2 321 913	2 333 591
Aksjer og Derivater	3984	1 076	2 271	7 326	0	11 554	22 616
Aksjer i tilknyttede selskaper	66523	166 176	157 359	129 629	69 609	59 332	4 820
Aksjer i datterselskap	0	0	0	0	0	0	0
Investeringer i KS	679	708	731	0	0	0	0
Pensjonsmidler	4416	1 475	3 058	1 829	0	0	0
Fordring konsernselskap	0	0	0	0	0	0	0
Fordring tilknyttede selskap	47860	15 701	17 339	16 738	0	0	0
Andre langsiktige fordringer	1832	6 172	7 289	6 882	35 712	2 219	3 451
Sum finansielle anleggsmidler	125293	191 308	188 046	162 404	105 321	73 105	30 887
Sum anleggsmidler	2021014	2 026 813	1 515 681	1 645 629	2 001 175	2 445 849	2 756 097
Omløpsmidler							
Kundefordringer	85723	74 569	66 096	54 553	78 488	103 276	159 186
Fordringer konsern	0	2 500	0	1	0	0	0
Andre fordringer	17973	56 394	30 690	27 237	0	0	0
Skip holdt for salg	0	0	0	0	0	0	119 361
Sum fordringer	103 695	133 463	96 785	81 791	78 488	103 276	278 547
Markedsbaserte aksjer og derivater	0	802	525	1 731	0	6 744	58 274
Sum aksjer og verdipapirer	0	802	525	1 731	0	6 744	58 274
Kontanter og kontantekvivalenter	77772	64 562	43 831	93 916	144 231	452 049	117 151
Sum betalingsmidler	77772	64 562	43 831	93 916	144 231	452 049	117 151
Andre omløpsmidler	1258	1 321	238	2 057	41 358	60 497	175 312
Sum andre omløpsmidler	1258	1 321	238	2 057	41 358	60 497	175 312
Sum omløpsmidler	182725	200148	141 379	179 495	264 077	622 566	629 284
Sum eiendeler	2 203 739	2 226 960	1 657 060	1 825 124	2 265 252	3 068 415	3 385 381

Tabell 6: Rapportert balanse Eidesvik 2000 til 2006 (Eiendeler)

Rapportert balanse(Gjeld+EK) Eidesvik Offshore ASA	NGRS	NGRS	NGRS	NGRS	IFRS	IFRS	IFRS
Tall i NOK 1.000	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Aksjekapital	2 797	2 802	2 802	102 802	1 010	1 508	1 508
Egne aksjer	0	0	0	0	0	0	0
Annen innskutt egenkapital	0	0	0	0	0	-60 690	-53 102
Overkursfond	0	0	0	0	0	447 883	0
Innskutt egenkapital	2 797	2 802	2 802	102 802	1 010	388 701	-51 594
Annen egenkapital	419 659	576 514	638 842	423 788	636 833	890 370	1 576 156
Øvrig konsernkapital	0	0	0	0	0	0	0
Opptjent egenkapital	419 659	576 514	638 842	423 788	636 833	890 370	1 576 156
Sum innskutt og opptjent EK	422 456	579 316	641 644	526 590	637 843	1 279 071	1 524 562
Minoritetsinteresser	65 404	44 137	48 699	50 843	62 289	66 992	0
Sum egenkapital	487 860	623 453	690 343	577 434	700 132	1 346 063	1 524 562
Pensjonsforpliktelser	0	0	0	0	5 237	7 377	6 314
Utsatt skatt	964	0	0	0	0	14 114	2 204
Lån	904 942	807 123	877 615	1 011 021	1 366 643	920 582	874 317
Annen langsiktig gjeld	747 780	723 211	385	12 509	0	0	0
Derivater	0	0	0	0	0	4 024	0
Langsiktig gjeld	1 653 685	1 530 334	878 000	1 023 530	1 371 880	946 097	882 835
Derivater	0	0	0	0	0	386	44
Leverandørgjeld	10 140	14 134	28 555	22 552	26 329	28 556	62 803
Kortsiktige kreditter	1 643	3 232	186	112	76 493	486 507	745 906
Annen kortsiktig gjeld	35 930	38 928	33 543	34 155	90 418	207 681	97 128
Betalbar skatt	2 229	874	324	529	0	53 125	72 103
Offentlige trekk og avgifter	8 057	12 362	16 165	14 445	0	0	0
Avsatt til utbytte	4 195	3 643	9 944	152 368	0	0	0
Kortsiktig gjeld	62 194	73 173	88 717	224 160	193 240	776 255	977 984
Sum gjeld	1 715 879	1 603 507	966 717	1 247 690	1 565 120	1 722 352	1 860 819
SUM EK OG GJELD	2 203 739	2 226 960	1 657 060	1 825 124	2 265 252	3 068 415	3 385 381

Tabell 7: Rapportert balanse Eidesvik 2000 til 2006 (Gjeld + Egenkapital)

5.3.3 Endring i egenkapital

I selskapets årsregnskap fremgår det en note som spesifiserer endringen i egenkapitalen. Velger å presentere denne, slik at en spesifikt kan se hvordan egenkapitalen endrer seg fra år til år.

Eidesvik Offshore ASA <i>Tall i NOK 1.000</i>	NGAAP			IFRS			
	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Egenkapital 01.01.		422 456	579 316	641 645	526 590	637 843	1 279 071
+ Innskutt aksjekapital		5		100 000	2 585		
+ Årsresultat		136 828	76 103	65 813	82 333	129 056	290 439
- Foreslått og avsatt utbytte	4 195	3 643	9 944	150 000			
+ Avsatt året før-betalt		650	0	(100 180)	38 250	0	(30 150)
+ Fisjon							
+ Emisjon						465 708	
- Kostnader ved emisjon						17 327	
+ Endring i virkelig verdi av sikringsinstrument						(60 690)	
+ Gevinst/tap ved salg av egne aksjer							
+ Added value distributed to minority interest		24 997	0	(2 773)	(2 294)		(14 860)
+ Resultatendring grunnet omlegging til IFRS					(35 956)		
+ Omregningsdifferanse		(1 977)	(3 831)	(141)	(28)	(251)	62
+ Korreksjoner(Endring av regnskapsprinsipp)				(27 774)	26 363	124 732	0
Egenkapital 31.12		579 316	641 645	526 590	637 843	1 279 071	1 524 562
Minoritet		44 137	48 699	50 843	62 289	66 992	0
Egenkapital etter minoritet		623 453	690 343	577 433	700 132	1 346 063	1 524 562

Tabell 8: Endring i egenkapital i årene 2001 til 2006

Som følge av omleggingen til IFRS i 2004 endrer egenkapitalen seg fra 31.12.2003 til 1.1.2004 med 26,4 millioner kroner, og blir karakterisert som "dirty surplus" i 2004. Som nevnt tidligere blir avsatt utbytte inkludert i egenkapitalen når man regnskapsfører i henhold til IFRS, noe som er direkte årsak til at egenkapitalen øker.

5.4 Omgruppering for investororientert analyse

Regnskapstallene som presenteres i finansregnskapet er fremstilt etter god regnskapsskikk. Denne fremstillingen har mest likhetstrekk med et kreditorperspektiv, noe som gjør det nødvendig å omgruppere regnskapet slik at det blir relevant for investororientert analyse. Egenkapitalinvestorer har som formål å skape best mulig estimat på verdien av egenkapitalen og inntjeningen i dag og i fremtiden, for på den måten utføre gode økonomiske avgjørelser. Ved å omgruppere finansregnskapet vil man få et oppsett som er basert på normalisert verdiskaping og utdeling, samt en oppstilling som forklarer kildene til normalisert verdiskaping.

For å gjennomføre en fullstendig og hensiktsmessig omgruppering, kan man ta utgangspunkt i følgende fire trinn⁶⁰:

Trinn 1: Omgruppering av avsatt utbytte

I henhold til god regnskapsskikk ble foreslått utbytte ført som kortsiktig gjeld frem til 2005. Da ikrafttredelsen av IFRS skjedde fra og med år 2005 ble det slutt på å avsette det foreslåtte utbyttet. I et investororientert perspektiv kan man ikke se på utbytte som gjeld, fordi utbytte er jo noe eierne får utbetalt til seg selv. I årene frem til 2005 må jeg altså omgruppere avsatt utbytte fra kortsiktig gjeld til egenkapital, for å få et investororientert oppsett i hele analyseperioden.

Trinn 2: "Dirty Surplus"

"Dirty surplus" innebærer føring av inntekter og kostnader direkte mot egenkapitalen, noe som er et brudd på kongruensprinsippet⁶¹ om at alle inntekter og kostnader skal resultatføres og inngå i årsresultatet.

Eksempel på "dirty surplus" forekomster i regnskapet til Eidesvik er kostnader ved emisjon, omregningsdifferanser, resultatendring som følge av omlegging til å regnskapsføre i henhold til IFRS og andre endringer av regnskapsprinsipp.

Trinn 3: Normale kontra unormale poster

De normale postene i finansregnskapet kan sies å være de postene som er permanente, dvs. at de er ventet å forekomme år etter år. Dette gjør dermed at disse postene er relevante i forhold til budsjettering og fremskriving av regnskapet. Når det gjelder unormale poster gjelder dette poster som anses å opptre en eller få ganger. Disse postene blir dermed ikke relevante for budsjetteringen og fremskrivingen.

Jeg har prøvd å skille mellom de normale og unormale postene i regnskapet til Eidesvik. Når det gjelder nedskrivning/reversering av anlegg, anser jeg dette som en unormal post, og har inkludert dette i unormalt netto driftsresultat. Også når det gjelder finansinntekter og finanskostnader har jeg skilt ut de postene som jeg anser som unormale, og dermed inkludert dem i henholdsvis unormale finansinntekter og

⁶⁰ Penman (2004)

⁶¹ Regnskapsloven § 4-3

finanskostnader. Har også skilt mellom normal og unormal driftsskattesats ved å skattejustere det unormale driftsresultatet, samt justere for unormal skatt på normalt driftsresultat.

Driftskatten(dss) på det unormale driftsresultatet er beregnet ut i fra følgende formel:

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

, hvor

SK = rapportert skattekostnad

FR = normalt finansresultat

UFR = unormalt finansresultat

DR = normalt driftsresultat

UDR = unormalt driftsresultat

Deretter beregnes ndss, noe som er gjennomsnittet til dss`ene for hvert år.

$$ndss = \frac{dss_1 + dss_2 + dss_T}{T}$$

I tabell 9 nedenfor presenteres det hvordan skattekostnaden til Eidesvik fordeles i analyseperioden.

Tall i NOK 1.000							
DRIFTSRELATERT SKATTESATS	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Rapportert skattekostnad	2 224	-4 105	-2 357	1 170	-3 395	63 497	19 440
- Skatt på netto finansresultat	-14 330	-14 373	-13 779	-13 047	-11 778	-15 518	-19 064
- Skatt på unormalt finansresultat	-5 096	-3 003	5 703	2 980	-498	7 049	28 722
= Driftsrelatert skattekostnad	21 650	13 271	5 719	11 238	8 881	71 966	9 783
Driftsresultat	109 305	186 252	112 614	120 721	182 770	171 265	278 314
+ Unormalt driftsresultat	0	3	-1 084	-16 136	-55 988	51 569	0
= Driftsresultat før skatt	109 305	186 255	111 530	104 584	126 782	222 834	278 314
dss = driftsrelatert skatt/driftsresultat før skatt	19,8 %	7,1 %	5,1 %	10,7 %	7,0 %	32,3 %	3,5 %
ndss = gjennomsnittlig dss	11,0 %						
ndss - dss = unormal driftsskattesats	-8,8 %	3,8 %	5,8 %	0,2 %	4,0 %	-21,3 %	7,5 %

Tabell 9: Driftsrelatert skattekostnad i årene 2000 til 2006

Trinn 4: Drift kontra finansiering

Når man foretar en investororientert analyse har man et ønske om å skille mellom drift og driftsinvestering og finansiering og finansiell investering. Dette skille er viktig for å få en oversikt over hvor stor avkastning selskapet har på sin drift, samt hvor mye finansieringen koster. Målsettingen med dette er å få en oversikt over hva som

er kildene til verdiskapningen. Resultatoppstillingen omgrupperes for å blant annet få et skille mellom normale og unormale poster, både på drift og finansieringspostene. Balansen blir omgruppert fra å ha fokus på likviditet til å ha fokus på driftskapital. Jeg har valgt å omgruppere balansen etter total kapital, sysselsatt kapital og netto driftskapital.

5.4.1 Virkninger av omgruppering

I det følgende vises virkningene som fremkommer som følge av omgrupperingen.

Egenkapitalen inkluderer majoriteten, noe som medfører at jeg har justert utbytte for dette.

Virkning av omgruppering trinn 1 og 2

I tabell 10 nedenfor illustreres endring i egenkapitalen etter at man har omgruppert.

Oppstillingen nedenfor inkluderer kun majoritetens andel av egenkapitalen, og utbyttet er justert for minoriteten.

Endring i EK etter omgruppering	2001	2002	2003	2004	2005	2006
<i>Tall i NOK 1.000</i>						
Egenkapitalen inkludert avsatt utbytte 01.01	426 651	582 959	651 588	676 590	637 843	1 279 071
Arsresultat	136 828	76 103	65 813	82 333	129 056	290 439
+ Dirty surplus - føring direkte mot EK	23 020	-3 831	-30 688	-11 915	46 464	-14 798
= Fullstendig nettoresultat	159 848	72 272	35 125	70 418	175 520	275 641
+ Netto kapitalinnskudd	5	0	100 000	2 585	465 708	0
+ Egne aksjer	0	0	0	0	0	0
- Betalt utbytte	-3 545	-3 643	-110 123	-111 750	0	-30 150
= Netto betalt utbytte	-3 540	-3 643	-10 123	-109 165	465 708	-30 150
= Egenkapitalen inkludert avsatt utbytte 31.12	582 959	651 588	676 589	637 843	1 279 071	1 524 562

Tabell 10: Virkning av omgruppering trinn 1 og 2

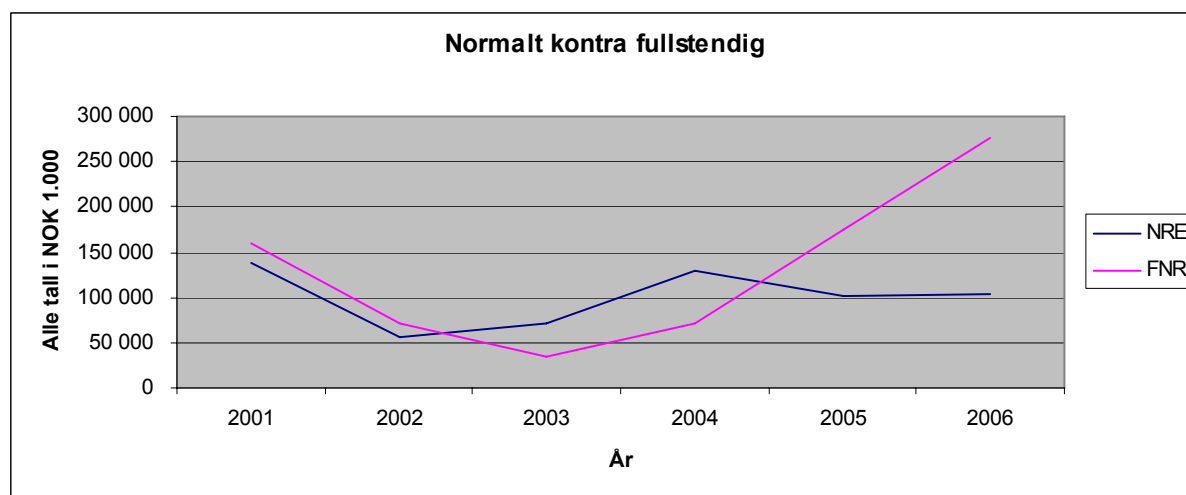
Virkning av omgruppering trinn 3

I tabell 11 vises oppsettet for hvordan unormalt netto finansresultat og unormalt netto driftsresultat fremkommer. Ut i fra tabell 11 nedenfor fremgår det at all føring direkte mot egenkapitalen ("dirty surplus") er finansielt. Jeg har nå beregnet meg frem til å kunne vise normale kontra unormale poster. De normale postene vil inkluderes i nettoresultatet til egenkapitalen til Eidesvik, mens normale og unormale poster samlet sett blir inkludert i det fullstendige nettoresultatet til egenkapitalen.

Unormalt nettoresultat	2001	2002	2003	2004	2005	2006
<i>Tall i NOK 1.000</i>						
Unormale finansinntekter	14 958	30 027	25 504	202	25 362	104 330
- Unormale finanskostnader	25 683	9 658	14 863	1 981	187	1 752
= Unormalt finansresultat	-10 725	20 369	10 642	-1 779	25 175	102 578
- 28% skatt på unormalt finansresultat	-3 003	5 703	2 980	-498	7 049	28 722
+ Ekstraordinært netto finansresultat	0	0	0	0	0	0
+ Finansielt dirty surplus	23 020	-3 831	-30 688	-11 915	46 464	-14 798
= Unormalt netto finansresultat	15 298	10 834	-23 026	-13 196	64 590	59 058
Unormal driftsinntekt	0	0	0	0	0	0
- Unormale driftskostnader	-3	1 084	16 136	55 988	-51 569	0
= Unormalt driftsresultat	3	-1 084	-16 136	-55 988	51 569	0
- dss % skatt på unormalt driftsresultat	0,24	-56	-1 734	-3 922	16 655	0
+ Unormalt resultat fra driftstilknyttede selskap	0	0	0	0	7 042	0
+ Ekstraordinært netto driftsresultat	0	0	0	0	0	0
+ Driftsrelatert dirty surplus	0	0	0	0	0	0
- Unormal driftsskatt på normalt driftsresultat	-7 159	-6 578	-270	-7 245	36 525	-20 746
= Unormalt netto driftsresultat til EK	7 163	5 550	-14 132	-44 821	5 431	20 746
= Unormalt netto resultat	22 460	16 384	-37 158	-58 017	70 021	79 804
Nettoresultatet til egenkapitalen						
2001	2002	2003	2004	2005	2006	
Fullstendig nettoresultat til egenkapitalen	159 848	72 272	35 125	70 418	175 520	275 641
- Unormalt netto driftsresultat til EK	7 163	5 550	-14 132	-44 821	5 431	20 746
- Unormalt netto finansresultat	15 298	10 834	-23 026	-13 196	64 590	59 058
= Nettoresultatet til egenkapitalen	137 388	55 887	72 283	128 435	105 499	195 837

Tabell 11: Virkning av omgruppering trinn 3

For å få en god oversikt over hvordan nettoresultatet til egenkapitalen (NRE) og det fullstendige nettoresultatet til egenkapitalen (FNR) endrer seg i forhold til hverandre, velger jeg å illustrere dette i figur 10.



Figur 10: Normalt kontra fullstendig resultat

NRE er normalisert i den forstand at en har luket ut såkalte unormale poster. Noe som skulle tilsi at denne har en mer stabil utvikling enn FNR. I dette tilfellet er utviklingen relativt lik for disse måltallene, noe som er en indikasjon på at selskapet

har hatt en stabil drift. I forbindelse med fremskriving og budsjettering av regnskapstall er NRE meget aktuell, mens man kan bruke FNR til å blant annet måle underliggende risiko. Som det går frem i figur 10 ser man at Eidesvik har hatt en negativ trend fra 2001 til 2002. Fra år 2002 og frem til i dag har selskapet derimot hatt en signifikant positiv utvikling, og tallene for 2006 viste seg å bli det beste resultatet for selskapet noensinne. I juni 2005 ble selskapet børsnotert, og ut i fra min vurdering ser det ikke ut til at selskapet har prøvd å manipulere regnskapet i 2004 året før børsintroduksjonen. Årsaken til at NRE og FNR avviker relativt mye i 2004 og 2005 er som følge av omleggingen til IFRS.

Virkning av omgruppering trinn 4

Nedenfor presenteres det omgrupperte resultatregnskapet som har fokus på drift kontra finansiering, samt normalt kontra unormale poster.

Omgruppert resultatregnskap Eidesvik Offshore ASA Tall i NOK 1.000	NGRS 2001	NGRS 2002	NGRS 2003	IFRS 2004	IFRS 2005	IFRS 2006
Fraktinntekter	495 957	539 383	517 315	570 579	666 636	742 322
+ Andre inntekter	73 365	51	644	0	2 264	113 670
= Sum driftsinntekter	569 322	539 434	517 959	570 579	668 900	855 992
+ Lønn og personalkostnader	157 685	182 300	170 201	160 304	202 096	256 072
+ Avskrivninger	76 656	90 661	103 201	100 575	125 476	149 764
+ Andre driftskostnader	148 728	153 860	123 837	126 930	170 063	171 842
= Sum Driftskostnader	383 070	426 820	397 238	387 809	497 635	577 678
= Driftsresultat egen virksomhet	186 252	112 614	120 721	182 770	171 265	278 314
- Driftsrelatert skattekostnad	20 430	12 353	13 242	20 048	18 786	30 528
= Netto driftsresultat egen virksomhet	165 822	100 261	107 479	162 722	152 479	247 786
+ Ord. nettoresultat tilknyttet selskap	14 785	-4 856	-2 916	3 785	2 694	3 061
= Netto driftsresultat	180 607	95 405	104 563	166 507	155 173	250 847
+ Netto finansinntekt	7 017	8 124	3 498	1 887	4 445	6 714
= Nettoresultat til sysselsatt kapital	187 625	103 529	108 060	168 394	159 618	257 561
- Netto finanskostnad	43 976	43 556	37 048	32 174	44 349	55 737
- Netto minoritetsresultat	6 261	4 086	-1 271	7 785	9 770	5 987
= Nettoresultat til egenkapital	137 388	55 887	72 283	128 435	105 499	195 837
+ Unormalt driftsresultat	7 163	5 550	-14 132	-44 821	5 431	20 746
+ Unormalt finansresultat	15 298	10 834	-23 026	-13 196	64 590	59 058
= Fullstendig nettoresultat til EK	159 848	72 272	35 125	70 418	175 520	275 641
- Netto betalt utbytte	3 540	3 643	10 123	109 165	-465 708	30 150
= Endring i EK	156 308	68 629	25 002	-38 747	64 228	245 491

Tabell 12: Omgruppert resultatregnskap Eidesvik 2001 til 2006

Balansen kan fokusere på total kapital, sysselsatt kapital og netto driftskapital. De to vanligste fremstillingsmåtene er sysselsatt kapital og netto driftskapital, og i læreboken til Penman fokuseres det på netto driftskapital metoden⁶². Basert på dette

⁶² Penman (2004)

velger jeg å presentere balansen ut i fra på sysselsatt kapital- og netto driftskapitalmetoden.

Sysselsatt kapital defineres som:

ssk = egenkapital + minoritetsinteresser + finansiell gjeld

Den sysselsatte kapitalen er den kapitalen som er skutt inn og sysselsatt av eierne og långiverne. Gjelden inndeles i finansiell gjeld og driftsrelatert gjeld, og hvor sistnevnte er gjeld som for eksempel pensjonskrav, utsatt skatt og leverandørgjeld. I tabell 13 presenteres balansen med utgangspunkt i sysselsatt kapital metoden.

SSK - BALANSE		2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
<i>Tall i NOK 1.000</i>								
Driftsrelaterte anleggsmidler	DAM	1 967 338	2 003 864	1 488 782	1 614 683	1 965 463	2 432 076	2 730 030
- Langsiktig driftsrelatert gjeld	LDG	748 743	723 211	385	12 509	5 237	25 515	8 518
= Netto anleggsmidler	NAM	1 218 595	1 280 653	1 488 398	1 602 174	1 960 226	2 406 561	2 721 512
Driftsrelaterte omløpsmidler	DOM	153 387	155 336	121 413	105 412	114 200	105 495	281 998
- Kortsiktig driftsrelatert gjeld	KDG	56 356	66 298	78 588	71 680	116 747	289 748	232 078
= Driftsrelatert arbeidskapital	DAK	97 032	89 039	42 825	33 732	-2 547	-184 253	49 920
= Netto driftseiendeler	NDE	1 315 626	1 369 692	1 531 223	1 635 906	1 957 679	2 222 308	2 771 432
Finansielle anleggsmidler	FAM	3 984	1 076	2 271	7 326	0	11 554	22 616
Finansielle omløpsmidler	FOM	79 030	66 684	44 594	97 703	185 589	519 290	350 737
= Finansielle eiendeler	FE	83 014	67 760	46 865	105 029	185 589	530 844	373 353
= Sysselsatte eiendeler	SSE	1 398 640	1 437 452	1 578 088	1 740 935	2 143 268	2 753 152	3 144 785
= Egenkapital	EK	426 651	582 959	651 588	676 590	637 843	1 279 071	1 524 562
= Minoritetsinteresser	MI	65 404	44 137	48 699	53 212	62 289	66 992	0
Langsiktig finansiell gjeld	LFG	904 942	807 123	877 615	1 011 021	1 366 643	920 582	874 317
+ Kortsiktig finansiell gjeld	KFG	1 643	3 232	186	112	76 493	486 507	745 906
= Finansiell gjeld	FG	906 585	810 355	877 801	1 011 133	1 443 136	1 407 089	1 620 223
= Sysselsatt kapital	SSK	1 398 640	1 437 452	1 578 088	1 740 935	2 143 268	2 753 152	3 144 785

Tabell 13: Omgruppert balanse etter sysselsatt kapital metoden 2000 til 2006

Som nevnt er netto driftskapitalmetoden også en anvendt fremstilling, og netto driftskapital kan defineres som:

ndk = egenkapital + minoritetsinteresser + netto finansiell gjeld

Netto driftskapitalen er den kapitalen som er investert i driften av selskapet og ikke i finansielle eiendeler. I tabell 14 presenteres balansen med utgangspunkt i netto driftskapitalmetoden.

NDK-BALANSE		2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
<i>Tall i NOK 1.000</i>								
Netto anleggsmidler	NAM	1 218 595	1 280 653	1 488 398	1 602 174	1 960 226	2 406 561	2 721 512
+ Driftsrelatert arbeidskapital	DAK	97 032	89 039	42 825	33 732	-2 547	-184 253	49 920
= Netto driftseiendeler	NDE	1 315 626	1 369 692	1 531 223	1 635 906	1 957 679	2 222 308	2 771 432
Egenkapital								
+ Minoritetsinteresser	MI	65 404	44 137	48 699	53 212	62 289	66 992	0
Finansiell gjeld	FG	906 585	810 355	877 801	1 011 133	1 443 136	1 407 089	1 620 223
- Finansielle eiendeler	FE	83 014	67 760	46 865	105 029	185 589	530 844	373 353
+ Netto finansiell gjeld	NFG	823 571	742 596	830 937	906 104	1 257 547	876 245	1 246 870
= Netto driftskapital	NDK	1 315 626	1 369 692	1 531 223	1 635 906	1 957 679	2 222 308	2 771 432

Tabell 14: Omgruppert balanse etter netto driftskapitalmetoden

5.5 Analyse og justering av eventuelle målefeil

Omgruppering er et steg i riktig retning i forhold til å få et verdirelevant finansregnskap. Noen hevder imidlertid at en bør justere for eventuelle målefeil, som følge av at rapporterte regnskapstall ofte avviker fra de virkelige. Det er tre hovedårsaker til målefeil⁶³:

1. Målefeil pga. historisk kost. Altså avviket mellom korrekt historisk kost og virkelig verdi⁶⁴ (Målefeil av type 1).
2. Målefeil som kommer av avvik mellom regnskapsføring etter god regnskapsskikk⁶⁵ og korrekt historisk kost (Målefeil type 2).
3. Målefeil pga. kreativ regnskapsføring (Målefeil type 3).

Det kan i tillegg argumenteres for en fjerde type målefeil finansiell boble, som er avviket mellom børskurs og fundamentalverdien på aksjen.

Formålet med å justere årsregnskapet er å få en bedre avbildning av de underliggende økonomiske forholdene enn det en vil få med kun å omgruppere, noe som i praksis betyr å justere netto driftseiendeler mot korrekt historisk kost, og å justere netto finansiell gjeld mot virkelig verdi. Dette er et meget ambisiøst mål, og det er svært delte syn på om man bør eller ikke bør justere regnskapet.

Jeg mener at jeg som ekstern analytiker har dårligere informasjon om underliggende forhold i Eidesvik enn de som står for utarbeidelsen av det offentlige årsregnskapet.

⁶³ Knivsflå (2006)

⁶⁴ Johnsen & Kvaal (1999)

⁶⁵ Johnsen & Kvaal (1999)

På bakgrunn av dette mener jeg at man vil skape mer "støy" i regnskapstallene dersom man velger å justere. Ved å legge til grunn en kostnad/nytte vurdering mener jeg at kostnadene (tidsbruk og informasjonsinnsamling) er høyere enn nytten ved å justere tallene, noe som dermed taler for å la være å justere. Det er i hovedsak to grunnlag for å ikke justere offentlige regnskapstall. Det første er at dersom vi aksepterer historisk kost er det en tildens til at målefeil av type 2 visker hverandre ut. I tillegg tar GRS/IFRS hensyn til spesielle forhold i kontantstrømmen for å bøte på målefeil ved ukritisk bruk av lineær avskrivning. Det andre er at verdsettelse er uavhengig av graden av målefeil i budsjetterte regnskapstall, noe som betyr at vi i prinsippet kan verdsette selskapet på basis av budsjettert kontantstrøm uten periodisering og dermed uten verdimåling.

5.5.1 Eventuelle justeringer

I det følgende skal jeg kort presentere justeringer som potensielt kunne blitt foretatt på regnskapstallene til Eidesvik.

Driftsrelaterte anleggsmidler

Under driftsrelaterte anleggsmidler klassifiseres immaterielle eiendeler, som hos Eidesvik tilsvarer utsatt skattefordel og nybyggingskontrakter på skip. I tillegg klassifiseres varige driftsmidler og langsiktige driftsinvesteringer som f.eks. investeringer i tilknyttede selskap.

Etter regnskapsloven § 5-3 skal varige driftsmidler avskrives etter en fornuftig avskrivningsplan. Ved forventet vedvarende verdifall skal eiendelen nedskrives til virkelig verdi. De nedskrivningene/reverseringene som har blitt foretatt er vurdert som unormale og inngår i det unormale nettoresultatet.

Skipene utgjør den største andelen av de varige driftsmidlene. Det har vært vanlig etter NGRS å avskrive skipene over en forventet levetid på 25 år, noe Eidesvik har gjort i årene 2001 til 2003. Tallene for 2004-2006 er satt opp i henhold til IFRS, hvor enkeltkomponenter av stor verdi på skipene avskrives separat. Optimalt sett skulle jeg justert 2001 til 2003 tallene til å omhandle komponentavskrivning. Dette anser jeg

som umulig i praksis, noe som gjør at jeg har valgt å bruke beste tilnærming som er å beholde tallene i 2001 til 2003 slik de er rapportert.

I Balansen til Eidesvik skilles det ikke mellom driftsrelatert og finansiell gjeld, samt at både kortsiktig og langsiktig gjeld balanseføres til nominelt beløp på etableringstidspunktet. Beregning av virkelig verdi vil være svært vanskelig å beregne som følge av varierende avdragsprofil og renteberegning, noe som medfører at jeg ikke vil justere finansiell gjeld til virkelig verdi.

Driftsrelaterte krav

For å møte periodiske utgifter i fremtiden bør selskapet avsette for gjeld, noe som anses som et driftsrelatert krav. I årsrapportene til Eidesvik går det frem at periodisk vedlikehold aktiveres og avskrives over 30 måneder som er skipenes vedlikeholdsintervall, noe som taler for å ikke justere noe her.

Når det gjelder pensjonskrav og pensjonsmidler vil det kunne være hensiktsmessig å foreta justeringer. Netto pensjonskrav blir balanseført til estimert virkelig verdi minus ikke balanseførte krav, hvor det ikke balanseførte kravet periodiseres over tid. På denne måten blir svingninger i den virkelige verdien utjevnet over tid. Det kan argumenteres for at den "smoothing" som skjer er en måte å justere for unormale forhold ved at verdien av pensjonsmidlene svinger. Dette kan forklares ved at pensjonskostnaden blir stabilisert over tid gjennom manglende balanseføring av virkningen i endring av pensjonsplan og tap og vinning på pensjonsfondet i forhold til langsiktig forventet avkastning. Denne stabiliseringen kan ses på som en form for normalisering, noe som er positivt for å måle den normaliserte lønnsomheten. På bakgrunn av dette har jeg valgt å ikke justere pensjonsverdiene.

Finansielle eiendeler

De finansielle eiendelene i Eidesvik består av ikke børsnoterte aksjer, markedsbaserte aksjer og derivater og kontantekvivalenter. Kontantekvivalentene i form av bankinnskudd er bokført til virkelige verdier. De ikke børsnoterte aksjene og de markedsbaserte verdipapirene er bokført til laveste verdi av anskaffelseskost og virkelig verdi på balansedagen. Etter regnskapsloven § 5-3 skal finansielle eiendeler nedskrives når det er snakk om et ikke forbigående verdifall, noe som er et steg i

riktig retning av et verdibasert regnskap. Det er imidlertid ikke anledning til å oppskrive verdiene. Det beste estimatet på finansielle eiendeler er oppført i balansen til Eidesvik i årene 2004 til 2006. Ut i fra note 2 i årsrapporten til Eidesvik i 2006 går det frem at selskapet balansefører markedsbaserte eiendeler til virkelig verdi. I perioden 2001 til 2003 har jeg ikke tilgjengelig oversikt over hvordan selskapet balansefører de finansielle eiendelene, og vurderer dermed beste estimat til å være de balanseførte verdiene.

5.5.2 Oppsummering av justeringer

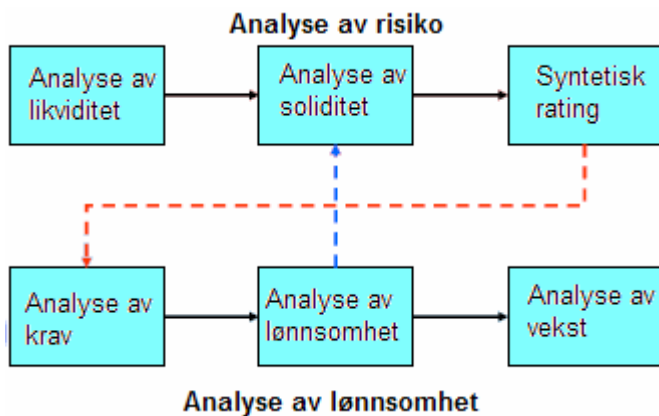
Basert på min oppfatning av Eidesvik mener jeg at selskapet presenterer regnskapstallene på en tilfredsstillende måte. Ut i fra mine vurderinger vil det føre til mer støy i regnskapstallene dersom jeg velger å justere tallene. I snitt vil målefeil av type 2 oppheve hverandre slik at de rapporterte regnskapstallene gir den beste avbildningen av selskapet underliggende økonomiske forhold. Ut i fra min vurdering er det ingenting som tilsier at selskapet har drevet med kreativ regnskapsføring (målefeil av type 3). Selskapet fremstår som seriøs og troverdig, og jeg mener at det er svært usannsynlig at selskapet ville tatt risikoen med kreativ regnskapsføring. Basert på mine betraktninger vil Eidesvik sin omgrupperte resultatregnskap og balanse danne grunnlaget for det neste steget i regnskapsanalysen, som er forholdstallsanalyse.

5.6 Forholdstallanalyse

Det omgrupperte finansregnskapet brukes som tallgrunnlag når en skal gjennomføre en forholdstallanalyse. Bruk av forholdstall vil kunne gi innsikt i underliggende økonomiske forhold, i motsetning til absolutte tall som blant annet er avhengig av størrelsen på virksomheten som skal analyseres. Absolutte tall bør ses i sammenheng med noe, for på den måten å gi et sammenligningsgrunnlag uavhengig av selskapets størrelse.

I Figur 11 presenteres rammeverket⁶⁶ jeg legger til grunn i forholdstallanalysen.

⁶⁶ Knivsflå (2006)



Figur 11: Rammeverk for forholdstallanalyse

Det er to hovedformer for forholdstallanalyse; analyse av risiko og analyse av lønnsomhet. Analyse av likviditet fokuserer på kortsiktig kredittrisiko, mens analyse av soliditet fokuserer på langsiktig kredittrisiko. Selskapets samlede risiko blir oppsummert gjennom såkalt syntetisk rating, hvor selskapet får en karakter i forhold til underliggende selskapsspesifikk risiko. Deretter beregnes selskapets krav som man tar utgangspunkt i når man skal måle lønnsomheten i forhold til det som kreves. Lønnsomheten til selskapet i form av egenkapitalrentabilitet blir deretter dekomponert for å finne ut hvor lønnsomheten eventuelt stammer fra. Til slutt gjennomfører man en vekstanalyse for å se på om selskapet har evne til å vokse i fremtiden. Forholdstallene som blir beregnet vil bli sammenlignet med en komparativ bransje, som vil kunne gi indikasjoner på eventuelle bransjefordeler/ulempes. I tillegg vil jeg bruke en såkalt tidsserieanalyse, noe som innebærer at man analyserer selskapets historiske forholdstall.

6. Analyse av risiko

Totalrisikoen til en investering eller en portefølje investeringer blir målt med variansen til den realiserte avkastningen. Totalrisikoen kan dekomponeres til to komponenter som kalles systematisk og ikke systematisk risiko⁶⁷. Den systematiske risikoen er et uttrykk for risikoen til markedsporteføljen, og kan ikke diversifiseres bort. Den usystematiske risikoen kan i et perfekt kapitalmarked elimineres ved å spre investeringer utover flere selskaper, noe som medfører at totalrisikoen reduseres og konvergerer ned mot den systematiske risikoen.

I det følgende skal jeg gjennomføre en analyse av den selskapsspesifikke risikoen til Eidesvik. Dette blir gjennomført ved at jeg først analyserer den kortsiktige risikoen ved bruk av likviditetsanalyse, og deretter analyserer den langsiktige risikoen ved bruk av soliditetsanalyse. Disse risikoene vil bli oppsummert samlet i en syntetisk rating.

6.1 Likviditetsanalyse

Den kortsiktige risikoen analyseres ved å gjennomføre en likviditetsanalyse, med formål om å undersøke om selskapet har nok likvide midler til å dekke krav etter hvert som de forfaller. Hvor stor sannsynligheten er for at selskapet går konkurs på grunn av manglende likviditet på kort sikt, vil bli beregnet ved hjelp av forholdstallsanalyse og kontantstrømsanalyse.

6.1.1 Analyse av likviditet ved hjelp av forholdstall

I den følgende analysen skal jeg beregne forholdstallene likviditetsgrad 1, likviditetsgrad 2 og rentedekningsgrad. Likviditetsgrad 1 er omløpsmidler (OM) i forhold til kortsiktig gjeld (KG), som angir i hvilken grad omløpsmidlene er finansiert av kortsiktig gjeld. Likviditetsgrad 2 er finansielle omløpsmidler (FOM) i forhold til kortsiktig gjeld, som angir i hvilken grad de finansielle omløpsmidlene er finansiert med kortsiktig gjeld. Den totale kortsiktige gjelden er kortsiktig driftsrelatert gjeld (KDG) og kortsiktig finansiell gjeld (KFG). Rentedeckningsgrad er nettoresultat (NRS)

⁶⁷ Brealey & Myers (2003)

før netto finanskostnad (NFK) dividert på netto finanskostnad, som angir selskapets evne til å betjene låneforpliktelser etterhvert som de forfaller.

Likviditetsgrad 1 og 2

Likviditetsgrad 1 defineres ut i fra følgende formel:

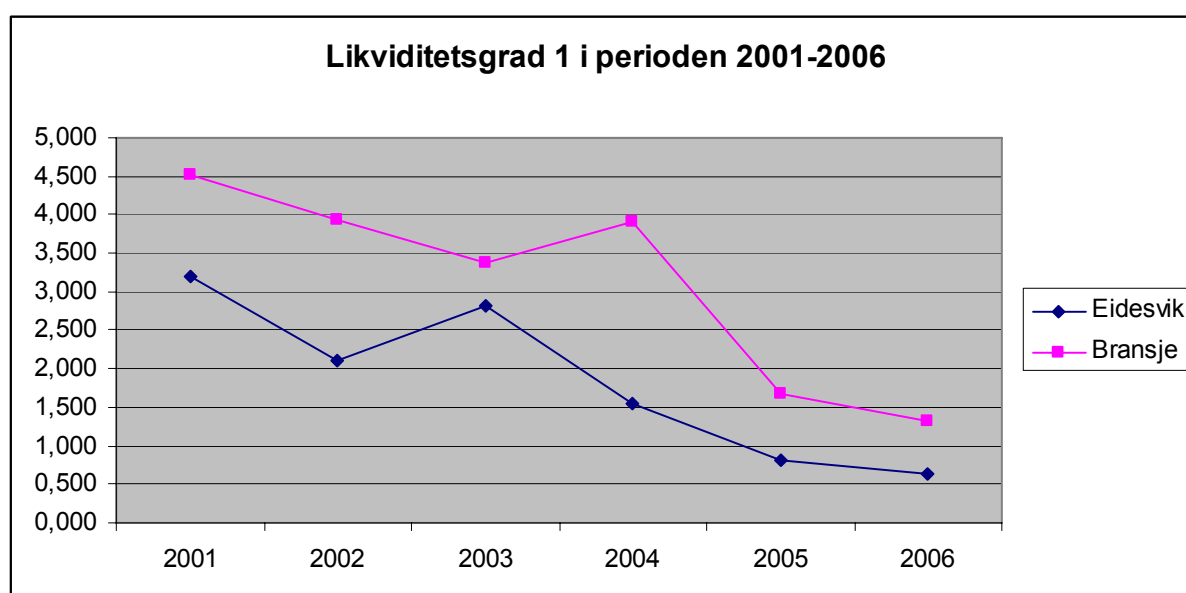
$$\text{Likviditetsgrad 1} = \frac{OM_t}{KG_t} = \frac{DOM_t + FOM_t}{KDG_t + KFG_t}$$

I tabell 15 presenteres utviklingen i Eidesvik og bransjens likviditetsgrad i perioden 2001 til 2006.

Likviditetsgrad 1	2001	2002	2003	2004	2005	2006	Tidsvektet gj.snitt
Vekt	1/6	1/6	1/6	1/6	1/6	1/6	
Eidesvik	3,193	2,107	2,829	1,551	0,805	0,647	1,856
Bransjen	4,515	3,943	3,386	3,901	1,666	1,331	3,124

Tabell 15: Likviditetsgrad 1

Ut i fra tabell 15 ser man at Eidesvik ligger godt under likviditetsgraden til bransjen i alle årene i analyseperioden. Det tidsvektede gjennomsnittet til Eidesvik er på 1,856, mot bransjens 3,124.



Figur 12: Likviditetsgrad 1 for Eidesvik og komparativ bransje

Av figur 12 kan man se at Eidesvik over hele analyseperioden har en lavere likviditetsgrad 1 enn bransjen. Trenden for både Eidesvik og bransjen er en relativt dårlig evne til å dekke de kortsiktige forpliktelsene i løpet av analyseperioden. Avstanden mellom likviditetsgrad 1 til Eidesvik og bransjegjennomsnittet blir imidlertid lavere i år 2005 og 2006. Det er viktig at lg1 er større en 1 slik at den langsiktige kapitalen er med på å finansiere omløpsmidlene i tillegg til anleggsmidlene. Likviditetsgraden holder seg godt over 1 frem til 2004, og anses dermed som god i denne perioden. I årsrapporten til Eidesvik i 2006 skrives det at vesentlige deler av den kortsiktige gjelden vil legges om til langsiktig gjeld⁶⁸, noe som vil medføre at likviditetsgrad 1 vil bli påvirket. Den fallende trenden i lg1 samt det faktum at Eidesvik sin lg1 er merkbart lavere enn bransjegjennomsnittet, medfører at jeg vil dekomponere lg1 for å få en dypere innsikt i forholdstallet.

	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Driftsrelatert likviditetsgrad	2,343	1,545	1,471	0,978	0,364	1,215
* Vekt KDG ift. KG	0,954	0,998	0,998	0,604	0,373	0,237
+ Likviditetsgrad 2	0,959	0,566	1,361	0,960	0,669	0,359
= Likviditetsgrad 1	3,193	2,107	2,829	1,551	0,805	0,647

Tabell 16: Dekomponering av likviditetsgrad 1

Årsaken til at likviditetsgrad 1 viser en fallende trend er en fallende driftsrelatert likviditetsgrad, samt vektingen mellom KDG i forhold til kortsiktig gjeld. Driftsrelatert likviditetsgrad beregnes ved å dividere DOM med KDG. Når denne er fallende indikerer det at gjelden til selskapet har økt mer i forhold til omløpsmidlene over analyseperioden. Den andre vesentlige faktoren er at vektingen av KDG i forhold til KG reduseres betraktelig i årene 2004 til 2006. Dette har sammenheng med at Eidesvik gikk over til å rapportere i henhold til IFRS fra og med 2004, noe som blant annet innebærer at avsatt utbytte blir gjort om fra kortsiktig gjeld til egenkapital.

Likviditetsgrad 2 defineres ut i fra følgende formel:

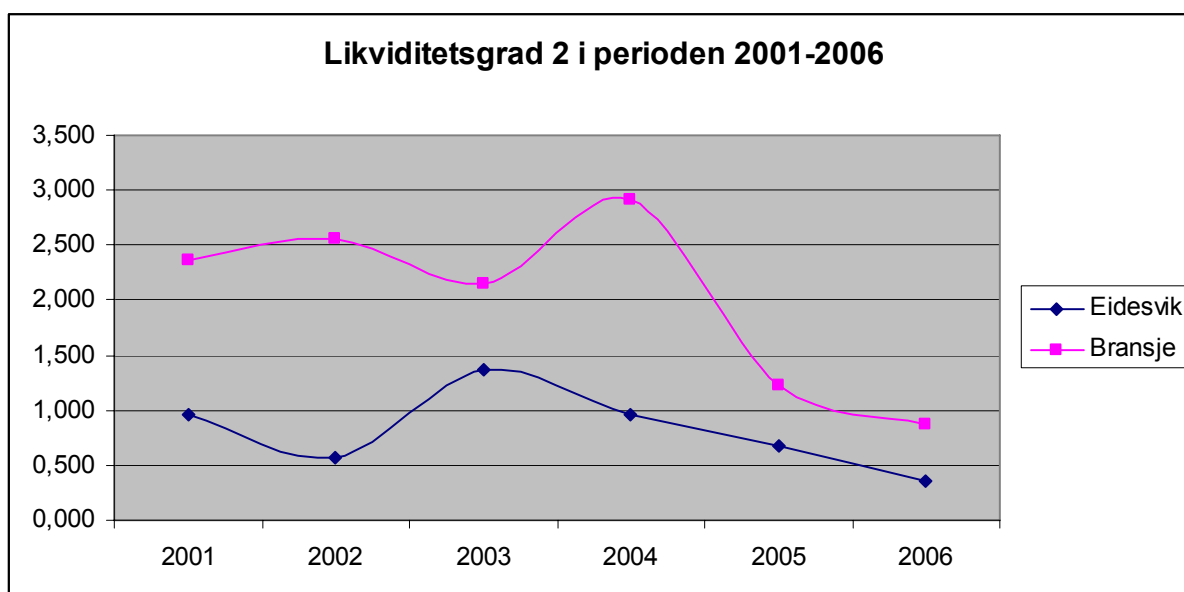
$$lg 2 = \frac{FOM_t}{KDG_t + KFG_t}$$

⁶⁸ www.eidesvik.no Årsrapport 2006

Likviditetsgrad 2	2001	2002	2003	2004	2005	2006	Tidsvektet gj.snitt
Vekt	1/6	1/6	1/6	1/6	1/6	1/6	
Eidesvik	0,959	0,566	1,361	0,960	0,669	0,359	0,812
Bransjen	2,357	2,552	2,158	2,907	1,218	0,865	2,010

Tabell 17: Likviditetsgrad 2 for Eidesvik og bransjen

Ut i fra tabell 17 ser man at Eidesvik ligger godt under likviditetsgraden til bransjen i alle årene i analyseperioden. Det tidsvektede gjennomsnittet til Eidesvik er på 0,812, mot bransjens 2,010.



Figur 13: Likviditetsgrad 2 for Eidesvik og komparativ bransje

Figur 13 viser at Eidesvik har en likviditetsgrad 2 som er lavere enn den komparative bransjen gjennom hele analyseperioden. Som for Ig1 tenderer også Ig2 til å nærme seg bransjegjennomsnittet. Ig2 bør helst også være 1, noe som betyr at de finansielle omløpsmidlene bør være like store som den kortsiktige gjelden. For på den måten å være kapable til å betjene de løpende forpliktelsene etter hvert som de forfaller. Jeg observerer at Eidesvik bare tilfredstilte dette kravet i 2003. I årene etter 2003 faller Ig2 igjen, noe som kan være et faresignal, det kan bety at Eidesvik må ta opp ny gjeld for å innfri kravene etter hvert som de forfaller.

Jeg anser Eidesvik sin likviditet som middels, men med faresignal som følge av både fallende Ig1 og Ig2. Eidesvik har dermed en ganske høy kortsiktig risiko.

Rentedekningsgrad

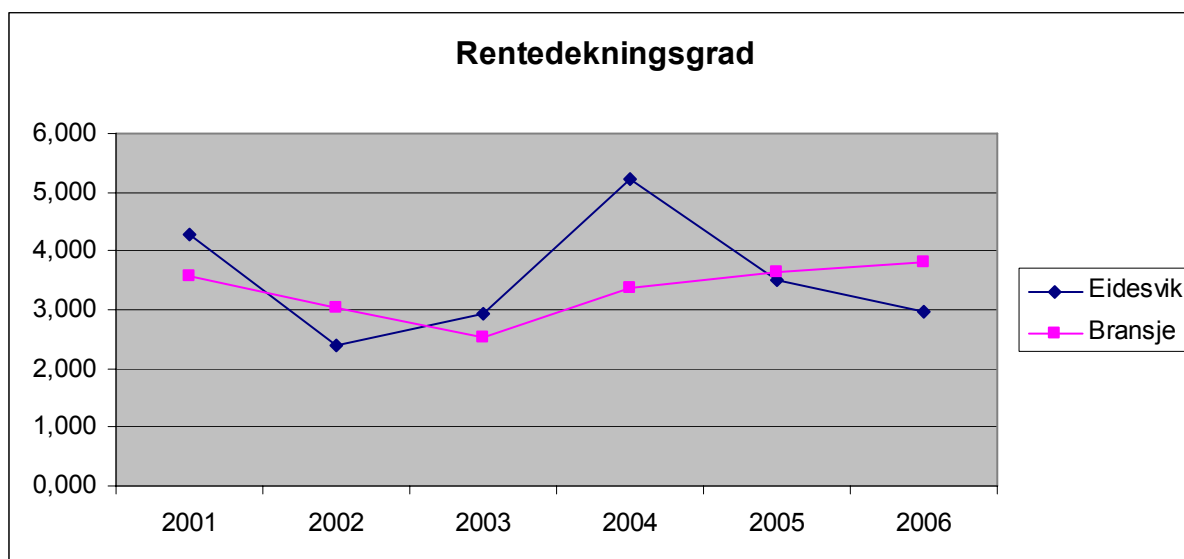
Rentedekningsgrad beregnes ved å dividere netto resultat til sysselsatt kapital med nette finanskostnad. Rentedekningsgrad defineres ut i fra følgende formel:

$$rdg = \frac{NRS_t}{NFK_t}$$

Man kan si at rentedekningsgraden minst bør være 1, slik at netto resultat og finansinntekter dekker finanskostnadene. Med andre ord betyr dette at dersom rentedekningsgraden er lavere enn 1 må finanskostnadene dekkes av gjeld eller egenkapital.

Rentedekningsgrad Vekt	2001 1/6	2002 1/6	2003 1/6	2004 1/6	2005 1/6	2006 1/6	Tidsvektet gj.snitt
Eidesvik	4,267	2,377	2,917	5,234	3,511	2,982	3,548
Bransjen	3,583	3,017	2,534	3,373	3,646	3,813	3,328

Tabell 18: Rentedekningsgrad



Figur 14: Rentedekningsgrad

Ut i fra tabell 18 og figur 14 ovenfor ser man at Eidesvik ligger godt over 1 i alle årene, og har et tidsvektet gjennomsnitt som er høyere enn bransjen. Med sitt tidsvektede gjennomsnitt på 3,8 befinner Eidesvik seg i topp 32 % av alle selskaper

notert på Oslo børs⁶⁹. Ut i fra dette kan man si at Eidesvik har en god evne til å skape likviditet gjennom resultatet.

6.1.2 Analyse av gjeldsdekning gjennom kontantstrøm

Ved å analysere gjeldsdekningen gjennom kontantstrøm vil man kunne få kartlagt hvordan endringene i likviditeten har vært over tid, noe som blir presentert i tabell 19.

OMGRUPPERT KONTANTSTRØM		2001	2002	2003	2004	2005	2006
<i>Tall i NOK 1.000</i>							
Netto driftsresultat	NDR	180 607	95 405	104 563	166 507	155 173	250 847
+ Unormalt netto driftsresultat	UNDR	7 163	5 550	-14 132	-44 821	5 431	20 746
- Endring i netto driftseiendeler	ΔNDE	54 066	161 531	104 683	321 773	264 629	549 124
= Fri kontantstrøm fra drift	FKD	133 704	-60 576	-14 252	-200 087	-104 025	-277 532
- Netto finanskostnad	NFK	43 976	43 556	37 048	32 174	44 349	55 737
+ Endring i finansiell gjeld	ΔFG	-96 229	67 446	133 332	432 003	-36 047	213 134
- Netto minoritetsresultat	NMR	6 261	4 086	-1 271	7 785	9 770	5 987
+ Endring i minoritetsinteresser	ΔMI	-21 267	4 562	4 513	9 077	4 703	-66 992
= Fri kontantstrøm til EK fra drift	FKED	-34 029	-36 211	87 815	201 034	-189 488	-193 113
- Netto betalt utbytte	NBU	3 540	3 643	10 123	109 165	-465 708	30 150
= Fri kontantstrøm til fin.inv. fra drift	FKFI	-37 569	-39 853	77 691	91 869	276 220	-223 263
+ Netto finansinntekter	NFI	7 017	8 124	3 498	1 887	4 445	6 714
+ Unormalt netto finansresultat	UNFR	15 298	10 834	-23 026	-13 196	64 590	59 058
= Endring i finansielle eiendeler	ΔFE	-15 254	-20 895	58 163	80 560	345 255	-157 491
+ Inngående finansielle eiendeler	FE _{t-1}	83 014	67 760	46 865	105 029	185 589	530 844
= Utgående finansielle eiendeler	FE	67 760	46 865	105 028	185 589	530 844	373 353

Tabell 19: Omgruppert kontantstrøm

Ut i fra tabell 19 ser man at fri kontantstrøm til finansiell investering fra drift varierer mye fra år til år, og spesielt mye i 2005 kontra 2006. En ser at kontantstrømmen til finansiell investering går fra det største positive bidraget i 2005 til det største negative bidraget i 2006. Denne endringen kan i all hovedsak forklares med at Eidesvik investerte i "Viking Athene" og "Viking Forcados". Selskapets hyppige investeringer de siste årene medfører at fri kontantstrøm fra drift blir negativ, som følge av kraftige økninger i netto driftseiendeler. Man ser at Eidesvik har tatt opp mye finansiell gjeld i en del av årene, noe som indikerer at selskapet bruker finansiell gjeld til å finansiere netto driftseiendelene. Dette ser man blant annet i 2006 hvor man ser at økning i finansiell gjeld og netto driftseiendeler skjer parallelt.

Ut i fra tabell 19 ovenfor ser man at økningen i finansielle eiendeler og økt opptak av finansiell gjeld er årsaken til den svake kontantstrømmen til finansielle investeringer. Selv om netto driftsresultatet har hatt en solid økning de siste årene, anser jeg

⁶⁹ Knivsflå (2006)

likviditeten til selskapet som svak som følge av de store endringene i kontantstrømmen.

6.2 Soliditetsanalyse

Etter å ha gjennomført en analyse av Eidesvik sin kortsiktige kredittrisiko, skal jeg gjennomføre en analyse av den langsiktige risikoen ved å foreta en soliditetsanalyse. Målet med soliditetsanalysen er å kartlegge om selskapet har økonomiske ressurser til å stå mot fremtidig tap. Soliditetsanalysen vil bestå av analyse av egenkapitalprosent og statisk finansieringsmatrise.

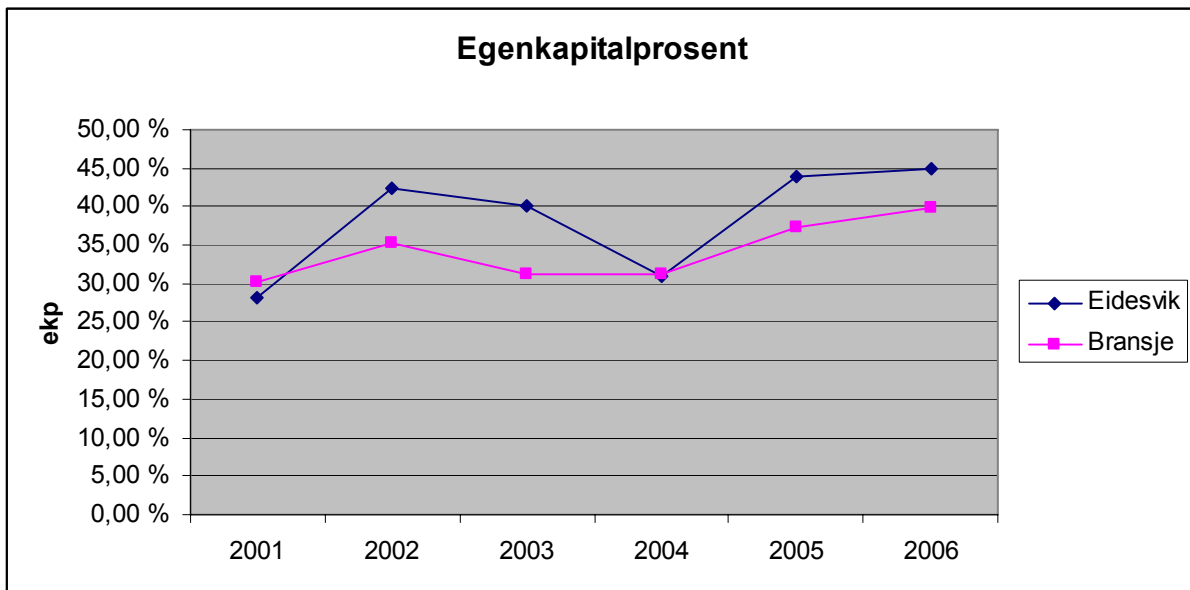
6.2.1 Analyse av egenkapitalprosent

Egenkapitalprosenten (ekp) er et mål på hvor stor andel av eiendelssiden som er finansiert av egenkapital, noe som er et mål på soliditet. Dette forholdstallet kan beregnes ut i fra total kapital, sysselsatt kapital eller netto driftskapital. Jeg velger å bruke total kapital (TK), samt å inkludere minoritetsinteressene (MI) i egenkapitalen. Det vil kunne være riktig å inkludere netto utsatt skatt i telleren, men som følge av at Eidesvik har netto utsatt skattefordel vil ikke dette være relevant i dette tilfellet. Egenkapitalprosenten beregnes ut i fra følgende formel:

$$ekp = \frac{EK_t + MI}{TK_t}$$

Egenkapitalprosent	2001	2002	2003	2004	2005	2006	Tidsvekte
Vekt	1/6	1/6	1/6	1/6	1/6	1/6	t gj.snitt
Eidesvik	28,16 %	42,26 %	39,99 %	30,91 %	43,87 %	45,03 %	38,37 %
Bransjen	30,09 %	35,34 %	31,33 %	31,22 %	37,30 %	39,91 %	34,20 %

Tabell 20: Egenkapitalprosent



Figur 15: Egenkapitalprosent

Egenkapitalprosenten viser seg å være godt over bransjesnittet i de fleste periodene, med unntak av 2001 og 2004 hvor den er tilnærmet lik bransjesnittet. Det tidsvektede gjennomsnittet til Eidesvik er ca 4 % høyere enn bransjen, noe som tilsier at selskapet er mer solid enn bransjen målt i egenkapitalprosent. Et annet positivt moment er at egenkapitalprosenten har en meget positiv trend fra 2004 til 2006, noe som også er tilfellet for bransjen.

6.2.2 Statisk finansieringsmatrise

Ved å utforme en statisk finansieringsmatrise vil man kunne få et inntrykk av hvordan selskapet er finansiert på et gitt tidspunkt.

Statisk finansieringsanalyse							
	EK	Mi	LDG	LFG	KDG	KFG	2006
DAM	1 524 562	0	8 518	874 317	232 078	90 555	2 730 030
FAM						22 616	22 616
DOM						281 998	281 998
FOM						350 737	350 737
TK	1 524 562	0	8 518	874 317	232 078	745 906	3 385 381

Tabell 20: Statisk finansieringsmatrise

Soliditeten til Eidesvik må ses i sammenheng med hvordan selskapet er finansiert, noe jeg vil undersøke ved å foreta en statisk finansieringsanalyse i form av en

matrise. Jo snarere de blå rutene ovenfor når bunnen, jo mindre risikabel er finansieringen til selskapet. Egenkapital er den minst risikable form for finansiering, mens kortsiktig finansiell gjeld er den mest risikable.

Som du ser ovenfor er driftsrelaterte anleggsmidler finansiert av alle finansieringsformene, men den største andelen er egenkapitalfinansiert. Finansielle anleggsmidler, driftsrelaterte omløpsmidler og finansielle omløpsmidler er i sin helhet finansiert av kortsiktig finansiell gjeld. Det er et dårlig tegn at kortsiktig gjeld brukes til å finansiere langsiktig kapital. Selv om Eidesvik har relativt god inndekning gjennom egenkapital og langsiktig gjeld, anser jeg finansieringen til Eidesvik som over middels risikabel.

Oppsummering – syntetisk rating

Den kortsiktige og langsiktige kredittrisikoen som ble analysert vil nå bli oppsummert i en såkalt syntetisk rating, hvor man har til hensikt å prøve å plassere selskapet i riktig risikoklasse på bakgrunn av de beregnede forholdstallene. Ratingen vil bli gjennomført på basis av likviditetsgrad 1 (lg1), rentedekningsgrad (rdg), egenkapitalprosent (ekp) og netto driftsrentabilitet(nder). Disse forholdstallene vil bli inndelt i tilhørende ratingklasse som er utarbeidet av Standard & Poors⁷⁰.

Netto driftsrentabilitet (nder) inngikk verken i analyse av kortsiktig- eller langsiktig kredittrisiko. Dette forholdstallet inngår i den syntetiske ratingen, og jeg beregner dermed nder ut i fra følgende formel:

$$nder_t = \frac{NDR_t}{NDK_{t-1} + (\Delta NDK_t - NDR_t) / 2}$$

hvor,

NDR_t	= netto driftsresultat
NDK_{t-1}	= netto driftskapital
ΔNDR_t	= endring i netto driftskapital i perioden

⁷⁰ Standard & Poors, www.standardpoors.com

Ratingklasse		Årlig konkurs-	Likviditets-grad 1	Rente-dekningsgrad	Egenkapital-prosent	Netto driftsrentabilitet
AAA	Investment grade	0,0001	8,90	11,600	0,895	0,308
AA		0,0012	4,60	4,825	0,755	0,216
A		0,0024	2,35	2,755	0,550	0,131
BBB	Speculative	0,0037	1,45	1,690	0,380	0,082
BB		0,0136	1,05	1,060	0,270	0,054
B		0,0608	0,75	0,485	0,175	0,026
CCC	high yield & junk	0,3385	0,55	-0,345	0,105	-0,002
CC		0,5418	0,45	-1,170	0,030	-0,030
C		0,7752	0,35	-1,885	-0,100	-0,058
D	In default	0,9999	0,300	-2,410	-0,180	-0,072

Tabell 21: Syntetisk rating 2006

Likviditetsgrad 1, egenkapitalprosent og netto driftsrentabilitet tilsvarer en plassering på BBB, mens rentedekningsgraden tilsvarer en rating på A. Gjennomsnittsratingen til Eidesvik blir dermed BBB, noe som tilsier at sannsynligheten for konkurs i løpet av 2007 er 0,37 %. Konkurs sannsynligheten er dermed svært lav, noe som betyr at vi kan konkludere med at Eidesvik er et lite risikabelt selskap.

For å vise hvordan Eidesvik sin syntetiske rating har vært de siste årene, samt hvordan den har vært i forhold til bransjen, velger jeg å presentere dette i tabell 22.

Syntetisk rating	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Likviditetsgrad 1	A	BBB	A	BBB	B	CCC
Rentedekningsgrad	A	BBB	A	AA	A	A
Egenkapitalprosent	BB	BBB	BBB	BB	BBB	BBB
Netto driftsrentabilitet	A	BB	BB	BBB	BB	BB
Gjennomsnittsrating (Eidesvik)	A/BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BB
Gjennomsnittsrating (Bransjen)	A/BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB

Tabell 22: Syntetisk rating 2001-2006

Som en ser har gjennomsnittsratingen til Eidesvik vært meget stabil på ratenivå BBB i løpet av disse årene, med unntak av år 2006 hvor ratingen falt ned til et noe lavere nivå BB. Årsaken til at ratingen falt ned på et lavere nivå i 2006 er at likviditetsgraden er såpass lav. Som nevnt tidligere skyldes dette i stor grad at Eidesvik har foretatt en rekke nyinvesteringer i dette året, som i stor grad har blitt finansiert med kortsiktig

gjeld. Styret har imidlertid forhandlet frem en ny langsiktig finansiering⁷¹, som vil være med på å styrke likviditeten betydelig i årene som kommer.

Kort oppsummert viser den syntetiske ratingen at Eidesvik oppnår en rating på BBB i gjennomsnitt, noe som også er snittet for bransjen. Basert på dette mener jeg at Eidesvik er lite eksponert for kortsiktig- og langsiktig kredittrisiko, og at deres finansielle situasjon er stabil og god.

⁷¹ www.eidesvik.no Årsrapport 2006

7. Avkastningskrav

Når investor har tatt hensyn til relevant risiko krever han en avkastning på sine investeringer som er minst like stor som avkastningen på alternative investeringer. For å vurdere om rentabiliteten til Eidesvik er god, behøves det et avkastningskrav man kan måle rentabiliteten i forhold til. Dersom rentabiliteten viser seg å være høyere enn avkastningskravet genererer selskapet superprofitt, noe som betyr at de har et konkurransefortrinn⁷². Avkastningskravet brukes som diskonteringsrente når man skal diskontere fremtidige kontantstrømmer i forbindelse med verdsettelsen av Eidesvik, da avkastningskravet reflekterer en passende risiko. Avkastningskravet angår en fremtidig avkastning som er ukjent i dag, noe som innebærer at ved diskontering av fremtidige kontantstrømmer for et selskap må kontantstrømverdiene være forventningsverdier. Dvs. sannsynlighetsveide gjennomsnitt av optimistiske og pessimistiske anslag.⁷³

I det følgende skal jeg beregne avkastningskravet til egenkapitalen, finansiell gjeld, netto finansiell gjeld og netto driftskapital. Rentabilitetstallene i oppgaven blir beregnet etterskuddsvis, nominelt og etter skatt, noe som betyr at avkastningskravene også vil være nominelle og etter skatt.

7.1 Egenkapitalkrav

To anerkjente modeller for å beregne/estimere en virksomhets egenkapitalkostnader er Dividendmodellen og "Capital Asset Pricing Model"⁷⁴. Begge modellene er anvendbare i praksis, men som følge av at selskap ofte velger tilbakekjøp av egne aksjer i stedet for å utbetale kontantutbytte vil en kunne få vanskeligheter med å beregne et pålitelig estimat ved å bruke Dividendmodellen. Jeg velger dermed å legge til grunn kapitalverdimodellen(CAPM), som ble utviklet og tatt i bruk av Sharp, Lintner og Mossion på 60 tallet. Modellen forutsetter at markedet er perfekt, noe som betyr at investor kun får betalt for å bære den systematiske risikoen. Den forutsetter også at det ikke eksisterer noen form for transaksjonskostnader eller skatt, og at alle

⁷² Knivsflå (2006)

⁷³ Gjesdal & Johnsen (1999)

⁷⁴ Penman (2004)

investorene har homogene forventninger. Investor har et en-periodisk perspektiv, og innlåns- og utlånsrenten er den samme⁷⁵.

Markedet gir ikke kompensasjon for å bære den usystematiske risikoen, da denne kan elimineres bort ved diversifisering. Egenkapitalkravet beregnes ut i fra tre komponenter; risikofri rente(r_f), forventet markedsavkastning(r_m) og beta(β). For ikke børsnoterte aksjer eller for lite likvide aksjer kan man legge til en likviditetspremie(λ). Egenkapitalkravet uten skattejustering vises med følgende sammenheng:

$$ekk = r_f + (r_m - r_f) * \beta + \lambda$$

Som nevnt tidligere må jeg skattejustere avkastningskravet slik at det blir sammenlignbart med rentabilitetstallene, noe som gir følgende sammenheng for beregning av egenkapitalkravet, hvor s er gjeldende skattesats:

$$ekk = r_f (1 - s) + (r_m - r_f (1 - s)) * \beta + \lambda$$

7.1.1 Risikofri rente

Man kan blant annet ta utgangspunkt i statscertifikater, samt lange- og mellomlange statsobligasjoner, når man skal bestemme den risikofrie renten. Det blir også argumentert for at valget av risikofri rente bør avhenge av hva kravet skal benyttes til og hvilken inflasjon det er tatt hensyn til å resultatene som fremgår av regnskapet⁷⁶. Da man har ønske om å skape en mest mulig stabilitet i avkastningskravet når man skal foreta en verdsettelse, er det lite hensiktsmessig å bruke kort rente. Derimot i en lønnsomhetsanalyse er det mer hensiktsmessig å bruke en kort rente, slik at man får reflektert rentenivået i det året som analyseres. På bakgrunn av dette velger jeg å bruke kort rente, slik at jeg kan måle den faktiske lønnsomheten i de enkelte årene i analyseperioden. Legger dermed til grunn 3 måneders NIBOR rente etter skatt, hvor jeg justerer for likviditetspremien som ligger innbakt i renten. I tabell 22 nedenfor viser jeg beregningene som er gjort for å komme frem til risikofri rente etter skatt⁷⁷.

⁷⁵ Bodie, Kane & Marcus (2005)

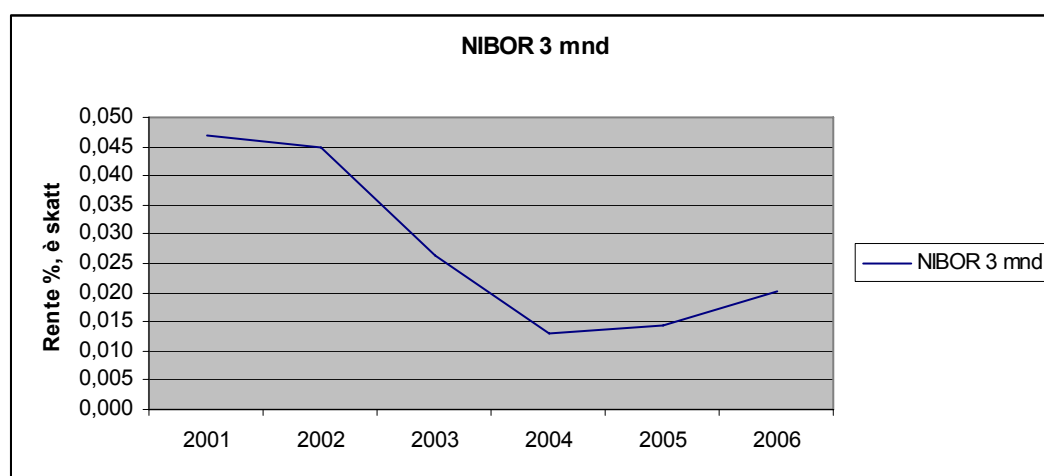
⁷⁶ Gjesdal & Johnsen (1999)

⁷⁷ Norges Bank www.norges-bank.no

Risikofri rente	2001	2002	2003	2004	2005	2006	Snitt
NIBOR-rente 3 mnd	0,072	0,069	0,041	0,020	0,022	0,031	0,043
- Risikotillegg; 10 % av NIBOR	0,007	0,007	0,004	0,002	0,002	0,003	0,004
= Risikofri rente før skatt	0,065	0,062	0,037	0,018	0,020	0,028	0,038
- 28% skatt	0,018	0,017	0,010	0,005	0,006	0,008	0,011
= Risikofri rente etter skatt	0,047	0,045	0,026	0,013	0,014	0,020	0,028

Tabell 22: Risikofri rente etter skatt

Som en ser ut i fra tabell 22 ovenfor er risikofri rente før skatt i snitt 3,8 %, og 2,8 % etter skatt. På grafen nedenfor ser man at renten falt fra 2001 til et bunn-nivå i 2004, og har deretter hatt moderat stigning frem til dagens nivå.



Figur 16: 3 måneders NIBOR rente uten risikotillegg og etter skatt

7.1.2 Markedets risikopremie

Markedets risikopremie, $(r_m - r_f)$, estimeres med utgangspunkt i historisk avkastning i markedet fratrukket den risikofrie renten. Størrelsen på markedets risikopremie indikerer hvor stor kompensasjon investor krever for å investere i markedsporteføljen. Da egenkapitalrentabiliteten er en nominell rente etter skatt må også markedets risikopremie være et nominelt tillegg etter skatt. Størrelsen på markedspremien er meget følsom i forhold til hvor lang måleperiode det er snakk om⁷⁸. Dette tar jeg hensyn til ved at jeg vektlegger et langsiktig perspektiv med (2/3) og et kortsiktig perspektiv med (1/3)⁷⁹. I det langsiktige perspektivet beregnes årlig realisert risikopremie på Oslo Børs i årene 1958 til 2006. De ti prosent høyeste og laveste observasjonene har blitt fjernet for å normalisere tallene. I det kortsiktige perspektivet

⁷⁸ Gjesdal & Johnsen (1999)

⁷⁹ Knivsflå (2006)

bruker man tall fra 1995 til 2006. I tabell 23 er det beregnet risikopremier for analyseperioden.

Vekt		2001	2002	2003	2004	2005	2006	00-06
(2/3)	Årlig risikopremie 58-t	0,045	0,036	0,047	0,055	0,064	0,070	0,053
(1/3)	Årlig risikopremie 95-t	0,037	0,000	0,005	0,052	0,062	0,062	0,036
→	Risikopremie	0,042	0,024	0,033	0,054	0,063	0,067	0,047

Tabell 23: Markedets risikopremie

7.1.3 Betaverdien

I det følgende skal jeg foreta en beregning av betaen til egenkapitalen til Eidesvik, noe som måler i hvilken grad markedets og selskapets avkastning samvarierer. Beta er et mål på systematisk risiko, og er en form for risiko som ikke kan diversifiseres bort.

For børsnoterte selskap kan beta til egenkapitalen estimeres på basis av historiske kursdata, ved hjelp av regresjonsanalyse på avkastningen til selskapet og markedet⁸⁰. Følgende regresjonsligning blir lagt til grunn i estimeringen av beta til egenkapitalen:

$$r_{i,t} = \alpha_i + \beta_i * (r_{m,t}) + \varepsilon_{i,t}$$

hvor,

$r_{i,t}$ = månedsavkastningen til selskap i, måned t

α_i = konstant

β_i = estimert egenkapitalbeta til selskap i

$r_{m,t}$ = markedsavkastningen i måned t

$\varepsilon_{i,t}$ = feilledd

For ikke børsnoterte selskap kan beta til egenkapitalen estimeres på basis av betaen til børsnoterte selskap i samme bransje, hvor estimatet justeres for forskjeller i kapitalstrukturen⁸¹.

⁸⁰ Bodie, Kane & Marcus (2005)

⁸¹ Knivsflå (2006)

Eidesvik har vært børsnotert siden juni 2005, noe som innebærer at det i skrivende stund (13.06.2006) kun er tilgang på 23 måneder med kursdata. For å få et lengre tidsperspektiv på betaen til egenkapitalen har jeg besluttet å estimere komparativ beta i årene forut for børsnoteringen. Mitt endelige estimat på beta blir dermed beregnet ved å ta gjennomsnittet av beta på basis av historiske kursdata og beta på basis av komparative selskap.

Estimering av beta på basis av historiske kursdata

Estimering av beta gjennomføres ved å foreta en regresjonsanalyse på Eidesvik sine historiske kursdata og hovedindeksen på oslo børs (OSEBX). Jeg tar utgangspunkt i månedlige kursdata hentet fra Datastream og Børsprosjektet NHH⁸² fra det tidspunktet Eidesvik ble børsnotert (juni 2005) og frem til dagens dato. Deretter beregnet jeg den logaritmiske avkastningen til Eidesvik og OSEBX for hvert år, og gjennomførte en regresjonsanalyse på basis av dette. Den estimerte betaverdien er en periodebeta som ble estimert til å være:

$$\beta = 0,574$$

Velger å justere betaestimatet i henhold til Merrill Lynch⁸³, som mener at betaverdier på lang sikt er "mean reverting", noe som innebærer at det vender tilbake til gjennomsnittet. Det justerte betaestimatet ble beregnet på følgende måte:

$$\beta_{justert} = 2/3 * 0,574 + 1/3 * 1 = 0,716$$

Estimering av beta på basis av komparative selskap

Som følge av at jeg kun har historiske kursdata to år tilbake i tid, mener jeg at det kan være hensiktsmessig å estimere beta på basis av komparative selskap.

Utfordringene med denne metoden er å definere riktige komparative selskap, samt justere for forskjeller i kapitalstruktur⁸⁴.

Jeg kommer til å bruke DOF og Farstad som de komparative selskapene, noe som betyr at bransjen består av disse i tillegg til Eidesvik.

⁸² Børsprosjektet NHH <http://mora.rente.nhh.no/borsprosjektet>

⁸³ Merrill Lynch www.ml.com

⁸⁴ Damodaran (2002)

Den komparative betaen beregnes ved at jeg først tar utgangspunkt i beta til egenkapital til de komparative selskapene. Denne er ofte tilgjengelig på internett, eller man kan beregne seg frem til den selv. Ved hjelp av programmet "Datastream" kom jeg frem til at DOF hadde en β_{EK} lik 1,006 og Farstad hadde en β_{EK} lik 0,928. På basis av disse beregnet jeg betaen til netto driftskapitalen for hvert av selskapene. Jeg har da nok grunnlag til å beregne bransjebetaen (β_B), som er et verdivektet gjennomsnitt av betaene til netto driftskapitalen for de tre selskapene i bransjen. For å beregne egenkapitalbetaen til Eidesvik må jeg justere bransjebetaen for forskjeller i kapitalstrukturen til Eidesvik og de komparative selskapene. Følgende formel brukes for å komme frem til et endelig estimat på egenkapitalbetaen:

$$\beta_{EK} = \frac{1}{ekp} * \beta_B$$

,hvor

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

EK = egenkapital

MI = minoritetsinteresser

NDK = Netto driftskapital

Den estimerte og justerte komparative betaen er: $\beta = 0,976$

Oppsummering – egenkapitalbeta

Estimering av beta på basis av historiske kursdata gav meg et betaestimert på 0,716, mens den komparative metoden gav meg et betaestimert på 0,976. Dette betyr at disse metodene avviker ganske mye i fra hverandre, og utfordringen blir dermed å komme frem til et forsvarlig estimat. Et alternativ kunne vært å beregne et betaestimert ved hjelp av "Datastream", og deretter å sammenligne dette med de estimatene jeg har beregnet. Det skulle imidlertid vise seg at "Datastream" ikke kunne beregne betaestimert for Eidesvik.

For å komme frem til et endelig betaestimat for Eidesvik, besluttet jeg å vekte estimatene. Jeg har besluttet å vekte estimatet beregnet på basis av historiske kursdata med 1/3 og komparativ beta vektet med 2/3. Velger å tillegge mest vekt på det komparative estimatet, som følge av at dette estimatet er nærmest betaverdiene til de komparative selskapene. Jeg velger derfor i fortsettelsen av oppgaven å bruke mitt estimat på beta på 0,889.

Estimering av egenkapitalbeta for alle år i analyseperioden

Jeg skal i dette avsnittet beregne de enkelte års respektive beta, ved å ta utgangspunkt i netto driftsbeta og netto finansiell gjeldsbeta. Betaen til netto driftskapital beregnes ut i fra følgende formel:

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

Med utgangspunkt i Miller & Modiglianis første teorem, som sier at et selskaps verdi er uavhengig av kapitalstrukturen⁸⁵, forutsetter jeg at netto driftsbeta er konstant i hele analyseperioden. På bakgrunn av dette vet man at egenkapitalbeta kun avhenger av hvordan selskapet er finansiert, og den kan finnes ved å bruke følgende formel:

$$\beta_{EK} = \beta_{NDK} + (\beta_{NDK} - \beta_{NFG}) * \frac{NFG}{EK + MI}$$

På bakgrunn av en implisitt forutsetning om at den systematiske risikoen i finansiell gjeld blir balansert med den systematiske risikoen til finansielle eiendeler, blir betaen til netto finansiell gjeld lik null ($\beta_{NFG} = 0$). Som følge av dette kan man beregne beta til finansiell gjeld ut i fra følgende sammenheng:

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

Beta til finansielle eiendeler (β_{FE}) kan videre inndeles i β_{KON} , β_{FOR} og β_{INV} .

Forutsetter at kontanter og finansielle fordringer etter tapsavsetninger er risikofrie, noe som medfører at disse har en beta lik null. Det forutsettes også at investeringene

⁸⁵ Brealey & Myers (2003)

i gjennomsnitt har samme risiko som markedet, noe som betyr at betaverdien til investeringene settes til å være 1.

Basert på disse forutsetningene kan man beregne beta til finansielle eiendeler ut i fra følgende formel:

$$\beta_{FE} = \frac{INV}{FE}$$

I det følgende presenterer jeg tabell 24 og 25 som viser utregningene til det som ligger til grunn for å beregne egenkapitalbeta for alle årene i analyseperioden.

Finansiell eiendelsbeta	2001	2002	2003	2004	2005	2006	Snitt
+ Investeringsbeta	1	1	1	1	1	1	1
* Andel plassert i investeringer	0,047	0,065	0,106	0,223	0,148	0,686	0,213
= Finansiell eiendelsbeta	0,047	0,065	0,106	0,223	0,148	0,686	0,213

Tabell 24: Finansiell eiendelsbeta

Finansielle betaverdier		2001	2002	2003	2004	2005	2006	Snitt
Finansiell gjeldsbeta	β_{FG}	0,004	0,003	0,011	0,029	0,056	0,158	0,044
* Finansiell gjeldsvekt	FG/NFG	1,091	1,056	1,116	1,148	1,606	1,299	1,219
- Finansiell eiendelsbeta	β_{FE}	0,047	0,065	0,106	0,223	0,148	0,686	0,213
* Finansiell eiendelsvekt	FE/NFG	0,091	0,056	0,116	0,148	0,606	0,299	0,219
= Netto finansiell gjeldsbeta	β_{NFG}	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000

Tabell 25: Finansiell gjeldsbeta

Som nevnt tidligere settes netto driftsbeta konstant over hele analyseperioden.

Denne forutsetningen kan virke noe urealistisk ut som følge av skattesubsidier ved bruk av gjeld og konkurskostnader. Jeg forutsetter likevel at netto driftsbeta er konstant, noe som betyr at egenkapitalbetaen og minoritetsbetaen finnes ved å løse følgende ligning:

$$\beta_{EK} = \frac{\beta_{NDK}}{(EK / NDK) + (MI / NDK)}$$

Netto driftsbeta	2001	2002	2003	2004	2005	2006	01-06
Egenkapitalbeta	?	?	?	?	?	?	0,889
* EK/NDK	0,426	0,426	0,414	0,326	0,576	0,550	0,453
+ Minoritetsbeta	?	?	?	?	?	?	0,889
* MI/NDK	0,032	0,032	0,033	0,032	0,030	0,000	0,026
+ Netto finansiell gjeldsbeta	0	0	0	0	0	0	0
* NFG/NDK	0,542	0,543	0,554	0,642	0,394	0,450	0,521
= Netto driftsbeta	?	?	?	?	?	?	0,426

Tabell 26: Egenkapitalbeta

Ut i fra tabell 26 ser man at egenkapitalbetaen holder seg relativt konstant i årene 2001 til 2003. I 2004 øker betaen betraktelig som følge av at egenkapitalandelen reduseres mye. I 2005 reduseres den kraftig som følge av at Eidesvik foretar en emisjon, samt på grunn av effekter av omlegging til IFRS. Det siste året viste den en svak stigning.

7.1.4 Illikviditetspremie

Det forutsettes i kapitalverdimodellen at kapitalmarkedet er perfekt, men i realiteten er kapitalmarkedet preget av en viss grad av markedssvikt. Eksempel på markedssvikt kan være at investorer har ulik informasjon eller at investorer av en eller annen grunn ønsker å være lite diversifisere.

Når man skal estimere egenkapitalkravet må man ta stilling til hvor stor illikviditetspremien skal være, noe som avhenger av graden av markedssvikt. Eidesvik er ikke blant de mest likvide aksjene på Oslo børs⁸⁶. En mulig årsak til dette kan være at selskapet har flere langsiktige investorer, slik som blant annet Eidesvik familien som sitter på den største børsposen. Som følge av at selskapet har en betydelig andel av langsiktige investorer vil det kunne være fornuftig å legge til en illikviditetspremie. Basert på beste skjønn velger jeg en illikviditetspremie på 2 %.

7.1.5 Beregning av egenkapitalkravet til Eidesvik

Jeg har nå alle opplysninger som kreves for å beregne egenkapitalkravet, og utregningen av egenkapitalkravet vises i tabell 27.

Egenkapitalkrav	2001	2002	2003	2004	2005	2006	01 - 06
Risikofri rente	0,047	0,045	0,026	0,013	0,014	0,020	0,028
Risikopremie	0,042	0,024	0,033	0,054	0,063	0,067	0,047
Betaverdi	0,930	0,931	0,955	1,191	0,703	0,774	0,914
Likviditetspremie	0,020	0,020	0,020	0,020	0,020	0,020	0,020
Egenkapitalkrav (ekk)	0,106	0,087	0,078	0,097	0,079	0,092	0,091

Tabell 27: Egenkapitalkrav

⁸⁶ Oslo Børs www.ose.no

Egenkapitalkravet til Eidesvik varierer fra 13,2 % til 8,7 % og gjennomsnittet i løpet av analyseperioden er på 10,6 %. Når det gjelder avkastningskravet til minoriteten er denne lik avkastningskravet til egenkapital pluss en illikviditetspremie. I kravet til minoriteten velger jeg å legge til 3 % på egenkapitalkravet⁸⁷.

7.2 Finansielt gjeldskrav

Det finansielle gjeldskravet er en form for prising kreditorene bruker for å bestemme hvilken lånerente de skal operere med. For å låne ut kapital krever kreditorene å få dekket risikofri nominell rente, risikopremie for systematisk risiko, kredittrisikopremie og administrasjonskostnader. Jeg forutsetter at administrasjonstillegget er inkludert i NIBOR og at gjeldsbetaen er tilnærmet lik null, noe som gjør at følgende relasjon kan brukes til å estimere finansielt gjeldskrav:

$$fgk = rf + KRP$$

, hvor

rf = risikofri rente

KRP = kredittrisikopremie

Kredittrisikopremien blir beregnet med utgangspunkt i den systematiske ratingen jeg foretok i analysen av risiko. Ratingen som oppnås på basis av den syntetiske ratingen avgjør hvilken kredittrisikofaktor man skal operere med, som skal multipliseres med risikofri rente etter skatt for å danne kredittrisikopremien. Beregningen av finansielt gjeldskrav vises i tabell 28.

Finansielt gjeldskrav	2001	2002	2003	2004	2005	2006	Snitt
Syntetisk rating	A/BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BB	BBB
Risikofri rente etter skatt	0,0469	0,0448	0,0264	0,0130	0,0143	0,0201	0,0276
Kredittrisikopremie	0,0152	0,0179	0,0106	0,0052	0,0057	0,0121	0,0111
Finansielt gjeldskrav (fgk)	0,0621	0,0628	0,0370	0,0181	0,0200	0,0321	0,0387

Tabell 28: Finansielt gjeldskrav

⁸⁷ Knivsflå (2006)

7.3 Finansielt eiendelskrav

Finansielle eiendeler er typisk plassert i kontanter og aksjemarkedet, og kravet til finansielle eiendeler (fek) er implisitt avhengig av hvordan disse finansielle eiendelene blir plassert. Kravet til kontantene vil være lik risikofri rente etter skatt, mens kravet til finansielle investeringer er lik markedsavkastningen. Beregningene av finansiell eiendelskrav vises i tabell 29.

Finansielt eiendelskrav	2001	2002	2003	2004	2005	2006	Snitt
Andel plassert i kontanter	0,953	0,935	0,894	0,777	0,852	0,314	0,787
Krav til avkastning (r_i)	0,047	0,045	0,026	0,013	0,014	0,020	0,028
Andel plassert i aksjemarkedet	0,047	0,065	0,106	0,223	0,148	0,686	0,213
Krav til avkastning (r_m)	0,089	0,069	0,059	0,067	0,078	0,087	0,075
Finansielt eiendelskrav (fek)	0,049	0,046	0,030	0,025	0,024	0,066	0,040

Tabell 29: Finansielt eiendelskrav

Man ser at det finansielle eiendelskravet i gjennomsnitt utgjør 4 %. Kravet varierer fra 2,4 % til 6,6 %, og nådde toppen i 2006. Dette skyldes at Eidesvik økte sin andel plassert i aksjemarkedet kraftig.

7.4 Netto finansielt gjeldskrav

Netto finansielt gjeldskrav (nfgk) beregnes ved å vekte finansielt gjeldskrav fratrukket det vektete finansielle eiendelskravet.

$$nfgk = fgk * \frac{FG}{NFG} - fek * \frac{FE}{NFG}$$

Netto finansielt gjeldskrav	2001	2002	2003	2004	2005	2006	Snitt
Finansielt gjeldskrav	0,062	0,063	0,037	0,018	0,020	0,032	0,039
* FG/NFG	1,091	1,056	1,116	1,148	1,606	1,299	1,219
- Finansielt eiendelskrav	0,049	0,046	0,030	0,025	0,024	0,066	0,040
* FE/NFG	0,091	0,056	0,116	0,148	0,606	0,299	0,219
= Netto finansielt gjeldskrav	0,0633	0,0637	0,0378	0,0171	0,0177	0,0219	0,0369

Tabell 30: Netto finansielt gjeldskrav

Eidesvik har et gjennomsnittlig netto finansielt gjeldskrav på 3,69 %, og kravet varierer fra 1,71 % til 6,37 %.

7.5 Netto driftskrav

Netto driftskrav beregnes ved å vekte summen av egenkapitalkravet, minoritetsinteressekravet og netto finansiell gjeldskravet. Følgende formel brukes for

å beregne netto driftskravet:

$$ndk = ekk * \frac{EK}{NDK} + mik * \frac{MI}{NDK} + nfgk * \frac{NFG}{NDK}$$

Optimalt sett skal man bruke markedsverdier i vektene ovenfor, men i fundamental verdsettelse sammenheng er jeg nødt til å bruke bokførte verdier⁸⁸.

Som diskutert tidligere antar jeg at netto driftsbeta er konstant i hele analyseperioden, noe som i realiteten ikke er tilfellet. Dette som følge av at man blant annet i Norge har skattesubsidier ved opptak av gjeld, og det faktum at konkurssannsynligheten oftest stiger når man øker gjeldsandelen over et visst nivå. Dette med konkurssannsynlighet blir ofte tatt hensyn til av investor, ved at han isolert sett øker avkastningskravet. I det følgende velger jeg å stå fast med forutsetningen om konstant beta, mens jeg lar netto driftskravet variere.

Netto driftskrav	2001	2002	2003	2004	2005	2006	Snitt
Egenkapitalkrav	0,106	0,087	0,078	0,097	0,079	0,092	0,090
* EK/NDK	0,426	0,426	0,414	0,326	0,576	0,550	0,453
+ Krav til minoriteten	0,136	0,117	0,108	0,127	0,109	0,122	0,120
* MI/NDK	0,032	0,032	0,033	0,032	0,030	0,000	0,026
+ Netto finansielt gjeldskrav	0,063	0,064	0,038	0,017	0,018	0,022	0,037
* NFG/NDK	0,542	0,543	0,554	0,642	0,394	0,450	0,521
= Netto driftskrav (ndk)	0,084	0,075	0,057	0,047	0,056	0,061	0,063

Tabell 31: Netto driftskrav

⁸⁸ Brealey & Myers (2003)

8. Analyse av lønnsomhet

I denne delen av oppgaven skal jeg kartlegge hvor lønnsom Eidesvik har vært historisk sett i forhold til krav og bransjen, for på den måten få innsikt i selskapets økonomiske stilling og nøkkelfaktorene for selskapets lønnsomhet. I denne delen av oppgaven vil man identifisere eventuell superprofitt, noe som henger sammen med det som ble gjennomgått i den strategiske analysen i kapittel 4.

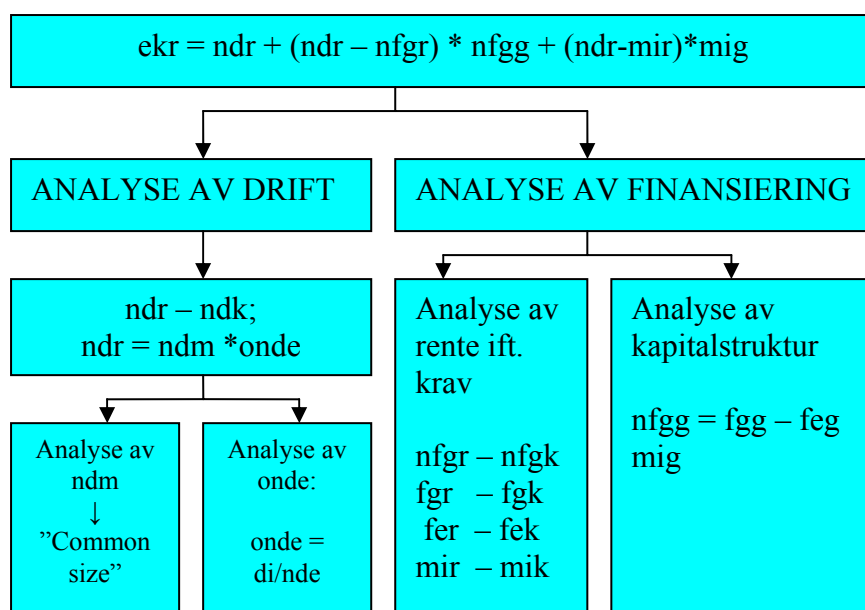
8.1 Rentabilitetsanalyse

Rentabilitet er mål på hvor mye kapitalen prosentvis gir i avkastning i forhold til investert kapital. Man kan velge å beregne rentabilitet på basis av det fullstendige nettoresultatet eller det normaliserte nettoresultatet i telleren. Jeg velger å ta utgangspunkt i det normaliserte nettoresultatet, da dette er relevant i forhold til verdsettelse. I nevneren skal man bruke den kapitalen som genererer resultatet, og den bør være gjennomsnittlig og på etterskuddsbasis. Årsaken til at man bruker etterskuddsbasis er fordi man må ha konsistens med hvordan man beregnet avkastningskravet. Man antar at innbetalinger og utbetalinger skjer midt i året, ved å dele på 2. Formelen for rentabilitet er som følger:

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

I lønnsomhetsanalysen vil hovedfokuset være egenkapitalrentabiliteten (ekr), som er den avkastningen eierne får på sin investering. For å analysere underliggende kilder til lønnsomhet velger jeg å dekomponere egenkapitalrentabilitet i forhold til netto driftsrentabilitet⁸⁹. Grunnen til at jeg velger å dekomponere i forhold til netto driftsrentabiliteten er fordi denne skiller klart mellom drift og finansiering, noe som er i tråd med investororientert analyse. I figur 16 vises det en oversikt over hvordan egenkapitalrentabiliteten dekomponeres.

⁸⁹ Penman (2004)



Figur 16: Dekomponering av ekr⁹⁰

8.1.1 Egenkapitalrentabilitet

Egenkapitalrentabiliteten (ekr) beregnes ut i fra følgende formel:

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

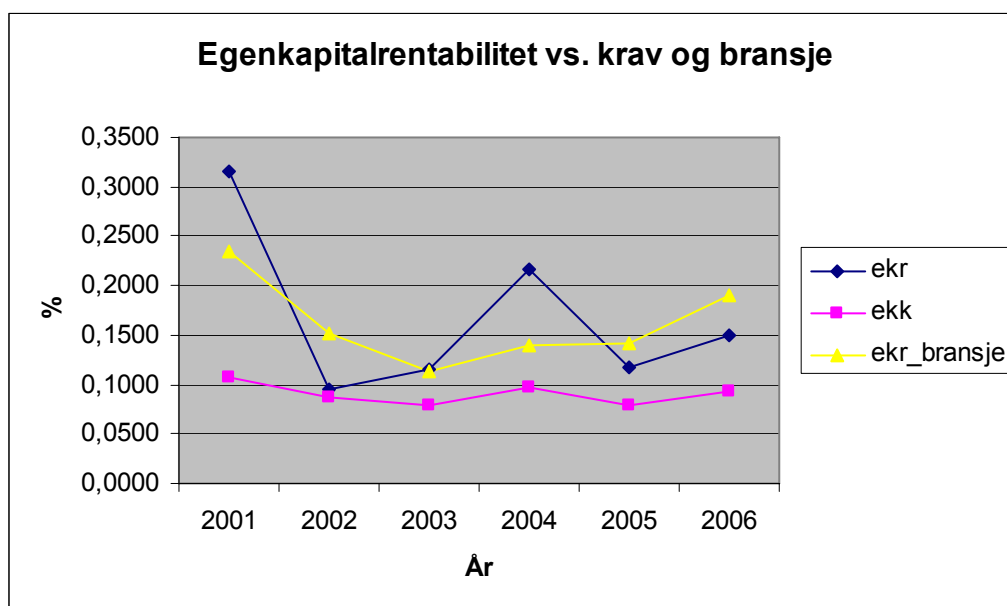
Egenkapitalrentabilitet	2001	2002	2003	2004	2005	2006	Tidsvektet gj.snitt
Vekt	1/6	1/6	1/6	1/6	1/6	1/6	
Egenkapitalrentabilitet	0,3150	0,0948	0,1151	0,2166	0,1165	0,1502	0,1680
Egenkapitalkrav	0,1062	0,0872	0,0779	0,0973	0,0788	0,0922	0,0899
Superprofitt	0,2088	0,0076	0,0372	0,1193	0,0377	0,0580	0,0781
Egenkapitalrentabilitet	0,3150	0,0948	0,1151	0,2166	0,1165	0,1502	0,1680
Bransjegjennomsnitt	0,2347	0,1519	0,1133	0,1404	0,1416	0,1907	0,1621
Superprofitt	0,0804	-0,0571	0,0018	0,0761	-0,0251	-0,0405	0,0059

Tabell 32: Egenkapitalrentabilitet i forhold til krav og bransje

Det fremgår av tabell 32 ovenfor at egenkapitalrentabiliteten varierer veldig mye, fra 31,5 % i 2001 til 9,5 % i 2002. Eidesvik har vist en økende trend fra 2005 til 2006. Den vektete egenkapitalrentabiliteten til Eidesvik er 16,8 % mot et vektet krav på 8,99 %. Den tidsvektede superprofitten er dermed 7,81 %, og man kan konkludere med at Eidesvik har hatt en strategisk fordel i årene 2001 til 2006. Gjennomsnittlig

⁹⁰ Knivsflå (2006)

superprofitt mellom egenkapitalrentabiliteten til Eidesvik mot bransjen er 0,59 %, noe som indikerer at Eidesvik har vært noe mer lønnsom enn bransjen.



Figur 17: Egenkapitalrentabilitet vs. krav og bransje

En kan se at egenkapitalrentabiliteten til Eidesvik varierer noe mer enn bransjen, men at trendkanalen til Eidesvik er noenlunde den samme for begge. Eidesvik har en egenkapitalrentabilitet som er godt over kravet i alle årene, med unntak av 2002 hvor den nærmest tangerte kravet. Dette indikerer at Eidesvik driver lønnsomst, og at lønnsomheten har vært inne i en positiv trend fra 2002 og frem til i dag.

8.1.2 Dekomponering av egenkapitalrentabiliteten

For å analysere driverne til Eidesviks egenkapitalrentabilitet skal jeg i det følgende dekomponere egenkapitalrentabiliteten i drift og finansiering. Analyse av drift henviser til netto driftsrentabiliteten og viser avkastningen på netto driftskapital. Finansieringen kan deles i to, hvor den ene er virkningen av netto finansiell gearing og den andre er virkningen av minoritetsinteressene. Følgende sammenheng legges til grunn for dekomponeringen:

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

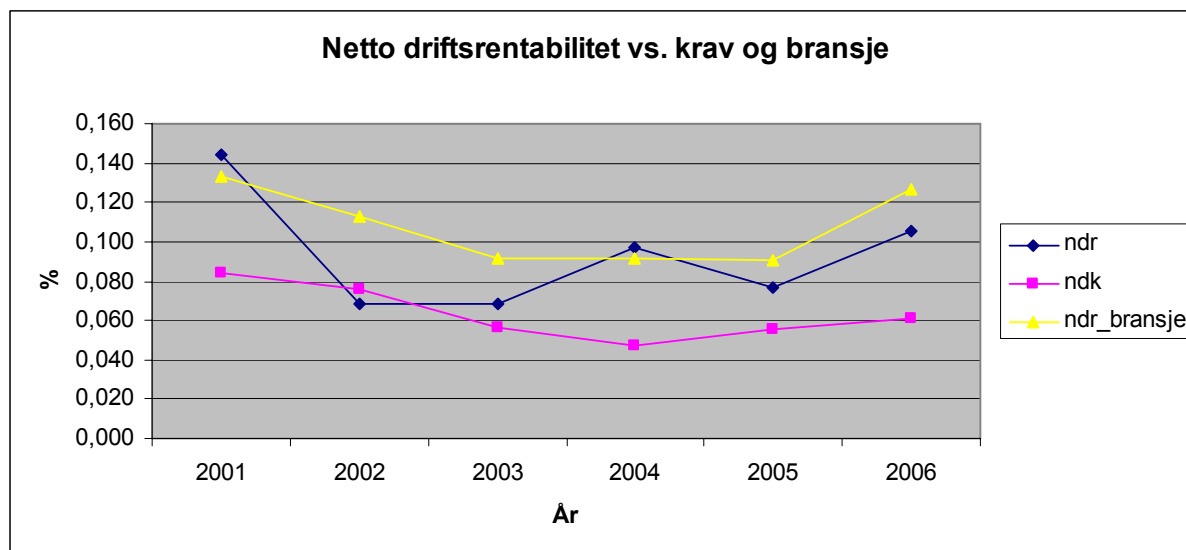
Netto driftsrentabilitet (ndr)

Netto driftsrentabilitet viser hvor stort netto driftsresultatet er i forhold til netto driftskapitalen. Jeg måler netto driftsrentabiliteten i forhold til netto driftskravet og bransjen. For å få dypere innsikt i netto driftsrentabiliteten kan man dekomponere den i netto driftsmargin (ndm) og omløpet til netto driftseiendeler (onde). Beregning av netto driftsrentabilitet på etterskuddsbasis kan gjøres ved følgende formel:

$$ndr = \frac{NDR_t}{NDK_{t-1} + (\Delta NDK_t - NDR_t) / 2} = \frac{NDR_t}{DI_t} * \frac{DI_t}{NDK_{t-1} + (\Delta NDK_t - NDR_t) / 2}$$

Netto driftsrentabilitet Vekt	2001 1/6	2002 1/6	2003 1/6	2004 1/6	2005 1/6	2006 1/6	Tidsvektet gj.snitt
Netto driftsmargin	0,317	0,177	0,202	0,292	0,232	0,293	0,252
* Omløpet til netto driftseiendeler	0,455	0,385	0,338	0,333	0,332	0,361	0,367
= Netto driftsrentabilitet	0,144	0,068	0,068	0,097	0,077	0,106	0,093
- Netto driftskrav	0,084	0,075	0,057	0,047	0,056	0,061	0,063
= Superprofitt i driften	0,060	-0,007	0,012	0,050	0,021	0,045	0,030
Netto driftsrentabilitet	0,144	0,068	0,068	0,097	0,077	0,106	0,093
- Bransjegjennomsnitt	0,133	0,113	0,092	0,092	0,091	0,126	0,108
Superprofitt i driften	0,011	-0,045	-0,023	0,005	-0,014	-0,021	-0,014

Tabell 33: Netto driftsrentabilitet vs. krav og bransje



Figur 18: Netto driftsrentabilitet vs. krav og bransje

Netto driftsrentabiliteten til Eidesvik ligger godt over kravet i de fleste årene med unntak av 2002 hvor den lå litt under. Superprofitten i driften i forhold til kravet er i gjennomsnitt 3 %, og varierer fra -0,7 % til 6 %. Med unntak av årene 2001 og 2004

ligger netto driftsrentabiliteten til Eidesvik under bransjegjennomsnittet, noe som er et faresignal. Et positivt tegn er at trendutviklingen i netto driftsrentabiliteten til Eidesvik er positiv de to siste årene.

Ved å splitte opp netto driftsrentabiliteten ser jeg at netto driftsmarginen (ndm) og omløpet til netto driftseiendelene (onde) har vært fallende fra 2001 til 2002, men trenden i ndm har vært stigende fra 2002 til i dag. Dette ser jeg på som meget positivt. Høyere ndm betyr at Eidesvik klarer å generere mer netto driftsresultat pr. omsatt krone nå enn før. Onde har holdt seg noenlunde stabilt, noe som betyr at selskapets effektivitet i kapitalbruken holder seg stabilt.

Kort oppsummert kan man si at Eidesvik har superprofitt i forhold til krav, noe som er meget bra. Men selskapet har en negativ superprofitt i forhold til bransjen, og anses som et faresignal.

Jeg mener en nærmere analyse av netto driftsmarginen vil være hensiktsmessig, og synes med dette at en "Common Size" analyse vil være passende. Dette er en form for resultatanalyse hvor man lar størrelser i resultatregnskapet måles som prosentvise andeler av driftsinntektene.

Common size Vekt	2001 1/6	2002 1/6	2003 1/6	2004 1/6	2005 1/6	2006 1/6	Tidsvektet gj.snitt	Bransje
Driftsinntekter	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000
- Driftskostnader	0,6469	0,8002	0,7726	0,6730	0,7399	0,6713	0,7173	0,6986
= Driftsresultat	0,3531	0,1998	0,2274	0,3270	0,2601	0,3287	0,2827	0,3014
- Driftsrelatert skatt	0,0387	0,0219	0,0250	0,0359	0,0285	0,0361	0,0310	0,0347
= Netto driftsresultat	0,3144	0,1778	0,2025	0,2911	0,2315	0,2927	0,2517	0,2667

Tabell 34: "Common Size" resultat

"Common size" viser meg at Eidesvik har en høyere andel driftskostnader i forhold til driftsinntekter enn bransjegjennomsnittet. Den driftsrelaterte skatten er imidlertid noe lavere for Eidesvik, men driftsresultatet til bransjegjennomsnittet blir likevel 1,5 % høyere enn Eidesvik.

Netto finansiell gearing

For å finne ut om gjeldsfinansieringen bidrar positivt eller negativt til egenkapitalrentabiliteten skal jeg gjennomføre en analyse av netto finansiell gearing. Driverne bak netto finansiell gearing er netto finansiell gjeldsrente og netto finansiell gjeldsgrad. Velger å først presentere en oversikt over effekten av finansiell gearing, og skal deretter vise en ytterligere dekomponering av driverne bak netto finansiell gjeldsrente og netto finansiell gjeldsgrad.

Netto finansiell gearing Vekt	2001 1/6	2002 1/6	2003 1/6	2004 1/6	2005 1/6	2006 1/6	Tidsvek- t gj.snitt	Krav
Netto driftsrentabilitet	0,144	0,068	0,068	0,097	0,077	0,106	0,093	0,063
- Netto finansiell gjeldsrente	0,048	0,046	0,039	0,028	0,038	0,047	0,041	0,037
= Netto rentemargin	0,096	0,022	0,029	0,069	0,039	0,059	0,052	0,026
* Netto finansiell gjeldsgrad	1,753	1,305	1,356	1,799	1,156	0,795	1,361	
= Netto finansiell gearing	0,168	0,029	0,039	0,124	0,045	0,047	0,075	

Tabell 35: Netto finansiell gearing

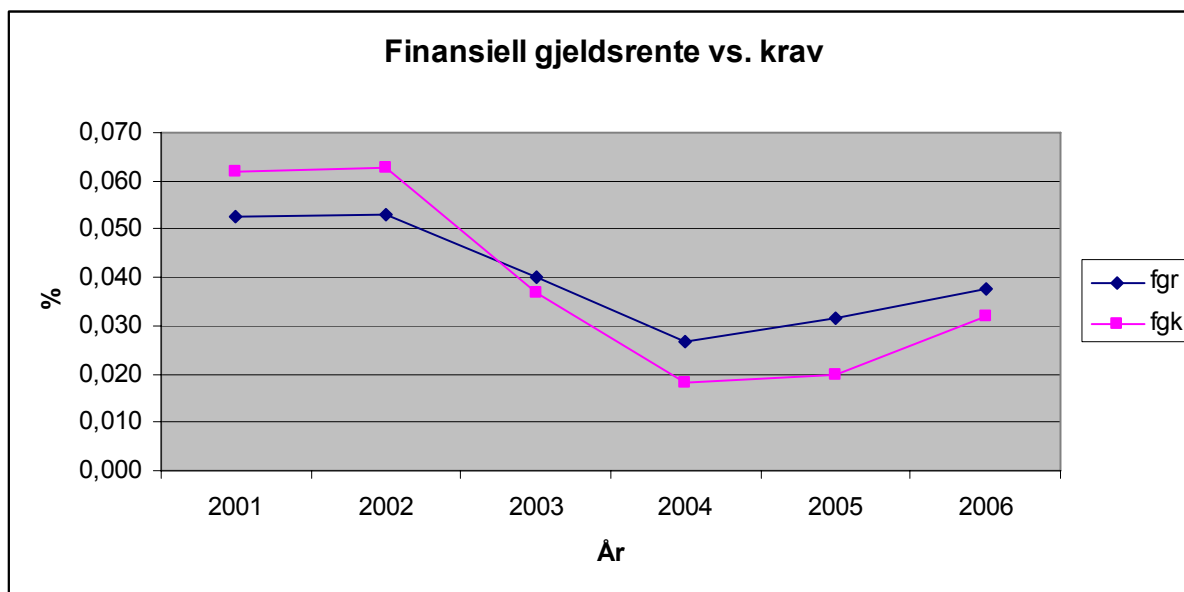
Gjeldsfinansieringen bidrar positivt til egenkapitalrentabiliteten i hele analyseperioden, som følge av at netto driftsrentabiliteten er høyere enn netto finansiell gjeldsrente. Den gjennomsnittlige rentemarginen til Eidesvik er på 5,2 %, noe som er 2,6 % høyere enn kravet. Netto finansiell gjeldsrenten har holdt seg relativt stabilt i analyseperioden: Den viste en svak nedgang fra 2001 til 2004, og etter en bunn i 2004 ser det ut som om den er på vei oppover igjen.

Den netto finansielle gjeldsgraden til Eidesvik hadde sitt maksimumspunkt i 2004 på 1,799 og sitt bunnpunkt i 2006 på 0,795. For Eidesvik sin del er det positivt jo større netto finansiell gjeldsgrad er siden netto rentemarginen er positiv i alle årene i analyseperioden.

For å få en ytterligere innsikt i den finansielle gearingen skal jeg i det følgende dekomponere netto finansiell gjeldsrente og netto finansiell gjeldsgrad.

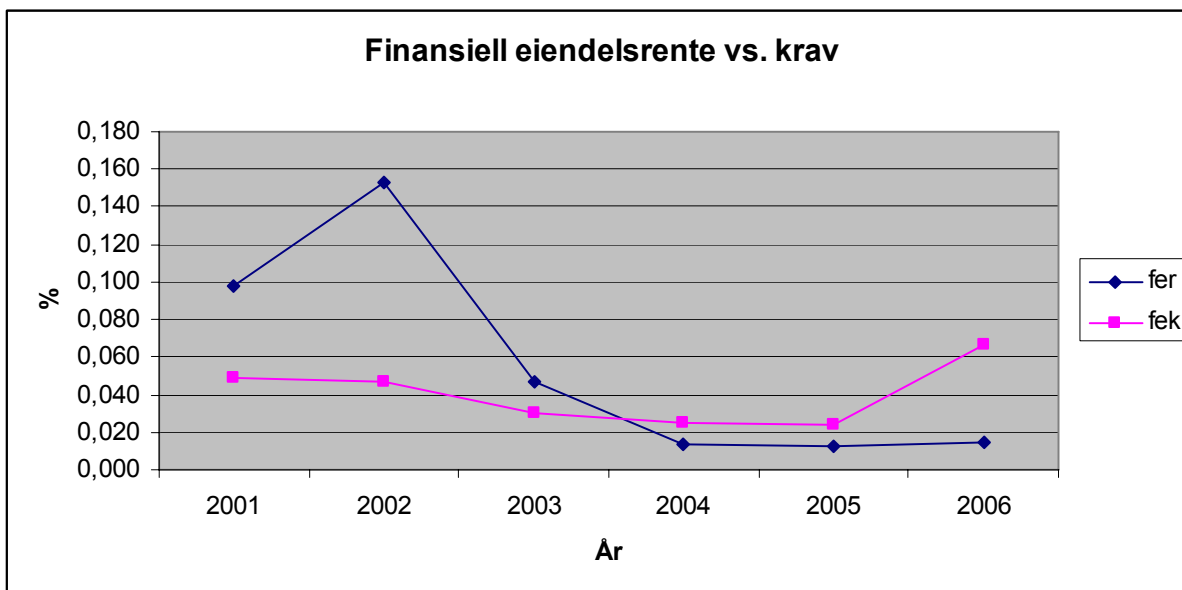
Netto finansiell gjeldsrente Vekt	2001 1/6	2002 1/6	2003 1/6	2004 1/6	2005 1/6	2006 1/6	Tidsvekte t gj.snitt	Krav
Finansiell gjeldsrente	0,053	0,053	0,040	0,027	0,032	0,038	0,040	0,039
* FG/NFG	1,094	1,069	1,087	1,135	1,340	1,433		
- Finansiell eiendelsrente	0,098	0,153	0,047	0,013	0,012	0,015	0,056	0,049
* FE/NFG	0,094	0,069	0,087	0,135	0,340	0,433		
= Netto finansiell gjeldsrente	0,048	0,046	0,039	0,028	0,038	0,047		

Tabell 36: Analyse av netto finansiell gjeldsrente



Figur 19: Finansiell gjeldsrente vs. krav

Finansielt gjeldskrav sier noe om den maksimale prosentvise rentesatsen man er villig til å betale til kredittinstitusjoner. Som en ser ut i fra tabell 36 betaler Eidesvik en rente på 4 % i gjennomsnitt i analyseperioden, noe som er 0,1 % høyere enn det som er ønskelig. Ut i fra figur 19 ser man at den finansielle gjeldsrenten var under kravet i 2001 og 2002, mens den var noe over kravet i de resterende årene. Utviklingen i den finansielle gjeldsrenten er i tråd med utviklingen i styringsrenten i Norge, og man kan se at denne er noe stigende de siste par årene.



Figur 20: Finansiell eiendelsrente vs. Krav

I figur 20 ser man at den finansielle eiendelsrentabiliteten til Eidesvik holder seg over kravet i 2001 til 2003, men at den deretter ligger under kravet. For hele analyseperioden gir den en avkastning på 5,6 % mot et krav på 4,9 %, noe som indikerer at Eidesvik klarer å utnytte sine finansielle eiendeler på en hensiktsmessig god måte.

Netto finansiell gjeldsgrad Vekt	2001 1/6	2002 1/6	2003 1/6	2004 1/6	2005 1/6	2006 1/6	Tidsvekte t gj.snitt	Bransjen
Finansiell gjeldsgrad	1,918	1,395	1,475	2,042	1,549	1,139	1,586	1,619
- Finansiell eiendelsgrad	0,165	0,122	0,114	0,121	0,079	0,055	0,109	0,384
= Netto finansiell gjeldsgrad	1,753	1,273	1,360	1,921	1,470	1,084	1,477	1,235
Bransjen	1,573	1,191	1,286	1,640	1,161	0,870		

Tabell 37: Netto finansielt gjeldsgrad vs. bransjen

Tidsvektet netto finansiell gjeldsgrad er 1,477 i Eidesvik, mens den er 1,235 i bransjen. Den finansielle gjeldsgraden til Eidesvik er litt lavere enn bransjen, mens den finansielle eiendelsgraden er betraktelig lavere. Dette innebærer at Eidesvik har mindre netto finansielle eiendeler enn bransjen.

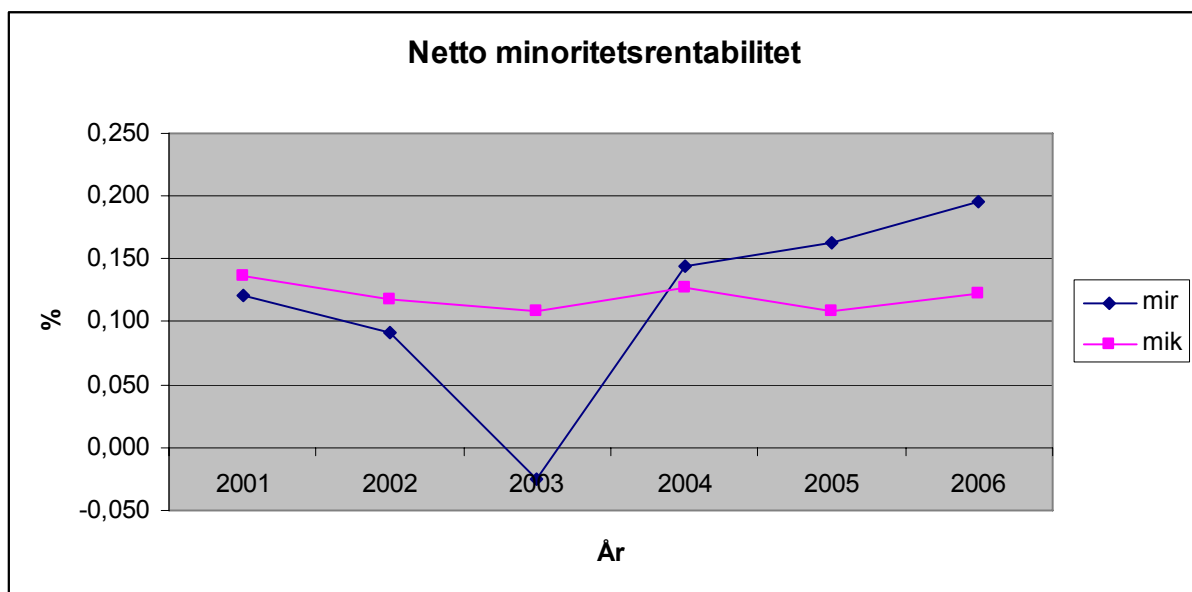
Netto minoritetsgearing

For å få en innsikt i hvordan minoriteten bidrar i forhold til egenkapitalrentabiliteten, velger jeg å dekomponere denne. På samme måte som den finansielle renten er det en fordel at minoritetsrentabiliteten er lavere enn minoritetskravet.

Netto minoritetsgearing	2001	2002	2003	2004	2005	2006	Tidsvekter t gj.snitt	Krav
Vekt	1/6	1/6	1/6	1/6	1/6	1/6		
Netto driftsrentabilitet (ndr)	0,144	0,068	0,068	0,097	0,077	0,106	0,093	0,063
- Minoritetsrentabilitet (mir)	0,121	0,092	-0,025	0,145	0,163	0,196	0,116	0,120
= ndr - mir	0,023	-0,024	0,093	-0,047	-0,086	-0,091	-0,022	-0,057
* mig	0,118	0,075	0,082	0,091	0,066	0,023	0,076	
= Netto minoritetsgearing	0,003	-0,002	0,008	-0,004	-0,006	-0,002	-0,001	

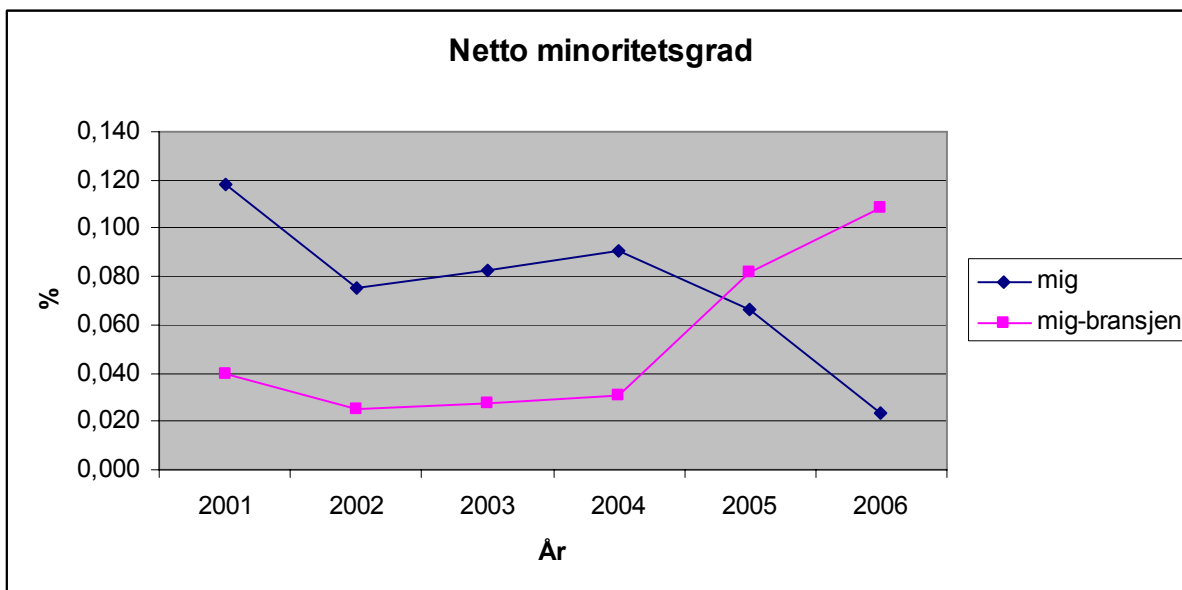
Tabell 38: Netto minoritetsgearing

I år 2001 og 2004 var minoritetsrentabiliteten lavere enn netto driftsrentabiliteten, og virket positivt inn på egenkapitalrentabiliteten. I de resterende årene var imidlertid mir høyere enn ndr, slik at det virket negativt inn på ekr. Den tidsvektede virkningen av minoritetsgearingen var på -0,2 %, noe som betyr at minoritetsinteressene blir en kostnad for majoritetseierne da de må betale ut en rente til minoriteten som er større enn det driften kaster av seg.



Figur 21: Netto minoritetsrentabilitet

Ut i fra figur 21 ser man at mir holdt seg under mik i årene 2001 til 2003, noe som er positivt for majoritetseierne. Mir beveger seg imidlertid over mik i 2004, 2005 og 2006, noe som betyr at minoritetsinteressene blir en byrde.



Figur 22: Netto minoritetsgrad

Minoritetsgraden til Eidesvik har hatt en sterk fallende trend fra 2001 til 2006, noe som kan være fordelaktig dersom datterselskapene genererer en rentabilitet over kravet.

8.2 Oppsummering av lønnsomhetsanalyse

På basis av analyseperioden 2001 til 2006 har Eidesvik levert en gjennomsnittlig superprofitt i forhold til kravet på 7,8 %, noe jeg anser som meget bra. Den gjennomsnittlige superprofitten i forhold til bransjen er på 0,59 %, noe som tyder på at Eidesvik historisk sett har vært like lønnsom som selskapene i bransjen. Man kan dermed konkludere med at Eidesvik har klart å dra stor nytte av konkurransefordelene jeg analyserte i den strategiske analyse i kapittel 4.

I tabell 39 vises en oppsummering av dekomponeringen av egenkapitalrentabiliteten til Eidesvik i analyseperioden 2001 til 2006.

Dekomponering av ekr	2001	2002	2003	2004	2005	2006	Tidsvekter t gj.snitt
Vekt	1/6	1/6	1/6	1/6	1/6	1/6	
Netto driftsrentabilitet	0,144	0,068	0,068	0,097	0,077	0,106	0,093
+ Netto finansiell gearing	0,168	0,029	0,039	0,124	0,045	0,047	0,075
+ Virkning av minoritetsinteresser	0,003	-0,002	0,008	-0,004	-0,006	-0,002	-0,001
= Egenkapitalrentabilitet	0,315	0,095	0,115	0,217	0,116	0,150	0,168

Tabell 39: Dekomponering av egenkapitalrentabilitet

Som det fremgår i tabell 39 ser man at det er netto driftsrentabiliteten på 9,3 % som er den sterkeste driveren av rentabiliteten. Effekten av netto finansiell gearing har imidlertid også en sterk innvirkning på egenkapitalrentabiliteten, og den utgjør i gjennomsnitt 7,5%. Effekten av minoritetsinteressene virker negativt på egenkapitalrentabiliteten i gjennomsnitt. Forventning om fortsatt høy oljepris, gjør at jeg forventer at lønnsomheten til Eidesvik vil vokse i de kommende årene.

9. Vekstanalyse

Vekst vil si den prosentvise endringen i et regnskapstall i løpet av en tidsperiode.

Vekstanalyse er en viktig prosess som følge av at vekst er en underliggende

verdidriver ved fundamental verdsettelse. Det er to hovedformer for vekst;

kapitalvekst og resultatvekst. Kapitalveksten fokuserer på veksten i balansen, mens

resultatveksten fokuserer på veksten i resultatregnskapet. Å få innsikt i hva som er

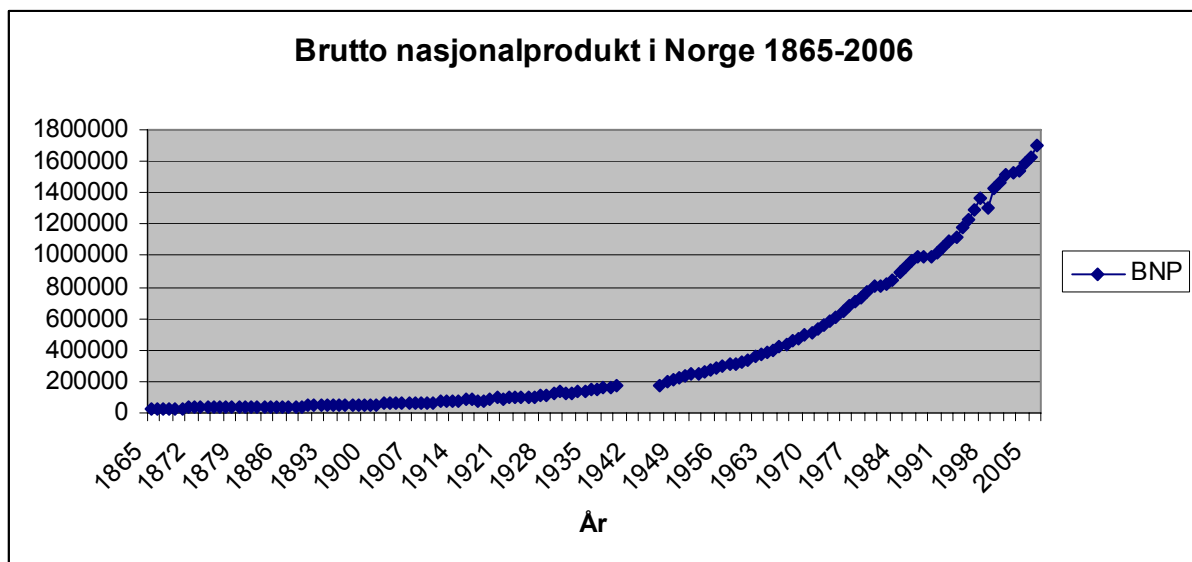
kildene til veksten er en viktig faktor i forhold til budsjettering og fremskriving, samt når man skal foreta fundamental verdsettelse⁹¹.

9.1 Vekst på lang sikt

Man vil kunne skaffe seg innsikt om den langsiktige økonomiske veksten ved å foreta en generell makroøkonomisk vekstanalyse. Veksten på lang sikt ikke kan være større enn forventet realvekst i verdensøkonomien pluss forventet global inflasjon.

Jeg velger å ta utgangspunkt i historiske data for brutto nasjonalprodukt og inflasjon⁹² i Norge når jeg skal fastsette veksten til Eidesvik på lang sikt. Figur 23

viser den historiske utviklingen i BNP fra 1865 til 2006.

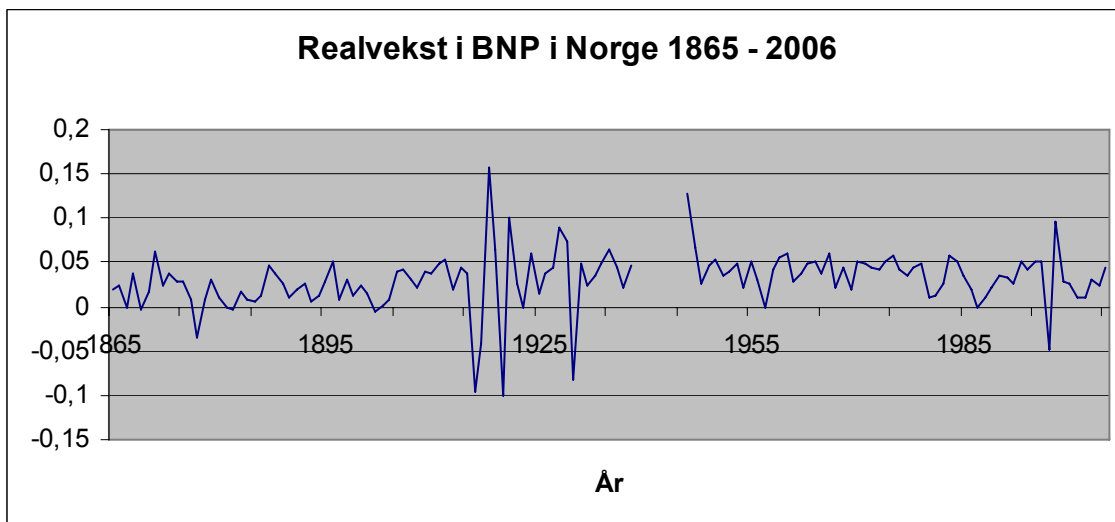


Figur 23: Brutto nasjonalprodukt i Norge

⁹¹ Knivsflå (2006)

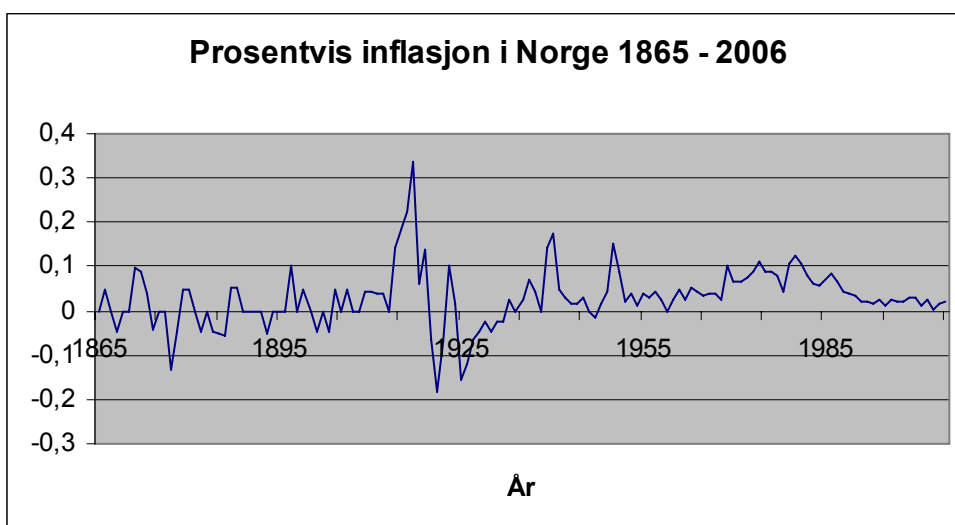
⁹² Statistisk Sentralbyrå www.ssb.no

Har valgt å ekskludere tallene fra krigstiden i 1940 til 1945. Man kan se at BNP hadde en svak vekst fra 1865 til 1940, men i etterkrigstiden og frem til i dag har den hatt en meget kraftig vekst. I figur 24 viser jeg realveksten i BNP fra 1865 til 2006.



Figur 24: Realvekst i BNP i Norge fra 1865 til 2006

Dersom vi ser bort i fra de første årene i etterkrigstiden har realveksten i BNP holdt seg innen et intervall fra 0 til ca 5 %. Den gjennomsnittlige realveksten i perioden 1865 til 2006 har vært på 3 %, noe som kan anses som den langsiktige veksten i norsk økonomi på lang sikt. Inflasjonen i samme periode vises i figur 25.



Figur 25: Prosentvis inflasjon i Norge 1865-2006

Den gjennomsnittlige inflasjonen i perioden 1865 til 2006 er på 2,9 %, noe som også er gjennomsnittet de siste 20 årene. De siste ti årene har imidlertid den gjennomsnittlige inflasjonen vært 2 %. Norges Banks inflasjonsmål⁹³ er som kjent 2,5 %, noe som vil kunne være et godt estimat på langsiktig inflasjon. Jeg velger å ta utgangspunkt i inflasjonsmålet til Norges Bank, da dette estimatet ligger midt mellom gjennomsnittet fra 1865 til 2006 og gjennomsnittet de siste ti årene. Samtidig tror jeg at den sterke veksten i blant annet Kina vil medføre en ytterligere vekst i verdensøkonomien i årene fremover, og velger dermed et estimat tillegg på 0,5 % på den langsiktige veksten. På bakgrunn av dette blir mitt estimat på den langsiktige veksten lik 6 % (3 % + 3 %).

9.2 Vekst på kort sikt

Veksten til et selskap vil avhenge av generell bransjevekst og interne ressurser på kort og mellomlang sikt. Dette ble nærmere undersøkt i den strategiske analysen i kapittel 4, hvor antok at Eidesvik ser ut til å være inne i en moden vekstfase. De opererer imidlertid innen en bransje med fremtidige vekstmuligheter, hvor blant annet internasjonalisering er med på å øke potensialet for videre vekst. I tillegg har Eidesvik vært meget innovative med hensyn til fornyelse av miljøvennlige skip, noe de vil kunne dra nytte av med tanke på fremtidige miljøavgifter. På bakgrunn av dette er det grunn til å tro at Eidesvik vil kunne ha en vekstrate som er høyere enn vekstraten i verdensøkonomien på kort- og mellomlang sikt. Økt rivalisering i bransjen og økt kontrahering av skip vil imidlertid medføre at Eidesvik før eller senere vil møte redusert vekst, og jeg antar dermed at veksten på lang sikt vil konvergere mot den langsiktige veksten i verdensøkonomien.

9.2.1 Analyse av kapitalvekst

Som følge av at jeg kommer til å rette fokus på egenkapital og netto driftskapital i den fundamentale verdsettelsen, velger jeg å ta utgangspunkt i disse når jeg skal analysere kapitalvekst. Både den fullstendige og den normaliserte kapitalveksten vil bli analysert. Sistnevnte er mest relevant i forhold til verdsettelse, da denne trekker ut

⁹³ Norges Bank www.norges-bank.no/inflasjonsrapport

veksten som følge av kapitalinnskudd og kapitaluttak, samt det unormale nettoresultatet til egenkapitalen.

Fullstendig og normalisert analyse av vekst i egenkapitalen

Den fullstendige veksten i egenkapitalen kan defineres ut i fra følgende formel:

$$fekv = \frac{EK_t - EK_{t-1}}{EK_t} = \left(1 - \frac{NBU_t}{FNR_t}\right) * \frac{FNR_t}{EK_{t-1}} = (1 - feku_t) = fekr_{t-1}$$

,hvor

- NBU_t = Netto betalt utbytte
- FNR_t = Fullstendig nettoresultat til egenkapitalen
- feku_t = Fullstendig utdelingsforhold
- (1-feku_t) = Fullstendig tilbakeholdsgrad
- Fekr_{t-1} = Fullstendig egenkapitalrentabilitet

Den normaliserte veksten i egenkapitalen kan defineres ut i fra følgende formel:

$$ekv_t = (1 - eku_t) * ekr_t$$

,hvor

- eku_t = normalisert utdelingsforhold
- ekr_t = normalisert egenkapitalrentabilitet

$$eku_t = \frac{FUT_t}{NRE_t}$$

,hvor

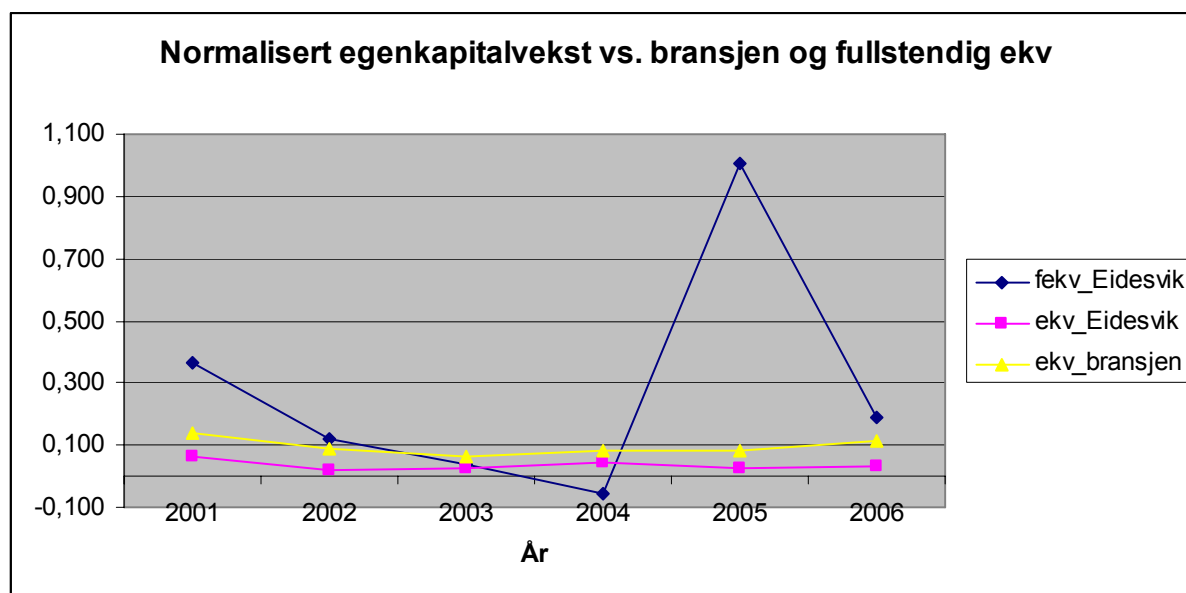
- FUT_t = Foreslått utbytte
- NRE_t = Nettoresultat til egenkapitalen

I tabell 40 viser jeg en oppsummering av den fullstendige og den normaliserte egenkapitalveksten. I og med at den normaliserte er den relevante i forhold til fundamental verdsettelse, velger jeg å fokusere på denne.

Fullstendig egenkapitalvekst		2001	2002	2003	2004	2005	2006	Snitt	Bransje
	Fullstendig tilbakeholdsgrad	0,978	0,950	0,712	-0,550	3,653	0,891	0,722	0,913
*	Fullstendig egenkapitalrentabilitet	0,375	0,124	0,054	0,104	0,275	0,216	0,158	0,199
=	Fullstendig egenkapitalvekst	0,366	0,118	0,038	-0,057	1,005	0,192	0,236	0,203
Normalisert egenkapitalvekst		2001	2002	2003	2004	2005	2006	Gj.snitt	Bransje
	Normalisert tilbakeholdsgrad	0,200	0,200	0,200	0,200	0,200	0,200	0,200	0,586
*	Egenkapitalrentabilitet	0,315	0,095	0,115	0,217	0,116	0,150	0,153	0,161
=	Normalisert egenkapitalvekst	0,063	0,019	0,023	0,043	0,023	0,030	0,031	0,095

Tabell 40: Analyse av fullstendig og normalisert egenkapitalvekst

Ut i fra tabell 40 ser man at den fullstendige egenkapitalveksten som ventet har variert mye i løpet av analyseperioden. Spesielt i år 2005 når Eidevik ble børsnotert økte den med hele 100 %. Den geometriske fullstendige egenkapitalveksten til Eidesvik er på 23,6 %, i motsetning til 20,3 % i bransjen. En kan se at Eidesvik har en geometrisk normalisert egenkapitalvekst på 3,1 %, noe som er 6,4 % lavere enn bransjen. Forklaringen på at bransjen har hatt høyere ekv er fordi den normaliserte tilbakeholdsgraden til Eidesvik er mye lavere enn bransjen, noe som er et faresignal.



Figur 26: Normalisert egenkapital vs. bransje og fullstendig

Det går klart frem av figur 26 at den fullstendige egenkapitalveksten er langt mer volatil enn den normaliserte, noe som underbygger argumentet om at den normaliserte er mest relevant i forhold til fremskriving. Den normaliserte egenkapitalveksten til både Eidesvik og bransjen har holdt seg ganske stabil, og avstanden dem i mellom har vært noenlunde lik.

Etter at Eidesvik ble børsnotert har selskapet valgt å utbetale hele årsresultatet ut som utbytte. En årsak til dette kan være at som nytt børsnotert selskap ønsker selskapet å signalisere inntjeningspotensialet i virksomheten, og på den måten påvirke aksjekursen i riktig retning.

Analyse av normalisert vekst i netto driftskapitalen

Veksten i netto driftskapitalen kan defineres ut i fra følgende formel:

$$ndv_t = \frac{NDK_t - NDK_{t-1}}{NDK_{t-1}} = \frac{(1 - (FKD_t - UNDR_t)) * ndr_t}{NDR_t} = (1 - ndu_t) * ndr_t$$

,hvor

FKD_t = Fri kontantstrøm fra drift

UNDR_t = Unormalt netto driftsresultat

ndu_t = Normalisert netto utdelingsforhold fra netto driftskapital

(1-ndu_t) = Normalisert tilbakeholdsgrad fra netto driftskapital

Normalisert vekst i NDK	2001	2002	2003	2004	2005	2006	Gj.snitt	Krav
Normalisert tilbakeholdsgrad	0,299	-0,343	-0,414	-0,072	0,173	0,550	-0,028	
* Normalisert netto driftsrentabilitet	0,144	0,068	0,068	0,097	0,077	0,106	0,090	0,063
= Normalisert vekst i NDK _t	0,043	-0,023	-0,028	-0,007	0,013	0,058	0,009	

Tabell 41: Normalisert vekst i netto driftskapital

Den normaliserte gjennomsnittlige (geometrisk) veksten i netto driftskapital er på 0,9 %, og den har variert fra -2,8 % til +5,8 %. Veksten de siste to årene har vært stigende, som følge av økning i både tilbakeholdsgraden og netto driftsrentabiliteten.

9.2.2 Analyse av resultatvekst

Resultatveksten vil bli analysert ved å utarbeide trendresultatregnskap, noe som innebærer at jeg studerer trenden i de ulike resultatpostene. Jeg fastsetter år 2001 som basisår, noe som betyr at dette året har en indeksverdi på 100. Det er naturlig å bruke første året i analyseperioden som basisår, slik at man kan se hvordan den relative utviklingen i regnskapspostene har vært i hele perioden. I tillegg til trendresultatregnskapet ser jeg nærmere på driftsinntektsveksten, og sammenligner denne opp mot bransjegjennomsnittet.

TRENDRESULTAT		2001	2002	2003	2004	2005	2006
<i>Tall i NOK 1.000</i>							
= Sum driftsinntekter	DI	1,00	0,95	0,91	1,00	1,17	1,50
+ Lønn og personalkostnader		1,00	1,16	1,08	1,02	1,28	1,62
+ Avskrivninger		1,00	1,18	1,35	1,31	1,64	1,95
+ Andre driftskostnader		1,00	1,03	0,83	0,85	1,14	1,16
= Sum Driftskostnader	DK	1,00	1,11	1,04	1,01	1,30	1,51
= Driftsresultat egen virksomhet	DR	1,00	0,60	0,65	0,98	0,92	1,49
- Driftsrelatert skattekostnad	DSK	1,00	0,60	0,65	0,98	0,92	1,49
= Netto driftsresultat egen virksomhet	NDREV	1,00	0,60	0,65	0,98	0,92	1,49
+ Ord. nettoresultat tilknyttet selskap	NRTS	1,00	-0,33	-0,20	0,26	0,18	0,21
= Netto driftsresultat	NDR	1,00	0,53	0,58	0,92	0,86	1,39
+ Netto finansinntekt	NFI	1,00	1,16	0,50	0,27	0,63	0,96
= Nettoresultat til sysselsatt kapital	NRS	1,00	0,55	0,58	0,90	0,85	1,37
- Netto finanskostnad	NFK	1,00	0,99	0,84	0,73	1,01	1,27
- Netto minoritetsresultat	NMR	1,00	0,65	-0,20	1,24	1,56	0,96
= Nettoresultat til egenkapital	NRE	1,00	0,41	0,53	0,93	0,77	1,43
+ Unormalt driftsresultat	UNDR	1,00	0,77	-1,97	-6,26	0,76	2,90
+ Unormalt finansresultat	UNFR	1,00	0,71	-1,51	-0,86	4,22	3,86
= Fullstendig nettoresultat til EK	FNR	1,00	0,45	0,22	0,44	1,10	1,72
- Netto betalt utbytte	NBU	1,00	1,03	2,86	30,84	-131,56	8,52
= Endring i EK	ΔEK	1,00	0,44	0,16	-0,25	4,10	1,57

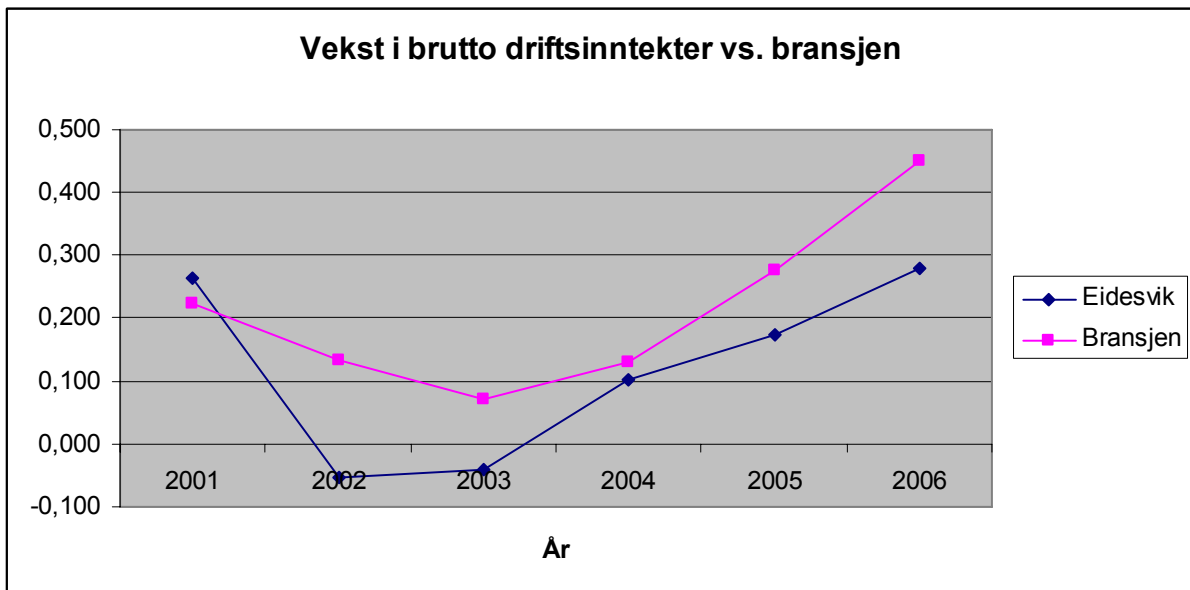
Tabell 42: Trendresultat

Man kan se ut i fra trendresultatet at driftsinntektene til Eidesvik har vokst med 50 %, der 2006 var det beste året. Driftskostnadene har økt med 51 % i samme perioden, noe som indikerer at driftsresultatet har en ørliten negativ trend. Netto driftsresultat, nettoresultat til sysselsatt kapital og nettoresultat til egenkapital har hatt en økning på mellom 37 % og 43 %, noe som er et positivt tegn. Det ser ut til at bunnåret for resultatene var i 2002. I tabell 43 illustreres vekst i brutto driftsinntekter vs. bransjen.

Vekst i brutto driftsinntekter	2001	2002	2003	2004	2005	2006	Snitt
Eidesvik	0,265	-0,052	-0,040	0,102	0,172	0,280	0,113
Bransje	0,222	0,132	0,071	0,129	0,276	0,452	0,207

Tabell 43: Vekst i brutto driftsinntekter

En kan se ut i fra tabell 43 at gjennomsnittlig vekst i brutto driftsinntekter er på 11,3 %, mye lavere enn bransjegjennomsnittet på 20,7 %. Fra 2004 til 2006 har veksten i brutto driftsinntekter hatt en stigende trend både for bransjen og for Eidesvik, men differanse mellom bransjen og Eidesvik har også økt.



Figur 27: Vekst i brutto driftsinntekter vs. bransjen

En kan se ut i fra figur 27 at Eidesvik og bransjen har hatt likeartet trend i alle årene i analyseperioden, og at differansen mellom Eidesvik og bransjen var størst i 2002. Eidesvik har kun hatt negativ vekst i 2002 og 2003, og har i årene deretter hatt en meget positiv trend.

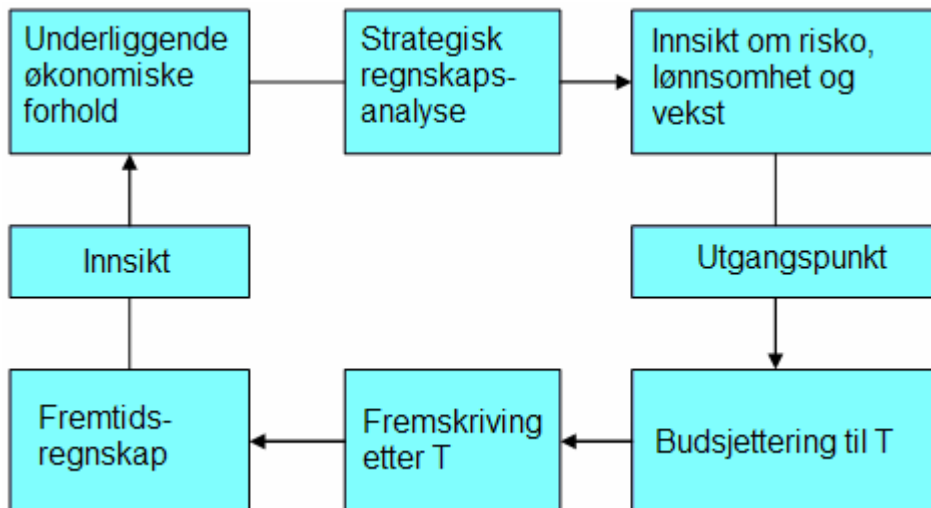
9.3 Oppsummering av vekstanalysen

Den vedvarende veksten til Eidesvik ble beregnet til å utgjøre 3,1 % i perioden 2001 til 2006, noe som er litt lavere enn det som ble beregnet for bransjen. Jeg har imidlertid sett at veksten har vist positiv fremgang de siste tre årene, noe som er et positivt tegn. Utviklingen i nettoresultatet til Eidesvik har vært meget positiv de siste to årene, og i 1.kvartalsrapporten som nylig ble fremlagt ser det ut som om den positive trenden vil fortsette i 2007. Driftsinntektsveksten til Eidesvik har vært meget positiv fra 2003 til 2006, og ut i fra 1.kvartalsrapporten ser det ut som om denne trenden også vil fortsette i 2007⁹⁴.

⁹⁴ www.eidesvik.no 1. Kvartalsrapport 2007

10. Budsjettering og fremskriving

Budsjettering og fremskriving er det tredje steget i den fundamentale verdsettelsen. I figur 28 nedenfor presenteres rammeverket⁹⁵ jeg skal benytte i forbindelse med budsjettering og fremskriving.



Figur 28: Rammeverk for fremtidsregnskap

Innsikten fra den strategiske regnskapsanalysen og analysen av risiko, lønnsomhet og vekst blir brukt til å foreta en budsjettering av de viktigste budsjettdriverne til Eidesvik frem til budsjetthorisonten T. Det neste steget er å fremskrive de viktigste verdidriverne til Eidesvik over horisonten T+1. Til slutt estimeres avkastningskravene i budsjett- og fremskrivingsperioden.

10.1 Budsjettering til budsjetthorisonten

Før man går i gang med selve budsjetteringen må man ta stilling til følgende:

- Valg av budsjetthorisont
- Valg av budsjetteringsmodell

Budsjetthorisonten er det tidspunktet jeg avslutter fullstendig budsjettering til enkel fremskriving av budsjettdriverne. Man må ta stilling til to forhold når man skal velge budsjetthorisont:

⁹⁵ Knivsflå (2006)

Det første er hvor lang tid man tror det er til selskapet er å "steady state", som innebærer et tidspunkt hvor det er rimelig å tilnærme veksten til selskapet med den generelle veksten i verdensøkonomien. Hvor lang tid det tar før selskapet er i "steady state" avhenger hvor selskapet befinner seg i livssyklusen⁹⁶. Som beskrevet i den strategiske analysen i kapittel 4, anser jeg Eidesvik som et selskap som står foran en vekstperiode, blant annet som følge av økt tonnasjebehov i nisjen miljøvennlige PSV'er og som følge av fortsatt høy aktivitet globalt. På bakgrunn av dette mener jeg det kan være riktig å si at Eidesvik vil være i "steady state" innen 6 til 10 år.

Det andre forholdet budsjettthorisonen er avhengig av er kvaliteten på regnskapsføringen, som igjen er avhengig av hvilket regnskapsprinsipp selskapet følger. Dersom selskapet fører et objektivt verdibasert regnskap kan T være lik null, mens dersom man følger et kontantprinsipp kan T være mellom 8 til 24 år. Fra 2001 og frem til og med 2004 førte Eidesvik etter god regnskapsskikk, noe som indikerer at T bør være mellom 6 til 16 år. I 2005 måtte imidlertid regnskapsføringen følge IFRS, og tallene for 2004 ble dermed omgjort til IFRS. Regnskapsføringen til Eidesvik i analyseperioden er dermed en blanding av føring etter korrekt historisk kost, god regnskapsskikk og virkelig verdi.

Basert på forholdene som påvirker budsjettthorisonen forventer jeg at Eidesvik er i "steady state" innen 10 år. Etter budsjettthorisonen i 2016, antar jeg at bransjen er i "steady state".

Budsjetteringen vil bli gjennomført med utgangspunkt i verdidrivere. Velger å vektlegge de driverne jeg anser som mest relevante ut i fra en kostnad/nytte betraktning, da en kompleks modell med flere drivere ikke nødvendigvis er noe bedre alternativ. Følgende ni budsjett drivere vil bli lagt til grunn⁹⁷:

1. Driftsinntektsveksten
2. Netto driftseiendeler
3. Netto driftsresultat
4. Finansiell gjeldsdel
5. Finansiell eiendelsdel

⁹⁶ Damodaran (2002)

⁹⁷ Penman (2004)

6. Finansiell gjeldsrente
7. Finansiell eiendelsrente
8. Minoritetsdel
9. Netto minoritetsresultat

Steg 1: Driftsinntektsveksten

Når jeg skal beregne den fremtidige veksten i driftsinntektene legger jeg til grunn følgende sammenheng:

$$div_t = \frac{DI_t - DI_{t-1}}{DI_{t-1}}$$

Ved å gjennomføre strategisk regnskapsanalyse og vekstanalyse har jeg fått innsikt i den historiske veksten til Eidesvik. I den strategiske analysen ble det påpekt at oljeprisutviklingen og grad av lete- og utbyggingsaktivitet er meget sentrale faktorer. Basert på at oljeprisen fortsatt ser ut til å opprettholde et høyt nivå, vil potensialet for vekst i driftsinntektene opprettholdes. Det presiseres imidlertid at det er en viss fare for overkontrahering i offshore supply bransjen dersom næringen fortsetter med samme tempo i kontraheringene som en har sett de siste årene. Den gjennomsnittlige driftsinntektsveksten over analyseperioden er 11,3 %, mens den gjennomsnittlige driftsinntektsveksten i bransjen var på 20,7 %. Både Eidesvik og bransjen har vist en positiv trend siden år 2004, og som følge av at Eidesvik har inngått flere langsiktige kontrakter i 2006⁹⁸ og i inneværende år er det grunn til å tro at veksten vil fortsette i en del år fremover. Det ble nevnt tidligere at den langsiktige veksten til selskapet ikke kan overstige den langsiktige veksten i verdensøkonomien, noe som betyr at Eidesvik på lang sikt kan vokse maksimalt med 6 %. Min antagelse er at den langsiktige veksten til Eidesvik vil ligge på 5 %, altså litt under det maksimale.

Min antagelse er at oppgangen i offshore supply bransjen vil fortsette de tre nærmeste årene, og at veksten i driftsinntektene vil stige de to første årene. Som følge av at kontraktsperioden på flere av de nyeste kontraktene er på tre år, anser jeg det som sannsynlig at selskapet vil kunne vokse relativt høyt disse tre årene.

⁹⁸ www.eidesvik.no Årsrapport 2006

Driftsinntektsveksten	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Driftsinntektsveksten	0,280	0,150	0,20	0,13	0,12	0,11	0,10	0,09	0,08	0,07	0,06

Tabell 44: Driftsinntektsveksten

Basert på at Eidesvik la frem solide tall i 1.kvartal 2007⁹⁹, samt at bransjen er inne i en positiv trend antar jeg at driftsinntektsveksten vil være 15 % i 2007. Veksten vil antageligvis øke noe i 2008, fordi jeg forventer en fortsatt høy aktivitet på globalt som følge av høy aktivitet for undervannsoperasjoner og nye plattformer på vei inn i markedet. Veksten i 2008 blir dermed satt til 20 %. Som følge av antagelsen om overkontrahering og økt konkurranse i markedet på litt lenger sikt, antar jeg at veksten i 2009 reduseres til 13 %. Deretter antar jeg at veksten reduseres lineært med 1 % hvert år ned mot den langsiktige veksten i verdensøkonomien.

Steg 2: Netto driftseiendeler

Når jeg skal beregne den fremtidige veksten i netto driftseiendeler legger jeg til grunn følgende sammenheng:

$$onde_t = \frac{DI_t}{NDE_t}$$

Omløpet til netto driftseiendeler(onde) i løpet av analyseperioden er i gjennomsnitt 0,37, mot bransjens 0,4. Trenden i onde til Eidesvik har vært dalende, hvor bunnen var i 2005. I løpet av 2006 har trenden snudd oppover både for Eidesvik og bransjen. Det vil kunne være en fornuftig antagelse at netto driftseiendeler konvergerer mot bransjegjennomsnittet på horisonten.

Omløpet til netto driftseiendeler	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Omløpet til netto driftseiendeler	0,309	0,355	0,361	0,366	0,371	0,377	0,382	0,388	0,393	0,398	0,404

Tabell 45: Omløpet til netto driftseiendeler

Onde vil avhenge av effektiviteten i bruken av netto driftskapital. Denne driveren har vært stigende de siste to årene. Jeg forventer at den vil stige med små skritt helt til den konvergerer mot bransjegjennomsnittet i analyseperioden, som tilsvarer 0,404.

⁹⁹www.eidesvik.no 1. Kvartalsrapport 2007

Steg 3: Netto driftsresultat

Når jeg skal beregne den fremtidige veksten i netto driftsresultat legger jeg til grunn følgende sammenheng:

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

Ut i fra regnskapsanalysen beregnet jeg den gjennomsnittlige netto driftsmarginen til å utgjøre 25,2 %, mot bransjens 26,7 %. På bakgrunn av omformasjonen som ble tilegnet fra den strategiske analysen og lønnsomhetsanalysen ser det ut til at veksten kan øke noe på sikt. På lang sikt forventer jeg at netto driftsmarginen faller ned på et lavere nivå enn bransjegjennomsnittet, som følge av økende konkurranse på lang sikt.

Netto driftsmargin	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Netto driftsmargin	0,293	0,280	0,300	0,281	0,263	0,244	0,225	0,206	0,190	0,190	0,190

Tabell 46: Netto driftsmargin

Netto driftsmargin ble beregnet til 29,3 % i 2006. Jeg antar at driftsmarginen blir noe lavere i 2007, men at den i 2008 når et nytt toppnivå med 30 %. På lengre sikt antar jeg at den konvergerer mot 19 %, noe som er 7,7 % lavere enn det historiske bransjegjennomsnittet.

Steg 4: Finansiell gjeldsdel

Andelen av finansiell gjeld beregnes ut i fra følgende formel:

$$fgd_t = \frac{FG}{NDE_t}$$

Eidesvik har en gjennomsnittlig finansiell gjeldsdel på 62,3 % gjennom analyseperioden, mens den for bransjen er 69,6 %. Som følge av Eidesvik sin miljøprofil er det sannsynlig at selskapet vil skifte sine gamle skip med nye og miljøvennlige, og i tillegg har Eidesvik en del skip under konstruksjon per dags dato. Som følge av dette anser jeg det som sannsynlig at den finansielle gjeldsdelen vil øke ganske mye frem til 2008. Når selskapet kommer i "steady state", mener jeg behovet for finansiell gjeld reduseres, og velger dermed å redusere finansiell gjeldsdel lineært mot gjennomsnittet til Eidesvik.

Finansiell gjeldsdel	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Finansiell gjeldsdel	0,585	0,640	0,696	0,687	0,678	0,669	0,660	0,650	0,641	0,632	0,623

Tabell 47: Finansiell gjeldsdel

Gjennomsnittlig finansiell gjeldsdel for Eidesvik i løpet av analyseperioden er 62,3 %, mens den for bransjen er 69,6 %. Basert på lønnsomhetsanalysen som ble gjennomført tidligere i oppgaven kom det frem at Eidesvik har positiv effekt av finansiell gearing, noe som vil kunne være et incentiv til å øke gjeldsgraden.

Jeg antar at Eidesvik gradvis øker gjeldsandelen sin fra 58,5 % i 2006 til 69,6 % i 2008, som følge av økt investeringsbehov i denne perioden. Etter denne perioden antar jeg at gjeldsandelen synker lineært ned mot Eidesvik sitt historiske gjennomsnitt, og gjeldsandelen i "steady state" blir dermed 62,3 %.

Steg 5: Finansielle eiendeler

Andelen av finansielle eiendeler beregnes ut i fra følgende formel:

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

Den gjennomsnittlige finansielle eiendelsdelen i analyseperioden er på 10,2 %, mot bransjegjennomsnitt på 19,5 %. Det er i hovedsak årene 2001 til 2003 som drar kraftig ned gjennomsnittet til Eidesvik. Jeg antar at Eidesvik vil være lik bransjegjennomsnittet på horisonten, og lar dermed finansiell eiendelsdel stige lineært frem til "steady state" nivå. Finansiell eiendelsdel i "steady state" blir dermed 19,5 %.

Finansiell eiendelsdel	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Finansiell eiendelsdel	0,135	0,141	0,147	0,153	0,159	0,165	0,171	0,177	0,183	0,189	0,195

Tabell 48: Finansiell eiendelsdel

Steg 6: Netto finanskostnad

Budsjettdriveren til netto finanskostnad er finansiell gjeldsrente, som kan defineres ut i fra følgende sammenheng:

$$fgr_t = \frac{NFK_t}{FG_t}$$

Så lenge man forutsetter at finansiell gjeld er balanseført til beste anslag for virkelig verdi og at kapitalmarkedet er perfekt, kan man anta at finansiell gjeldsrente er lik finansielt gjeldskrav i budsjett- og fremskrivningsperioden.

Finansiell gjeldsrente	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Finansiell gjeldsrente	0,040	0,048	0,047	0,047	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,047

Tabell 49: Finansiell gjeldsrente

Den tidsvektede finansielle gjeldsrenten til Eidesvik ble beregnet til 4 %, 0,01 % høyere enn kravet. Det vil si at Eidevik betalte tilnærmet like mye som kreditorenes krav skulle tilsi. Fra og med 2007 er den finansielle gjeldsrenten lik det finansielle gjeldskravet.

Steg 7: Netto finansinntekt

Budsjettdriveren til netto finansinntekt er finansiell eiendelsrentabilitet, som kan defineres ut i fra følgende sammenheng:

$$fer_t = \frac{NFI_t}{FE_t}$$

Dersom man antar at de finansielle eiendelene er balanseført til beste anslag på virkelig verdi og at kapitalmarkedet er perfekt, er det rimelig å forutsette at finansiell eiendelsrentabilitet er lik finansiell eiendelskrav.

Finansiell eiendelsrente	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Finansiell eiendelsrentabilitet	0,066	0,069	0,066	0,064	0,061	0,058	0,055	0,053	0,050	0,047	0,045

Tabell 50: Finansiell eiendelsrentabilitet

Den tidsvektede finansielle eiendelsrentabiliteten til Eidesvik ble beregnet til 5,6 %, 1,6 % høyere enn kravet. Eidesvik har altså superprofitt i den finansielle inntjeningen. Fra og med 2007 er den finansielle eiendelsrentabiliteten lik finansielt eiendelskrav.

Steg 8: Minoritetsdel

Den fremskrevne minoritetsdelen er budsjettdriveren til minoritetsinteressene:

$$mid_t = \frac{MI_t}{NDE_t}$$

Minoritetsinteressedelen er vanligvis stabil over tid. For lønnsomme selskap er det ofte aktuelt å kvitte seg med minoritetsdelen, mens det for mindre lønnsomme selskap ofte er aktuelt å ha en minoritetsdel å dele underskuddet med. I analyseperioden har minoritetsandelen til Eidesvik vært nokså stabil, med unntak av år 2006. Alternativene er å la minoritetsdelen enten konvergere ned mot gjennomsnittet til Eidesvik eller gjennomsnittet til bransjen. Som følge av at minoritetsdelen til Eidesvik har vært mest stabil, anser jeg denne som det beste estimatet.

Minoritetsdel	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Minoritetsdel	0,000	0,003	0,005	0,008	0,011	0,013	0,016	0,018	0,021	0,024	0,026

Tabell 51: Minoritetsdel

Den tidsvektede gjennomsnittlige minoritetsdelen til Eidesvik er på 2,6 % i løpet av analyseperioden. Jeg antar at minoritetsdelen for Eidesvik konvergerer mot det tidsvektede gjennomsnittet til selskapet, ved at veksten i mid følger en lineær utvikling frem til selskapet er i "steady state".

Steg 9: Netto minoritetsresultat

Fremskrevet netto minoritetsrentabilitet er budsjettdriveren for netto minoritetsresultat og kan defineres med følgende formel:

$$mir_t = \frac{NMR_t}{MI_{t-1}}$$

Det vil kunne være en rimelig forutsetning at netto minoritetsrentabiliteten er lik minoritetskravet på lang sikt, basert på antagelsen om et velfungerende kapitalmarked og at minoritetsinteressene er balanseført til virkelig verdi. Jeg budsjetterer dermed med en minoritetsrentabilitet som er lik kravet i alle årene i budsjett- og fremskrivningsperioden.

Minoritetsrentabilitet	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Minoritetsrentabilitet	0,122	0,119	0,124	0,122	0,120	0,118	0,117	0,115	0,113	0,111	0,110

Tabell 52: Minoritetsrentabilitet

10.2 Fremskrivning av avkastningskrav

Avkastningskravene som ble beregnet i kapittel 7 må fremskrives før man kan gjennomføre verdsettelsen av egenkapitalen og totalkapitalen til Eidesvik. Kravene til egenkapitalen, finansiell gjeld, netto finansiell gjeld og netto driftskapital vil bli fremskrevet for budsjettperioden 2007 til 2016.

10.2.1 Egenkapitalkrav

Det fremskrevne egenkapitalkravet er basert på estimer på fremtidig risikofri rente, markedets risikopremie, selskapets betaverdi, illikviditetspremien og effektiv utbytteskatt.

Risikofri rente

3 måneders NIBOR rente etter skatt og fratrukket en risikopremie på 10 % er det jeg anser som den risikofrie renten. Den er på 2,1 % i 2006 og 2,8 % i 2007 basert på siste tilgjengelig tall¹⁰⁰. Jeg mener at den risikofrie renten vil returnere lineært til det historiske 10 års gjennomsnittet på 3,1% i 2016, noe som dermed vil tilsvare risikofri rente når selskapet er i "steady state".

Markedets risikopremie

Det har blitt beregnet en gjennomsnittlig risikopremie på Oslo Børs i perioden 1958 til 2005 på 6,5 %¹⁰¹. Thore Johnsen har beregnet en gjennomsnittlig risikopremie på 5 % beregnet ut i fra perioden 1900 til 2005. Norge har historisk sett hatt en lav risikopremie i forhold til andre land, noe som taler for å bruke estimatet til Johnsen. Jeg velger å bruke en fremoverskuende risikopremie på 6 %, noe som ligger noenlunde midt i mellom estimatene nevnt ovenfor.

Betaverdi

Jeg estimerte en betaverdi for Eidesvik til å være 0,889 i kapittel 7. Denne betaverdien ble estimert på grunnlag av historiske kursdata de siste to årene og et komparativt estimat, noe jeg mener også vil være det beste estimatet på en fremoverskuende betaverdi.

¹⁰⁰ Norges Bank www.norges-bank.no

¹⁰¹ Knivsflå (2006)

Betaværdien til finansielle eiendeler, finansiell gjeld og netto driftskapital må fremskrives for å finne egenkapitalkravet for hvert enkelt år i budsjett- og fremskrivingsperioden. Det forutsettes at den finansielle eiendelsbetaen vil konvergere mot det historiske gjennomsnittet på 0,213, noe som betyr at jeg vil være i stand til å beregne den finansielle gjeldsbetaen residualt, gitt at netto finansiell gjeldsbeta er lik null over budsjett- og fremskrivingsperioden.

Netto finansiell gjeldsbeta	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Finansiell gjeldsbeta	0,158	0,140	0,125	0,121	0,116	0,111	0,104	0,096	0,088	0,078	0,067	0,054	0,054
* FG/NFG	1,299	1,282	1,267	1,286	1,306	1,327	1,350	1,374	1,399	1,426	1,456	1,487	1,487
- Finansiell eiendelsbeta	0,686	0,639	0,591	0,544	0,497	0,449	0,402	0,355	0,307	0,260	0,213	0,165	0,165
* FE/NFG	0,299	0,281703	0,267183	0,286056	0,306032	0,32721	0,349703	0,373637	0,399156	0,426421	0,455619	0,486962	0,486962
= Netto finansiell gjeldsbeta	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000

Tabell 53: Netto finansiell gjeldsbeta

Det forutsettes at netto driftsbeta er konstant, og med utgangspunkt i en egenkapitalbeta på 0,889 gir dette en netto driftsbeta på 0,426. Basert på dette kan man beregne egenkapitalbeta og minoritetsbeta til selskapet over hele budsjett- og fremskrivningsperioden.

Egenkapitalbeta	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Egenkapitalbeta	0,774	0,851	0,945	0,914	0,886	0,858	0,833	0,809	0,786	0,765	0,745	0,745	0,745
* Egenkapitalvekt	0,550	0,498	0,445	0,458	0,470	0,483	0,495	0,508	0,521	0,533	0,546	0,546	0,546
+ Minoritetsbeta	0,774	0,851	0,945	0,914	0,886	0,858	0,833	0,809	0,786	0,765	0,745	0,745	0,745
* Minoritetsvekt	0,000	0,003	0,005	0,008	0,011	0,013	0,016	0,018	0,021	0,024	0,026	0,026	0,026
+ Netto finansiell gjeldsbeta	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
* Netto finansiell gjeldsvekt	0,450	0,500	0,549	0,534	0,519	0,504	0,489	0,473	0,458	0,443	0,428	0,413	0,413
= Netto driftsbeta	0,426	0,426	0,426	0,426	0,426	0,426	0,426	0,426	0,426	0,426	0,426	0,426	0,426

Tabell 54: Egenkapitalbeta og netto driftsbeta

Likviditetspremien

Jeg kom frem til en likviditetspremie på 1 % i kapittel 7, og velger å bruke denne i budsjetteringen og fremskrivingen som følge av at jeg anser det som sannsynlig at Eidesvik familien fortsatt vil sitte på en stor eierandel av selskapet.

Utbytteskatt

Det må betales utbytteskatt på 28 % av utbyttet utover en gitt skjermingsgrense fra og med 2006¹⁰². Som følge av skjermingsgrunnlaget og skattetilpasning for å unngå utbytteskatten, vil den effektive utbytteskatten være mye lavere enn 28 %. For en marginal investor kan man anta at utbytteskatten vil ligge i et intervall mellom 0 til 5%

¹⁰² Boye, Hansen og Torgrimsen (2006)

¹⁰³, men dette er veldig usikkert. Jeg velger på bakgrunn av dette å inkludere utbytteskatten i avkastningskravet til egenkapitalen, og lar denne konvergere lineært fra 0 % i 2006 til 4 % i 2016. Egenkapitalkravet til Eidesvik for hvert år i budsjett- og fremskrivningsperioden presenteres i tabell 55 nedenfor:

Egenkapitalkrav	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Risikofri rente	0,021	0,028	0,028	0,028	0,029	0,029	0,029	0,030	0,030	0,030	0,031	0,031	0,031
+ Risikopremie	0,060	0,060	0,060	0,060	0,060	0,060	0,060	0,060	0,060	0,060	0,060	0,060	0,060
* Betaverdi	0,774	0,851	0,945	0,914	0,886	0,858	0,833	0,809	0,786	0,765	0,745	0,745	0,745
+ Likviditetspremie	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010
= EK-krav før eff. utb.skatt	0,078	0,089	0,095	0,093	0,092	0,090	0,089	0,088	0,087	0,086	0,085	0,085	0,085
/ (1 - eff.utbytteskatt)	1,000	0,996	0,992	0,988	0,984	0,980	0,976	0,972	0,968	0,964	0,960	0,960	0,960
= Egenkapitalkrav	0,078	0,089	0,095	0,094	0,093	0,092	0,091	0,091	0,090	0,090	0,089	0,089	0,089

Tabell 55: Egenkapitalkrav

10.2.2 Netto finansielt gjeldskrav

Netto finansielt gjeldskrav blir beregnet ut i fra vektingen mellom finansielt gjeldskrav fratrukket vektingen av finansielt eiendelskrav. Det finansielle gjeldskravet beregnes ut i fra risikofri rente pluss kredittrisikopremie. Kredittrisikopremien beregnes på grunnlag av syntetisk rating på bakgrunn av egenkapitalprosenten og netto driftsrentabiliteten i budsjett- og fremskrivningsperioden. Det finansielle eiendelskravet beregnes ut i fra utviklingen i risikofri rente, risikopremien til markedet og den fremskrevne finansielle eiendelsbetaen.

Netto finansielt gjeldskrav	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Finansielt gjeldskrav	0,040	0,048	0,047	0,047	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,047	0,047	0,047
* FG/NFG	1,299	1,282	1,267	1,286	1,306	1,327	1,350	1,374	1,399	1,426	1,456	1,456	1,456
- Finansielt eiendelskrav	0,066	0,069	0,066	0,064	0,061	0,058	0,055	0,053	0,050	0,047	0,045	0,045	0,045
* FE/NFG	0,299	0,282	0,267	0,286	0,306	0,327	0,350	0,374	0,399	0,426	0,456	0,456	0,456
= Netto finansielt gjeldskrav	0,032	0,042	0,042	0,043	0,044	0,044	0,045	0,046	0,047	0,048	0,049	0,049	0,049

Tabell 56: Netto finansielt gjeldskrav

10.2.3 Minoritetskrav

Kravet til minoritetsinteressene er summen av egenkapitalkravet og en ekstra likviditetspremie. Denne likviditetspremien avhenger av graden av innlåsing eller illikviditet, og jeg antar at den er 3 % i 2006 og at den faller lineært til 2 % på horisonten. En årsak til at minoriteten blir mindre illikvid over tid kan være fordi majoriteten blir interessert i å kjøpe ut minoriteten som følge av økt lønnsomhet.

¹⁰³ Knivsflå (2006)

Minoritetskravet	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Egenkapitalkrav før eff. utbytteskatt	0,078	0,089	0,095	0,093	0,092	0,090	0,089	0,088	0,087	0,086	0,085	0,086	0,086
+ Illikviditetspremie	0,030	0,030	0,029	0,028	0,027	0,026	0,024	0,023	0,022	0,021	0,020	0,020	0,020
/ (1 - eff. utbytteskatt)	1,000	0,996	0,992	0,988	0,984	0,980	0,976	0,972	0,968	0,964	0,960	0,960	0,960
= Minoritetskravet	0,108	0,119	0,124	0,122	0,120	0,118	0,117	0,115	0,113	0,111	0,110	0,110	0,110

Tabell 57: Minoritetskravet

10.2.4 Netto driftskrav

I tabell 58 vises netto driftskravet som er et vektet avkastningskrav mellom egenkapitalen og netto finansiell gjeld.

Netto driftskrav	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Egenkapitalkrav	0,078	0,089	0,095	0,094	0,093	0,092	0,091	0,091	0,090	0,090	0,089	0,089	0,089
* Egenkapitalvekt	0,550	0,498	0,445	0,458	0,470	0,483	0,495	0,508	0,521	0,533	0,546	0,546	0,546
+ Minoritetskrav	0,108	0,119	0,124	0,122	0,120	0,118	0,117	0,115	0,113	0,111	0,110	0,110	0,110
* Minoritetsvekt	0,000	0,003	0,005	0,008	0,011	0,013	0,016	0,018	0,021	0,024	0,026	0,026	0,026
+ Netto finansielt gjeldskrav	0,032	0,042	0,042	0,043	0,044	0,044	0,045	0,046	0,047	0,048	0,049	0,049	0,049
* Netto finansiell gjeldsvekt	0,450	0,500	0,549	0,534	0,519	0,504	0,489	0,473	0,458	0,443	0,428	0,428	0,428
= Netto driftskrav	0,057	0,065	0,066	0,067	0,068	0,068	0,069	0,070	0,071	0,072	0,0723	0,0723	0,0723

Tabell 58: Netto driftskravet

10.3 Fremskrivning etter budsjetthorisonten

Budsjetteringen i kapittel 10.1 er gjennomført som et grunnlag til å utarbeide fremtidsregnskapet til Eidesvik. Jeg har forutsatt at veksten og rentabiliteten i budsjettp perioden konvergerer mot verdien på horisonten, noe som innebærer at de verdiene jeg har på budsjetthorisonten i 2016 er de samme som verdiene i fremskrivningen. Det antas da at bransjen er i "steady state", og at det er konstant vekst.

	Budsjettdriver		T+1
1.	Driftsinntektsveksten	div	6,0 %
2.	Omløpet til netto driftseiendeler	onde	0,40
3.	Netto driftsmargin	ndm	19,0 %
4.	Finansiell gjeldsdel	fgd	62 %
5.	Finansiell eiendelsdel	fed	20 %
6.	Finansiell gjeldsrente	fgr	4,7 %
7.	Finansiell eiendelsrentabilitet	fer	4,5 %
8.	Minoritetsdel	mid	2,6 %
9.	Netto minoritetsrentabilitet	mir	11 %

Tabell 59: Fremskrivning av budsjettdrivere i Eidesvik

10.3.1 Fremtidsregnskap

Fremtidsregnskapet består av fremtidsresultat, fremtidsbalanse og fremtidig fri kontantstrøm for perioden 2006 til 2018. Da balansen for sysselsatt kapital og netto

driftskapital er mest relevante i forhold til fundamental verdsettelse har jeg valgt å ta disse med.

Ar	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
(Tall i 1000 NOK)													
DI	855 992	984 391	1 181 269	1 334 834	1 495 014	1 659 466	1 825 412	1 989 699	2 148 875	2 299 296	2 437 254	2 583 489	2 738 499
= NDR	250 847	275 755	354 381	375 422	392 441	404 495	410 718	410 375	408 286	436 866	463 078	490 863	520 315
+ NFI	6 714	25 786	30 589	34 058	37 461	40 699	43 668	46 264	48 383	49 934	50 838	55 608	58 944
= NRS	257 561	301 541	384 970	409 480	429 902	445 193	454 386	456 639	456 670	486 801	513 917	546 471	579 259
- NFK	55 737	77 257	98 935	120 396	131 689	142 567	152 743	161 925	169 827	176 186	180 769	188 844	200 175
- NMR	5 987	0	1 077	2 358	3 840	5 511	7 354	9 341	11 435	13 593	15 765	18 568	19 682
= NRE	195 837	224 284	284 957	286 725	294 373	297 115	294 289	285 374	275 407	297 022	317 383	339 058	359 402
+ UNDR	20 746	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
+ UNFR	59 058	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
= FNR	275 641	224 284	284 957	286 725	294 373	297 115	294 289	285 374	275 407	297 022	317 383	339 058	359 402
- NBU	30 150	118 223	291 064	67 748	65 672	62 192	57 290	51 007	48 810	83 595	44 108	129 552	137 325
= ΔEK	245 491	106 061	-6 107	218 977	228 701	234 924	236 999	234 367	226 597	213 427	273 275	209 507	222 077

Tabell 60: Fremtidsresultat

Fremtidsbalanse SSK	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Netto driftseiendeler	2 771 432	3 276 038	3 647 436	4 025 873	4 404 827	4 777 010	5 134 564	5 469 305	5 773 011	6 037 736	6 400 001	6 784 001	7 191 041
+ Finansielle eiendeler	373 353	461 081	535 341	615 155	699 614	787 526	877 425	967 599	1 056 132	1 140 960	1 248 000	1 322 880	1 402 253
= Sysselsatte eiendeler	3 144 785	3 737 118	4 182 777	4 641 028	5 104 441	5 564 536	6 011 989	6 436 904	6 829 143	7 178 696	7 648 001	8 106 881	8 593 294
Egenkapital	1 524 562	1 630 623	1 624 516	1 843 493	2 072 194	2 307 117	2 544 116	2 778 483	3 005 080	3 218 507	3 491 782	3 701 288	3 923 366
+ Minoritetsinteresser	0	8 655	19 273	31 909	46 550	63 104	81 392	101 148	122 017	143 564	169 086	179 231	189 985
+ Finansiell gjeld	1 620 223	2 097 840	2 538 988	2 765 627	2 985 698	3 194 315	3 386 480	3 557 273	3 702 045	3 816 626	3 987 133	4 226 361	4 479 943
= Sysselsatt kapital	3 144 785	3 737 118	4 182 777	4 641 028	5 104 441	5 564 536	6 011 989	6 436 904	6 829 143	7 178 696	7 648 001	8 106 881	8 593 294

Tabell 61: Fremtidsbalanse sysselsatt kapital

Fremtidsbalanse NDK	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Netto driftseiendeler	2 771 432	3 276 038	3 647 436	4 025 873	4 404 827	4 777 010	5 134 564	5 469 305	5 773 011	6 037 736	6 400 001	6 784 001	7 191 041
= Netto driftseiendeler	2 771 432	3 276 038	3 647 436	4 025 873	4 404 827	4 777 010	5 134 564	5 469 305	5 773 011	6 037 736	6 400 001	6 784 001	7 191 041
Egenkapital	1 524 562	1 630 623	1 624 516	1 843 493	2 072 194	2 307 117	2 544 116	2 778 483	3 005 080	3 218 507	3 491 782	3 701 288	3 923 366
+ Minoritetsinteresser	0	8 655	19 273	31 909	46 550	63 104	81 392	101 148	122 017	143 564	169 086	179 231	189 985
+ Netto finansiell gjeld	1 246 870	1 636 760	2 003 647	2 150 472	2 286 084	2 406 789	2 509 056	2 589 674	2 645 914	2 675 666	2 739 133	2 903 481	3 077 690
= Netto driftskapital	2 771 432	3 276 038	3 647 436	4 025 873	4 404 827	4 777 010	5 134 564	5 469 305	5 773 011	6 037 736	6 400 001	6 784 001	7 191 041

Tabell 62: Fremtidsbalanse netto driftskapital

Fremtidig fri kontantstrøm	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Netto driftsresultat	250 847	275 755	354 381	375 422	392 441	404 495	410 718	410 375	402 914	413 873	438 706	465 028	492 930
+ Unormalt netto driftsresultat	20 746	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
- Endring netto driftseiendeler	549 124	504 606	371 398	378 438	378 954	372 183	357 554	334 741	303 706	264 725	362 264	384 000	407 040
= Fri kontantstrøm fra drift	-277 532	-228 851	-17 017	-3 015	13 487	32 312	53 164	75 634	99 208	149 148	76 442	81 028	85 890
+ Netto finansinntekter	6 714	25 786	30 589	34 058	37 461	40 699	43 668	46 264	48 383	49 934	50 838	55 608	58 944
+ Unormale netto fin.inntekter	59 058	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
- Endring finansielle eiendeler	-157 491	87 728	74 260	79 814	84 459	87 912	89 899	90 174	88 533	84 828	107 040	74 880	79 373
= Fri kontantstrøm fra SSK	-54 268	-290 792	-60 689	-48 772	-33 511	-14 901	6 933	31 724	59 059	114 254	20 240	61 756	65 461
- Netto finanskostnader	55 737	77 257	98 935	120 396	131 689	142 567	152 743	161 925	169 827	176 186	180 769	188 844	200 175
+ Endring finansiell gjeld	213 134	477 617	441 148	226 638	220 071	208 617	192 166	170 793	144 772	114 580	170 507	239 228	253 582
- Netto minoritetsresultat	5 987	0	1 077	2 358	3 840	5 511	7 354	9 341	11 435	13 593	15 765	18 568	19 682
+ Endring min.interesser	-66 992	8 655	10 618	12 636	14 641	16 554	18 289	19 756	20 869	21 547	25 522	10 145	10 754
= Fri kontantstrøm til EK	30 150	118 223	291 064	67 748	65 672	62 192	57 290	51 007	43 438	60 602	19 736	103 717	109 940
= Netto betalt utbytte	30 150	118 223	291 064	67 748	65 672	62 192	57 290	51 007	43 438	60 602	19 736	103 717	109 940

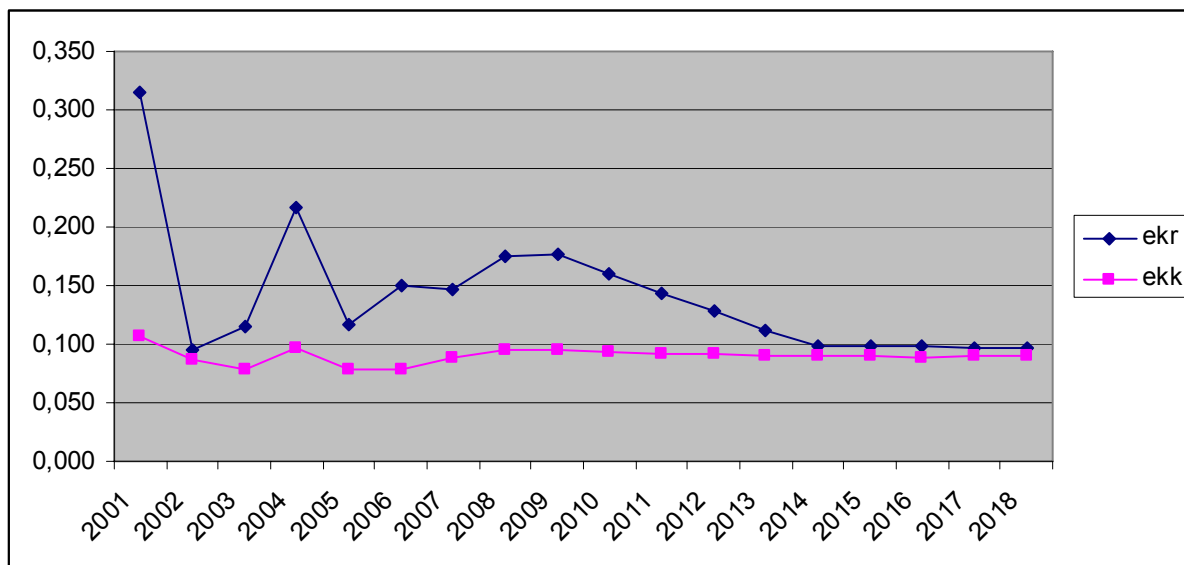
Tabell 63: Fremtidig fri kontantstrøm

10.4 Rentabilitet og vekst på horisonten

Rentabiliteten og veksten på horisonten blir estimert på grunnlag av utviklingen i den historiske analyseperioden og frem til 2016. Den budsjetterte og fremskrevne superrentabiliteten til Eidesvik fremkommer i tabell 64 og figur 29.

Superrentabilitet	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Egenkapitalrentabilitet	0,147	0,175	0,176	0,160	0,143	0,128	0,112	0,099	0,099	0,099	0,097	0,097
- Egenkapitalkrav	0,089	0,095	0,094	0,093	0,092	0,091	0,091	0,090	0,090	0,089	0,089	0,089
= Superrentabilitet	0,058	0,079	0,082	0,066	0,051	0,036	0,021	0,009	0,009	0,010	0,008	0,008

Tabell 64: Superrentabilitet i fremtiden

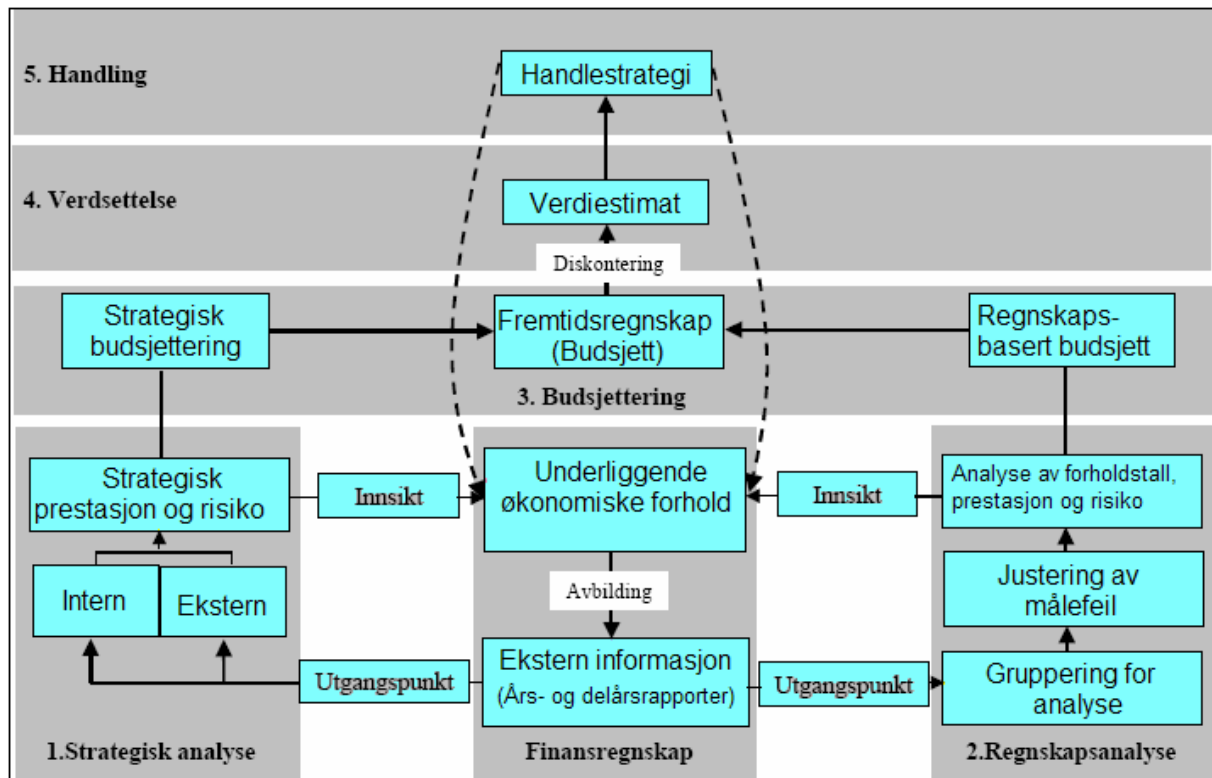


Figur 29: Superrentabiliteten til egenkapitalen til Eidesvik

Det viser seg at Eidesvik har en høy superrentabilitet i begynnelsen av budsjettperioden. Den er på det høyeste i 2009, og utgjør 8,2 %. Deretter avtar den lineært mot horisonten, og i "steady state" er superrentabiliteten 0,8 %.

11. Fundamental verdsettelse

Jeg argumenterte i kapittel 3 for hvorfor jeg anså fundamental verdsettelse som den mest passende teknikken for å verdsette Eidesvik. Ut i fra figur 30 ser man at fundamental verdsettelse er trinn 4 i verdsettelsesprosessen¹⁰⁴.



Figur 30: Fundamental verdsettelse

Fundamental verdsettelse kan gjennomføres på to måter¹⁰⁵. Det ene alternativet er verdsettelse basert på egenkapitalmetoden, noe som innebærer en direkte verdsettelse av egenkapitalen. Den andre metoden er selskapskapitalmetoden, som er en indirekte metode hvor man verdsetter via total kapital og gjeld. Dersom man vektet avkastningskravene til virkelig verdi skal egenkapitalmetoden og total kapitalmetoden gi samme verdiestimert. Vektene er imidlertid basert på budsjetterte verdier, noe som innebærer at verdiestimertene blir ulike. For å vise at verdiestimertene til metodene konvergerer mot det samme verdiestimertet, velger jeg å oppdatere vektene ved å gjennomføre verdibasert regnskapsføring. Til slutt i dette

¹⁰⁴ Knivsflå (2006)

¹⁰⁵ Penman (2004)

kapitlet gjennomfører jeg en sensitivitetsanalyse for å vise usikkerheten knyttet til verdiestimatet.

11.1 Egenkapitalmetoden

Det kan brukes fire ulike modeller ved å gjennomføre fundamental verdsettelse basert på egenkapitalmetoden. Disse fire modellene er utbyttmodellen (NBU-modellen), fri kontantstrømmodellen (FKE-modellen), superprofittmodellen (SPE-modellen) og superprofittvekstmodellen (Δ SPE-modellen). De to første modellene er basert på kontantstrøm, mens de to siste er regnskapsbaserte. Jeg velger å bruke FKE-modellen og SPE-modellen i min verdsettelse, og ved konsistent bruk skal disse modellene gi nøyaktig det samme verdiestimatet.

11.1.1 Fri kontantstrømmodellen

Verdien av egenkapitalen til Eidesvik ved bruk av fri kontantstrømmodellen blir beregnet ved følgende formel:

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

Det første leddet i formelen er nåverdien til fri kontantstrøm til egenkapital over budsjettperioden, hvor man diskonterer med egenkapitalkravet. I det siste leddet beregner man nåverdien til horisontleddet, hvor man antar at det er konstant vekst i fremskrivningsperioden. Verdien per aksje beregnes ved å dividere verdien på egenkapitalen med antall utestående aksjer per 31.12.2006 lik 30 168 000¹⁰⁶. I tabell 65 vises verdsettelsen av Eidesvik ved å bruke av FKE-modellen.

FKE-modellen	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Fri kontantstrøm til EK		118 223	291 064	67 748	65 672	62 192	57 290	51 007	48 810	83 595	44 108	129 552	137 325
/ Akkumulert ekk		1,089	1,193	1,305	1,427	1,559	1,701	1,856	2,023	2,204	2,400	2,614	
= Nåverdi 2006 - 2018	681 578	108 564	244 013	51 905	46 024	39 901	33 675	27 487	24 129	37 931	18 379	49 569	
+ Nåverdi horisontverdien	1 813 121												
= Verdien av egenkapitalen	2 494 699												
→ Verdiestimat	82,69												
... per utestående aksje													

Tabell 65: Verdsettelse av Eidesvik ved bruk av FKE-modellen

¹⁰⁶ www.eidesvik.no Årsrapport 2006

Ved bruk av FKE-modellen estimerer jeg verdien per aksje for Eidesvik til å utgjøre **82,69 Kr.**

11.1.2 Superprofittmodellen

Verdien av egenkapitalen til Eidesvik ved bruk av superprofittmodellen blir beregnet ved følgende formel:

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

I denne modellen tar man utgangspunkt i balanseført egenkapital i det omgrupperte regnskapet, og legger denne til nåverdien av superprofitten til egenkapitalen. Det første leddet i formelen er balanseført egenkapital. Det andre leddet er nåverdien av superprofitten til egenkapitalen over budsjettperioden, mens tredje ledd er horisontleddet som baserer seg på forutsetningen om konstant vekst. Tabell 66 viser verdsettelsen ved bruk av SPE-modellen.

SPE-modellen	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Balanseført egenkapital	1 524 562												
Nettoresultat til EK		224 284	284 957	286 725	294 373	297 115	294 289	285 374	275 407	297 022	317 383	339 058	359 402
- Egenkapitalkravet		0,089	0,095	0,094	0,093	0,092	0,091	0,091	0,090	0,090	0,089	0,089	0,089
* IB Egenkapital		1 524 562	1 630 623	1 624 516	1 843 493	2 072 194	2 307 117	2 544 116	2 778 483	3 005 080	3 218 507	3 491 782	3 701 288
= Superprofitt til egenkapital		88 645	129 451	133 625	122 504	105 818	83 202	54 482	25 083	28 056	31 002	28 361	30 063
/ Akkumulert ekk		1,089	1,193	1,305	1,427	1,559	1,701	1,856	2,023	2,204	2,400	2,614	
= Nåverdi 2006 - 2018	573 211	81 402	108 525	102 376	85 852	67 891	48 906	29 360	12 400	12 730	12 917	10 852	
+ Horisontverdien	396 926												
= Verdien av egenkapital	2 494 699												
→ Verdiestimat	82,69												
... per utestående aksje													

Tabell 66: Verdsettelse av Eidesvik ved SPE-modellen

Etter SPE-modellen får jeg en verdi per aksje i Eidesvik til å utgjøre **82,69 Kr.** Dette verdiestimatet er det samme som fremkom av FKE-modellen, noe som tyder på konsistent bruk av modellene.

11.2 Totalkapitalmetoden

Jeg skal i det følgende foreta en verdsettelse av egenkapitalen til Eidesvik ved å bruke totalkapitalmetoden. Først verdsetter jeg totalkapitalen, som er netto driftskapital. Deretter trekker jeg fra netto finansiell gjeld og minoritetsinteressene, for

på den måten å komme frem til verdien på egenkapitalen. Som brukt i egenkapitalmetoden bruker jeg også her FKE- og SPE-modellen.

11.2.1 Fri kontantstrømmodellen

Verdien av egenkapitalen til Eidesvik ved bruk av fri kontantstrømmodellen blir beregnet ved følgende formel:

$$VEK_0 = \sum_{t=1}^T \frac{FKD_t}{(1 + ndk_1) * (1 + ndk_t)} + \frac{FKD_{T+1}}{(1 + ndk_1) * (1 + ndk_T) * (ndk_{T+1} - ndv_{T+1})} - NFG_0 - MI_0$$

Fri kontantstrømmodellen for totalkapitalmetoden er ekvivalent med egenkapitalmetoden. Forskjellen er at man her bruker fri kontantstrøm fra drift i teller, og at nåverdien beregnes ved å diskontere med netto driftskravet¹⁰⁷ i stedet for egenkapitalkravet. Egenkapitalveksten byttes ut med netto driftsvekst. Netto finansiell gjeld og minoritetsinteressene må trekkes i fra for å komme frem til verdiesimat på egenkapitalen. Tabell 67 viser verdsettelsen ved bruk av FKD-modellen.

FKD-modellen	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Fri kontantstrøm fra drift		-228 851	-17 017	-3 015	13 487	32 312	53 164	75 634	104 580	172 141	100 814	106 863	113 275
/ Akkumulert ndk		1,065	1,136	1,212	1,294	1,383	1,479	1,582	1,694	1,815	1,946	2,087	
= Nåverdi 2006 - 2018	144 866	-214 800	-14 981	-2 488	10 422	23 367	35 957	47 808	61 737	94 838	51 799	51 206	
+ Nåverdi horisontverdien	4 425 158												
= Verdien av netto driftskapital	4 570 024												
- Netto finansiell gjeld	1 246 870												
- Minoritetsinteresser	0												
= Verdien av egenkapital	3 323 154												
→ Verdiestimat	110,15												
... per utestående aksje													

Tabell 67: Verdsettelse av Eidesvik ved FKD-modellen

Etter FKD-modellen får jeg en verdi per aksje i Eidesvik til å utgjøre **110,15 Kr.**

11.2.2 Superprofittmodellen

Verdien av egenkapitalen til Eidesvik ved bruk av superprofittmodellen blir beregnet ved følgende formel:

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

¹⁰⁷ Knivsflå (2006)

Superprofittmodellen er ekvivalent med modellen jeg brukte ved egenkapitalmetoden. Den eneste forskjellen er at egenkapitalen byttes ut med netto driftskapitalen, og at man bruker netto driftskrav som diskonteringsrente i stedet for egenkapitalkrav. I tillegg bytter man ut egenkapitalvekst med netto driftsvekst. Til slutt må man trekke i fra netto finansiell gjeld og minoritetsinteresser, for å komme frem til verdiestimatet på egenkapitalen. Tabell 68 viser verdsettelsen ved bruk av SPD-modellen.

SPD-modellen	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Balanseført NDK	2 771 432												
Netto driftsresultat		275 755	354 381	375 422	392 441	404 495	410 718	410 375	408 286	436 866	463 078	490 863	520 315
- Netto driftskrav		0,065	0,066	0,067	0,068	0,068	0,069	0,070	0,071	0,072	0,072	0,072	0,072
* IB Netto driftskapital	2 771 432	3 276 038	3 647 436	4 025 873	4 404 827	4 777 010	5 134 564	5 469 305	5 773 011	6 037 736	6 400 001	6 784 001	6 784 001
= Superprofitt fra drift		94 470	137 429	131 120	119 753	102 813	79 941	50 964	21 313	24 041	26 756	28 361	30 063
/ Akkumulert ndk		1,065	1,136	1,212	1,294	1,383	1,479	1,582	1,694	1,815	1,946	2,087	2,087
= Nåverdi 2006 - 2018	624 161	88 670	120 979	108 180	92 534	74 352	54 067	32 214	12 582	13 245	13 747	13 590	
+ Horisontverdien	1 174 431												
= Verdien av NDK	4 570 024												
- Netto finansiell gjeld	1 246 870												
- Minoritetsinteresser	0												
= Verdien av egenkapital	3 323 154												
→ Verdiestimat	110,15												
... per utestående aksje													

Tabell 68: Verdsettelse av Eidesvik ved SPD-modellen

Etter SPD-modellen får jeg en verdi per aksje i Eidesvik til å utgjøre **110,15 Kr.** Dette verdiestimatet er det samme som fremkom av FKD-modellen, noe som tyder på konsistent bruk av modellene.

11.3 Første verdiestimat og konvergering

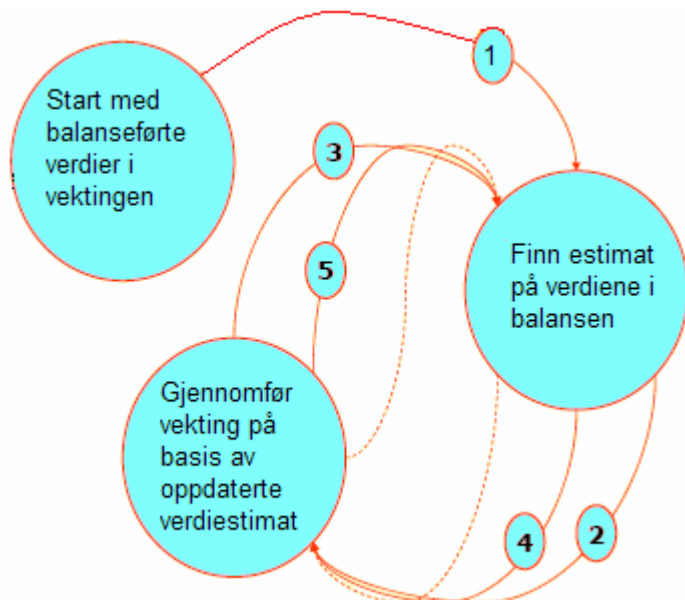
Egenkapitalmetoden og totalkapitalmetoden gav meg to forskjellige verdiestimat, og et første estimat på verdien til Eidesvik er gjennomsnittet av verdiene som fremkom av disse to metodene.

Metode	Verdiestimat
Egenkapitalmetoden	82,69
Totalkapitalmetoden	110,15
Gjennomsnitt	96,42

Tabell 69: Første verdiestimat på Eidesvik

Første verdiestimat på Eidesvik er på 96,42 per 31.12.2006, men dette estimatet er ikke riktig. Totalkapitalmetoden gir et verdiestimat som er 33,2 % høyere enn estimatet ved egenkapitalmetoden. Årsaken til dette avviket er fordi jeg benyttet et

avkastningskrav som ble vektet med budsjettert kapital. For å rette opp i dette må jeg utarbeide et verdibasert fremtidsregnskap, med utgangspunkt i det budsjetterte fremtidsregnskapet. Vektene må deretter oppdateres sekvensielt ved å gjennomføre konvergeringsprosess¹⁰⁸ som vist i figur 31.



Figur 31: Konvergeringsprosessen

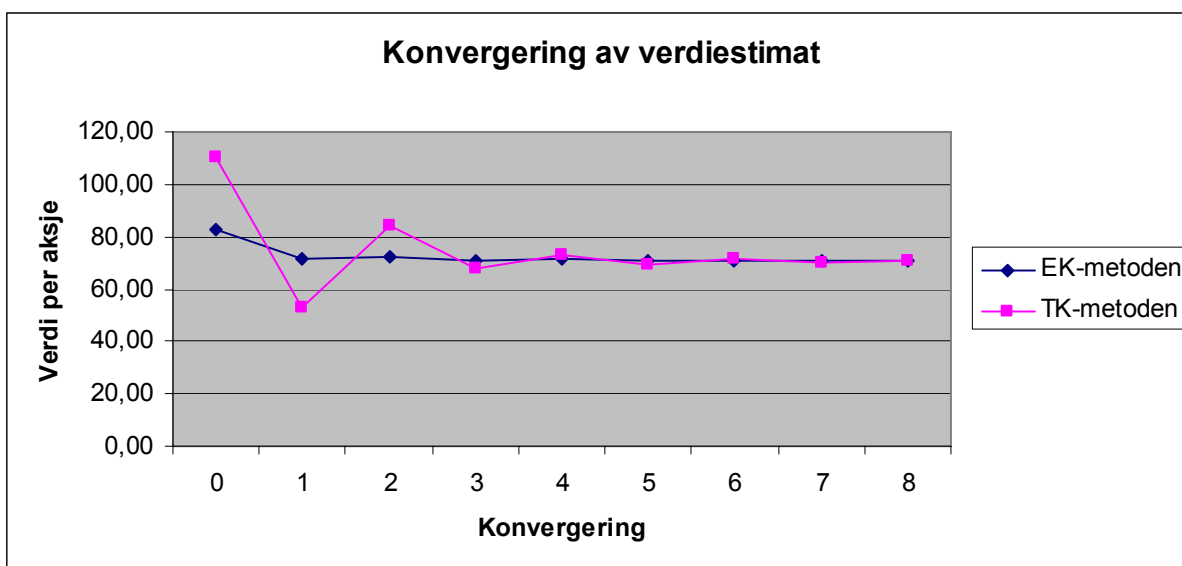
Første steget i konvergeringsprosessen er å starte med de balanseførte verdiene i vektingen av kravene. Disse verdiene er presentert i fremtidsregnskapet, og på basis av disse verdiene finner jeg nye estimater på verdiene i balansen. Utgangspunktet er første estimat på verdien av egenkapitalen, som er gjennomsnittet av estimatet fra egenkapitalmetoden og totalkapitalmetoden. De nye estimatene som fremkommer brukes til å gjennomføre ny vekting av kravene. Denne prosessen gjentas helt til verdiestimatet konvergerer mot et konstant beløp.

Etter å ha gjennomført konvergeringsprosessen 8 ganger fikk jeg et estimat som ble tilnærmet likt ved egenkapitalmetoden og totalkapitalmetoden, noe som fremgår av tabell 70.

	0	1	2	3	4	5	6	7	8
Egenkapitalmetoden	82,69	71,73	72,30	71,10	71,69	71,05	71,04	70,98	71,00
Totalkapitalmetoden	110,15	52,59	84,36	67,82	72,85	69,30	71,57	70,28	71,04
Gjennomsnitt	96,42	62,16	78,33	69,46	72,27	70,17	71,31	70,63	71,02

Tabell 70: Konvergering av verdiestimat

¹⁰⁸ Knivsflå (2006)



Figur 32: Konvergering av verdiestimatet til Eidesvik

Ved å gjennomføre konvergeringsprosessen åtte ganger kommer jeg frem til et felles verdiestimat for verdsettelsesmetodene. Som en ser ut i fra figur 32 nærmer verdiestimatene seg ganske mye etter tre sekvenser, og at det deretter nærmer seg mer og mer for hver sekvens. Etter åtte konvergeringer har jeg fortsatt et lite avvik på 0,04 Kr, noe som kan skyldes avrundingsfeil. Avviket er imidlertid så lite at jeg velger å godta dette. Mitt endelige fundamentale verdiestimat per utestående aksje i Eidesvik per 31.12.2006 er dermed **71,02 Kr**, noe som utgjør et fundamentalt pris/bok-forhold på 1,41. Fremskrevet verdiestimat per **30.06.2007** er **74,11 Kr**. Aksjekursen til Eidesvik på denne datoen var 64,00 Kr¹⁰⁹.

11.4 Usikkerhet i verdiestimat

Verdiestimatet som jeg har utarbeidet er veldig usikkert, da det er basert på en rekke forutsetninger. Estimatet avhenger av utviklingen i budsjett- og verdidriverne jeg utarbeidet i forbindelse med fremtidsregnskapet, og denne utviklingen er meget usikker. Ved å foreta en sensitivitetsanalyse vil jeg belyse usikkerheten knyttet til verdiestimatet. En vil da se hvordan verdiestimatet endres dersom kritiske drivere endres. Jeg skal også foreta en simulering, med hensikt å få frem fordelingen til verdiestimatet.

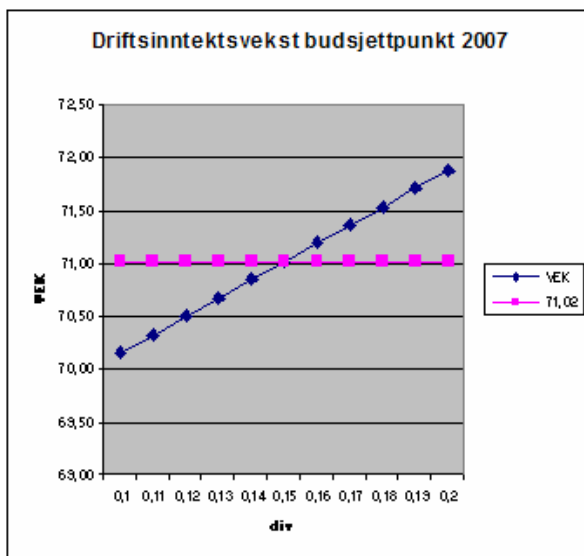
¹⁰⁹ www.osb.no Oslo Børs, 30.06.2007

11.4.1 Sensitivitetsanalyse¹¹⁰

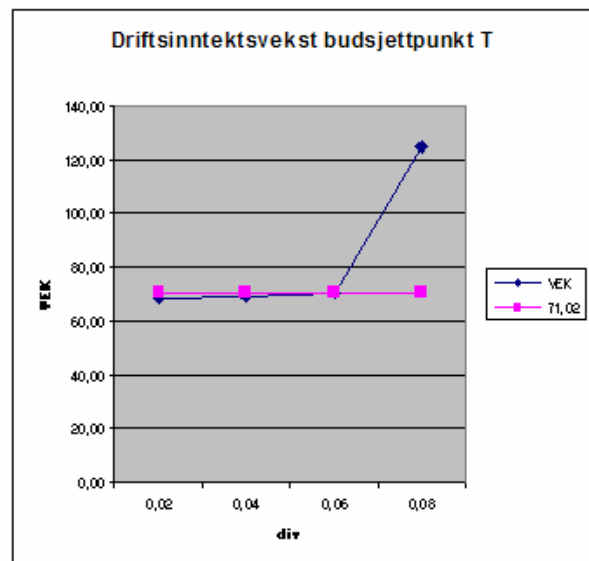
Jeg skal i det følgende foreta en sensitivitetsanalyse for å synliggjøre usikkerhet ved å endre på kritiske budsjett- og verdidrivere, og dermed se hvilke utslag dette gir på verdiestimatet. De ni budsjettdriverne som ble presentert i kapittel 10 vil bli undersøkt, mens jeg velger å presentere de budsjettdriverne som ble ansett som mest kritiske for verdiestimatet på kr 71,02. Disse driverne vil bli analysert på kort og lang sikt. På kort sikt ser jeg på budsjettdriveren i 2007 og 2008, mens på lang sikt analyserer endringer på budsjettthorisonen T.

Driftsinntektsveksten

Jeg budsjetterte med 15 % vekst i driftsinntektene i 2007, mens driftsinntektsveksten på horisonen ble budsjettert til 6%. Jeg har valgt å se på virkninger av endringer på kort og lang sikt i sensitivitetsanalysen Figur 33 og 34 viser utslagene i verdiestimatet på kort- og lang sikt.



Figur 33: Driftsinntektsveksten kort sikt



Figur: Driftsinntektsveksten på lang sikt

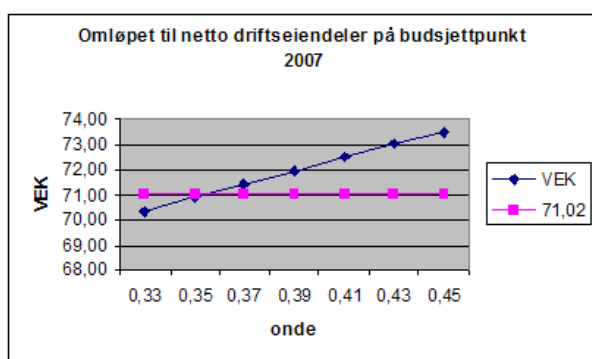
Dersom veksten hadde vært 2 % lavere enn budsjettert i 2007, ville det gitt utslag i verdiestimatet på -0,48 %, mens en økning på 2 % ville gitt et verdiestimat som er 0,48 % høyere. På budsjettthorisonen vil en reduksjon i driftsinntektene på 2 % gi utslag på -2,39 %, mens en økning på 2 % i langsiktig vekst gir en økning på hele 75,63 %. Årsaken til den store økningen i verdiestimatet er fordi egenkapitalveksten

¹¹⁰ Benninga (2000)

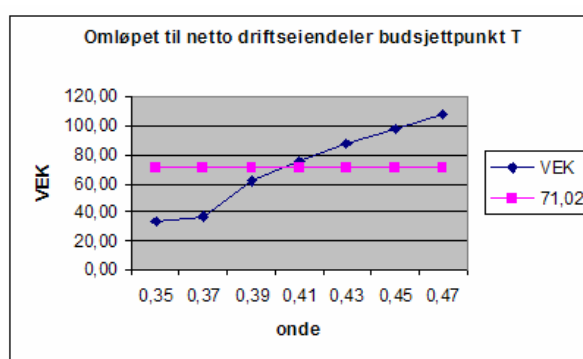
til horisonten, som er lik driftsinntektsveksten etter budsjettpunkt T, nærmer seg avkastningskravet til egenkapitalen.

Omløpet til netto driftseiendeler

På kort sikt budsjetterte jeg med et omløp til netto driftseiendeler på 0,355, mens på budsjetthorisonten T budsjetterte jeg med 0,404. Figur 35 og 36 illustrerer sensitivitetsanalysen av omløpet til netto driftseiendeler.



Figur 35: Omløpet til NDE på kort sikt

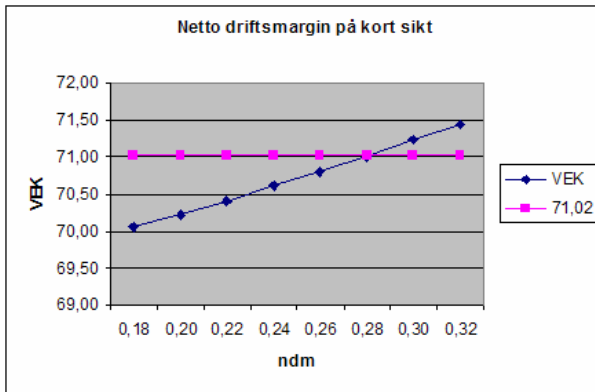


Figur 36: Omløpet til NDE på lang sikt

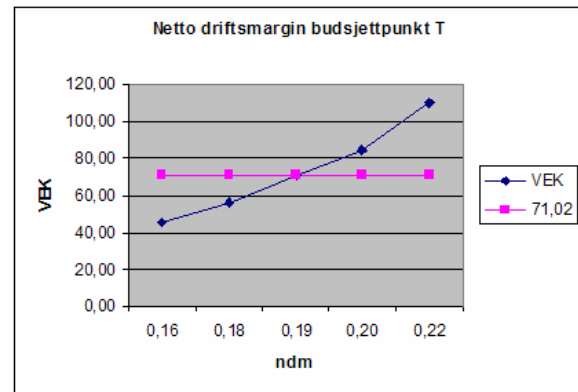
Ut i fra figur 35 og 36 ser man at verdiestimatet er lite sensitivt for endringer på kort sikt. På lang sikt er imidlertid verdiestimatet meget sensitivt. En reduksjon av omløpet til netto driftseiendeler på budsjetthorisonten til 0,35, gir et utslag på verdiestimatet på -53 %. En økning i omløpet til netto driftseiendeler til 0,45, gir et utslag på verdiestimatet på 38 %.

Netto driftsmargin

Jeg budsjetterte med en netto driftsmargin på 28 % på kort sikt og at den deretter faller ned mot et nivå på 19 % på budsjetthorisonten. Figur 37 og 38 illustrerer sensitivitetsanalysen av netto driftsmargin.



Figur 37: Netto driftsmargin på kort sikt



Figur 38: Netto driftsmargin på lang sikt

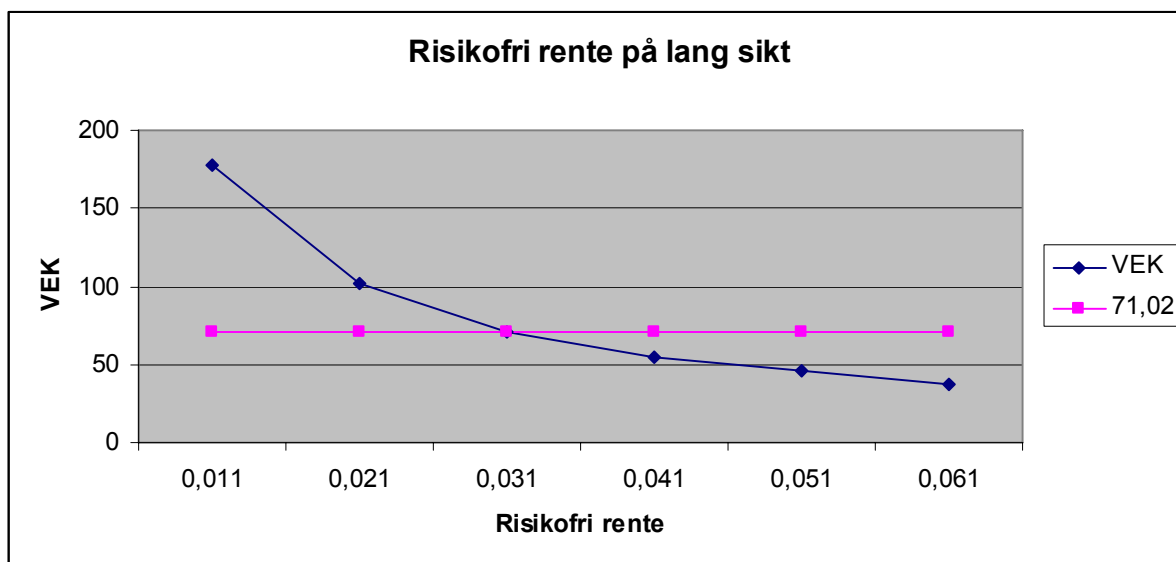
En reduksjon i netto driftsmargin på 4 prosentpoeng på kort sikt førte til en reduksjon i verdiestimatet på -0,58 %, mens en økning i netto driftsmargin på 4 prosentpoeng på kort sikt førte til en økning i verdiestimatet på 0,61 %. Dette indikerer at verdiestimatet er lite sensitivt for endringer i netto driftsmargin på kort sikt.

En reduksjon i netto driftsmargin på 3 prosentpoeng på lang sikt førte til en reduksjon i verdiestimatet på hele -35,4 %, mens en økning i netto driftsmargin på 3 prosentpoeng på lang sikt førte til en økning i verdiestimatet på hele 55,3 %. Dette indikerer dermed at verdiestimatet er svært sensitivt for endringer på lang sikt i netto driftsmarginen.

Avkastningskrav

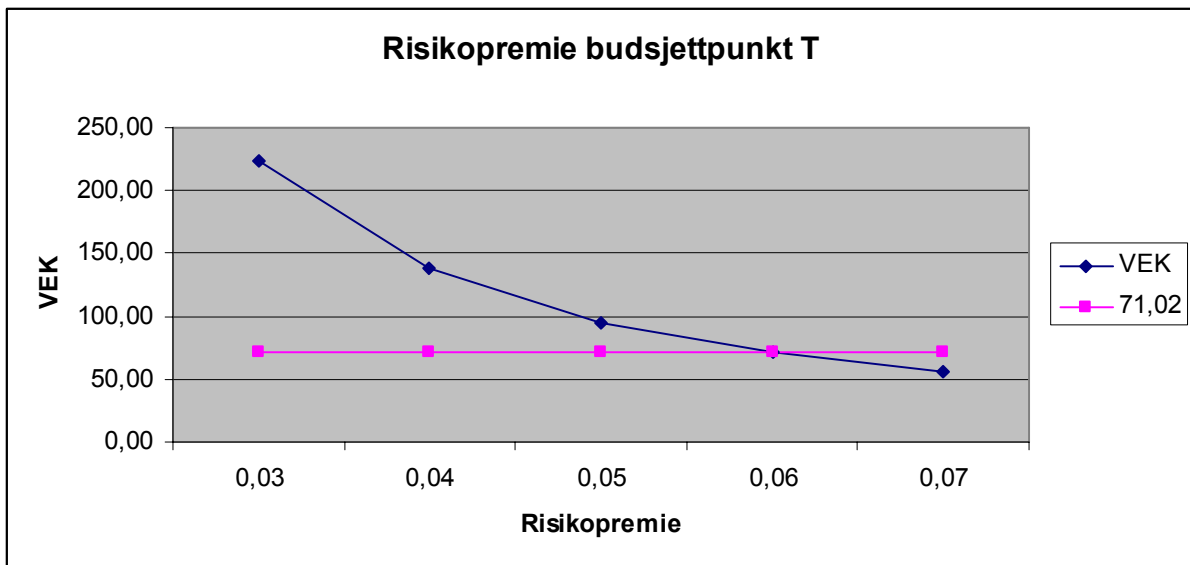
Avkastningskravet er en vesentlig faktor i fastsettelsen av det endelige verdiestimatet, da avkastningskravet bestemmer superprofitten selskapet genererer. Jeg har valgt å foreta en sensitivitetsanalyse av alle komponentene i avkastningskravet, herav risikofri rente, risikopremien til aksjemarkedet, betaværdien til selskapet, likviditetspremien og effektiv utbytteskatt. Av disse komponentene viste det seg at endringer i risikofri rente og risikopremien til aksjemarkedet hadde størst innvirkning på verdiestimatet, noe som gjør at jeg velger å presentere sensitivitetsanalysen knyttet til disse komponentene. Det er et faktum at usikkerheten knyttet til komponentene øker mer lengden på budsjett horisonten, noe som gjør at jeg velger å se på disse på lang sikt.

På lang sikt budsjetterte jeg risikofri rente til 3,1 %. Dersom den risikofrie renten blir høyere enn estimert vil verdiestimatet bli lavere, dette som følge av at avkastningskravet øker. Omvendt vil verdiestimatet bli høyere dersom risikofri rente på lang sikt blir lavere enn estimert. Det samme gjelder for risikopremien til aksjemarkedet.



Figur 39: Risikofri rente på lang sikt

Risikofri rente på lang sikt ble budsjettert til 3,1 %. Dersom renten reduseres med 1 prosentpoeng øker verdiestimatet med 45 %, og dersom renten økes med tilsvarende reduseres verdiestimatet med 22,4 %. Dette indikerer at nivået på den risikofrie renten på lang sikt er meget utslagsgivende på verdiestimatet, spesielt ved en reduksjon.



Figur 40: Risikopremien til aksjemarkedet

Risikopremien til aksjemarkedet ble budsjettet til å være 6 % i hele budsjettperioden. Risikopremien til aksjemarkedet er mest sensitiv ved en reduksjon. Dersom risikopremien reduseres med 1 prosentpoeng øker verdiestimatet med 33,3 %, mens verdiestimatet reduseres med -20,3 % dersom risikopremien økes ved 1 prosentpoeng.

På bakgrunn av sensitivitetsanalysen jeg har presentert ser man at både budsjettdriverne og komponentene i avkastningskravet har stor risiko knyttet til seg på lang sikt. Da det ikke er mulig å fastsette driverne og komponentene helt korrekt, vil sensitivitetsanalysen være et godt fundament til å vurdere hva som vil skje med verdiestimatet dersom en eller flere av driverne avviker fra den budsjetterte verdi.

11.4.2 Simulering

Simulering går ut på at man gjør usikre budsjett- og verdidrivere om til stokastiske variabler, med hensikt å avdekke usikkerhet i verdiestimatet¹¹¹. I stedet for å danne et punkttestimat, vil man ved å foreta simulering oppnå en sannsynlighetsfordeling over verdiestimatet. I realiteten kan alle budsjett- og verdidriverne til selskapet omgjøres til stokastiske variable, men jeg velger å fokusere på de som er mest relevante i verdsettelsessammenheng. Som følge av at jeg forutsetter konstant vekst

¹¹¹ Evans & Olson (2003)

på horisonten, kan ikke egenkapitalkravet eller egenkapitalveksten gjøres om til stokastiske variable.

For hver av de stokastiske variablene velger jeg hvilken sannsynlighetsfordeling som er mest passende. De to fordelingene som jeg velger å bruke i denne sammenheng er uniform- og normalfordeling. Uniform fordeling innebærer at man har lik forventning til hvilken som helst verdi som skulle komme. Dette innebærer at sannsynligheten er lik for alle mulige verdier av en budsjett- eller verdidriver i et angitt utfallsrom. Ved normalfordeling fordeler verdiene seg jevnt rundt en forventningsverdi basert på standardavviket, noe som innebærer at fordelingen har en kontinuerlig sannsynlighetsfordeling¹¹².

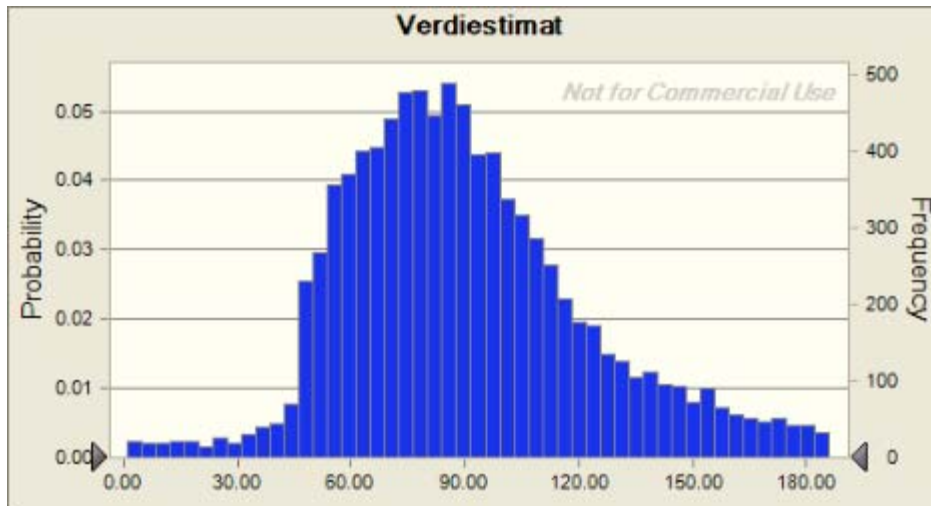
I denne simuleringen antar jeg at netto driftsmargin er normalfordelt med en forventning lik den budsjetterte verdien og et standardavvik på 10%. De resterende driverne antas å være uniformfordelte, med forventning lik den budsjetterte driveren. Verdiene for standardavvik og nedre og øvre grense er basert på beste skjønn.

Nedenfor viser jeg hvilke fordelinger jeg har satt opp for Eidesviks kritiske faktorer, og jeg bruker betegnelsen N for normalfordeling og U for uniformfordeling. Det første tallet i klammeparentesen for normalfordelingen er forventningen, og det andre er standardavviket. I klammeparentesen til de uniformfordelte variablene står tallene for henholdsvis nedre og øvre grense.

Netto driftsmargin (Kort sikt)	N[0,28; 0,028]
Netto driftsmargin (Lang sikt)	N[0,19; 0,019]
Driftsinntektsveksten (Kort sikt)	U[0,07; 0,3]
Driftsinntektsveksten (Lang sikt)	U[0,01; 0,08]
Omløpet til netto driftseiendeler (Kort sikt)	U[0,3; 0,5]
Omløpet til netto driftseiendeler (Lang sikt)	U[0,35; 0,6]
Risikofri rente	U[1,1; 5,1]
Risikopremien til aksjemarkedet	U[0,4; 0,8]

¹¹² Evans & Olson (2003)

Jeg har gjennomført en Monte Carlo simulering med 10.000 trekninger ved hjelp av et tilleggsprogram i Excell som heter Crystal Ball¹¹³. I figur 41 illustreres fordelingen til verdiestimatet.



Figur 41: Fordeling av verdiestimat

Jeg ser av figur 41 at fordelingen i verdiestimatet ligner på en lognormalfordeling, noe som er en meget vanlig fordeling for aksjepriser¹¹⁴. Simuleringen viser at det er 61,2 % sannsynlighet for at verdiestimatet er likt eller høyere enn mitt verdiestimat på kr 71,02 når budsjettdriverne er gjort om til stokastiske variabler. Det er altså relativt høy sannsynlighet for at verdien er høyere enn estimatet.

¹¹³ www.crystalball.com Crystal Ball

¹¹⁴ Evans & Olson (2003)

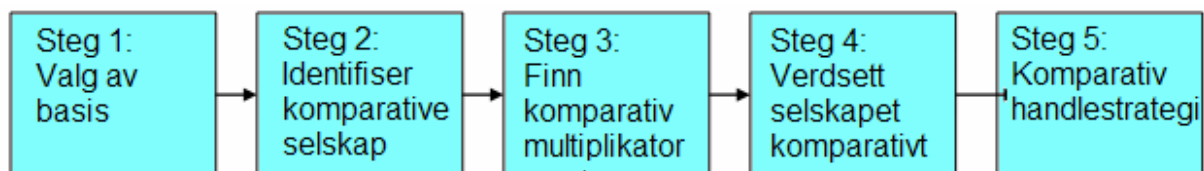
12. Komparativ verdsettelse

I kapittel 3.1.2 ble komparativ verdsettelse presentert som et supplement til fundamental verdsettelse, og i det følgende vil jeg gjennomføre en komparativ verdsettelse av Eidesvik.

Komparativ verdsettelse kan gjennomføres på bakgrunn av en direkte eller indirekte metode¹¹⁵. Direkte komparativ verdsettelse baserer seg på bruk av multiplikatormetoden, hvor egenkapitalen til selskapet som skal verdsettes sammenlignes med børsverdien til komparative selskap. Indirekte komparativ verdsettelse tar utgangspunkt i substansverdier på individuelle eiendeler og gjeld i selskapet.

Komparativ verdsettelse blir mye brukt i praksis som følge av at det er en enklere og mindre kostbar verdsettelsesteknikk enn fundamental verdsettelse. Ulempen med komparativ verdsettelse er at man har stor frihet til å påvirke verdiestimatet og at den blir påvirket av eventuelle bobler i aksjemarkedet.

I figur 42 presenteres rammeverket for komparativ verdsettelse¹¹⁶:



Figur 42: Rammeverk for komparativ verdsettelse

12.1 Valg av basis

Valg av basis er det første steget i den komparative verdsettelsen, og innebærer å finne en passende multiplikatormodell. Multiplikatoren uttrykkes med:

$$m = \frac{P}{B}$$

, hvor

P = Aksjekurs

B = Basis for verdsettelsen

¹¹⁵ Damodaran (2002)

¹¹⁶ Knivsfå (2006)

Det stilles to krav til basisen. Det første er at den må være positiv og det andre er at den må være konsistent med P. Basisen bør i tillegg være normalisert slik at unormale forhold ikke påvirker verdsettelsen.

Jeg velger å bruke multiplikatorene pris/bok (P/B) og pris/fortjeneste (P/E). Basisen for (P/B) er netto driftskapital, mens den for (P/E) er netto driftsresultat.

12.2 Komparative selskap

Komparative selskaper er børsnoterte selskaper i samme bransje. En vanlig definisjon på bransje er en gruppe selskaper som tilbyr produkter eller tjenester som er nære substitutter¹¹⁷.

Jeg har brukt Farstad og DOF som komparative selskap tidligere i oppgaven, og ser det dermed som naturlig å bruke disse selskapene i denne verdsettelsesmetoden også. For å få et bredere sammenligningsgrunnlag velger jeg å inkludere Solstad Offshore og Havila Shipping i den komparative bransjen. Alle selskapene i den komparative bransjen er dermed norske og børsnoterte.

12.3 Komparativ multiplikator

Den komparative multiplikatoren er lik gjennomsnittet eller medianen til komparative selskap. Men dersom selskapene har til dels ulik drift, bør multiplikatoren justeres for ulikheter ved å gjennomføre en regresjonsanalyse¹¹⁸.

12.3.1 Pris/Bok (P/B)

Pris-bok er definert ut i fra følgende formel:

$$\frac{P_0}{B_0} = \frac{\text{Aksjekurs}}{\text{Balanseført egenkapital per aksje}}$$

Jeg velger å ta utgangspunkt i selskapskapitalmetoden med fokus på netto driftskapital, slik at ulikheter i kapitalstrukturen til selskapene hensyn tas. Jeg antar at

¹¹⁷ Knivsfå (2006)

¹¹⁸ Knivsfå (2006)

netto finansiell gjeld og minoritetsinteresser er balanseført til virkelig verdi. I utregningen av de komparative multiplikatorene har jeg benyttet regnskapsdata for siste regnskapsår for selskapene.

Når man har fokus på netto driftskapital beregnes pris/bok forholdet ut i fra følgende formel:

$$\frac{VNDK}{NDK} = \frac{NDK + (VEK - EK)}{NDK}$$

,hvor

VNDK = Virkelig verdi av netto driftskapital

VEK = Virkelig verdi av egenkapitalen

VEK finnes ved å multiplisere antall utestående aksjer med dagens aksjekurs. For å få et verdiestimat som er sammenlignbart med verdiestimatet fra den fundamentale verdsettelsen velger jeg å benytte aksjekurs per 30.06.2007. I tabell 71 nedenfor vises utregningen av virkelig verdi av egenkapitalen til de komparative selskapene.

Selskap	Aksjekurs ¹¹⁹ per 30.06.2007	Utenforstående Aksjer	Virkelig verdi egenkapital
Farstad	157	39 000 000 ¹²⁰	6123,0 MNOK
DOF	69,5	75 579 663 ¹²¹	5252,8 MNOK
Solstad	158	37 791 266 ¹²²	5971,0 MNOK

Tabell 71: Virkelig verdi av egenkapitalen til komparative selskap

Den balanseførte egenkapitalen finner jeg i selskapenes årsrapporter, mens netto driftskapitalen finnes ved å omgruppere selskapenes balanser etter samme oppsett som ble gjort i kapittel 5 regnskapsanalyse. Estimeringen av den komparative multiplikatoren illustreres i tabell 72.

¹¹⁹ www.hegnar.no 30.06.2007

¹²⁰ www.farstad.no Årsrapport 2006

¹²¹ www.dof.no Årsrapport 2006

¹²² www.solstad.no Årsrapport 2006

	Farstad	DOF	Solstad
NDK	6 038 391	6 760 355	5 009 561
+ VEK	6 123 000	5 252 787	5 971 020
- EK	3 533 712	3 290 860	3 173 788
= VNDK	8 627 679	8 722 282	7 806 793
VNDK/aksje	221,223	115,405	206,577
/ NDK/aksje	154,831	89,447	132,559
= m	1,429	1,290	1,558

Tabell 72: Komparativ multiplikator

For å beregne den komparative multiplikatoren velger jeg å beregne gjennomsnittet av de tre multiplikatorene ovenfor, noe som gir en VNDK/NDK multiplikator på **1,426**.

12.3.2 Pris/Fortjeneste (P/E)

Pris/fortjeneste er definert ut i fra følgende formel:

$$\frac{P_0}{E_0} = \frac{\text{Aksjekurs}}{\text{Fortjeneste per aksje}}$$

Jeg velger å ta utgangspunkt i selskapskapitalmetoden for å justere for kapitalstrukturen.

Når man har fokus på netto driftskapital beregnes pris/fortjeneste forholdet ut i fra følgende formel:

$$\frac{\text{VNDK}}{\text{NDR}} = \frac{\text{Virkelig verdi egenkapital} + \text{NFG} + \text{MI}}{\text{Netto driftsresultat}}$$

Ut i fra tabell 73 vises utregningen av den komparative P/E multiplikatoren.

VNDK/NDR	Farstad	DOF	Solstad
Virkelig verdi netto driftskapital per. aksje	221,223	115,405	206,577
Netto driftsresultat per. aksje	16,350	10,741	34,719
VNDK/NDR multiplikator	13,5	10,7	6,0

Tabell 73: Komparativ multiplikator

For å beregne den komparative multiplikatoren velger jeg å beregne gjennomsnittet av de tre multiplikatorene ovenfor, noe som gir en VNDK/NDR multiplikator på **10,075**.

12.4 Komparativ verdsettelse (Pris/Bok)

For å komme frem til et verdiestimat ved komparativ verdsettelse multipliseres den komparative multiplikatoren (m_K) med basis (B). Jeg finner da den estimerte verdien på netto driftskapital. Netto finansiell gjeld og minoritetsinteresser trekkes i fra for å komme frem til et verdiestimat på egenkapitalen. Det komparative verdiestimatet til presenteres i tabell 74.

EIDESVIK	
Komparativ multiplikator	1,4257979
* Netto driftskapital	2 771 432
= Estimert virkelig verdi netto driftskapital	3 951 502
- Netto finansiell gjeld	1 246 870
- Minoritetsinteresser	0
= Estimert virkelig verdi egenkapital	2 704 632
/ Utestående aksjer	30168
= Verdi per. aksje	89,65

Tabell 74: Komparativt verdiestimat (P/B) for Eidesvik

Estimatet som fremkommer av denne metoden er 26,2 % høyere enn det fundamentale verdiestimatet, noe som er et signal på at mitt estimat er undervurdert. Siden netto driftskapitalmetoden tar hensyn til forskjeller i kapitalstrukturen, kan ikke forskjellen i verdiestimatet skyldes dette. En årsak til forskjellen kan være at aksjonærene i de komparative selskapene har høyere forventning om fremtidig inntjening, noe som gjør at verdien på de komparative selskapene øker. Dette påvirker implisitt verdiestimatet som fremkommer av den komparative verdsettelsen.

12.5 Komparativ verdsettelse (Pris/Fortjeneste)

Fremgangsmåten her blir ganske lik den ovenfor og det komparative estimatet presenteres i tabell 75 nedenfor.

EIDESVIK	
Komparativ multiplikator	14,355
* Netto driftsresultat	250 847
= Estimert virkelig verdi netto driftskapital	3 600 920
- Netto finansiell gjeld	1 246 870
- Minoritetsinteresser	0
= Estimert virkelig verdi egenkapital	2 354 050
/ Utestående aksjer	30168
= Verdi per. aksje	78,03

Tabell 75: Komparativt verdiestimat (P/E) for Eidesvik

Estimatet som fremkommer fra denne metoden er 9,9 % høyere enn det fundamentale verdiestimatet, noe som tilsier at det fundamentale verdiestimatet er undervurdert.

I tabell 76 nedenfor oppsummeres det komparative verdiestimatet per 30.06.2007 på egenkapitalen til Eidesvik per aksje.

Multiplikator	Verdiestimat
Pris/Bok	89,65
Pris/Fortjeneste	78,03
Gjennomsnitt	83,84

Tabell 76: Komparativt verdiestimat

12.6 Oppsummering av komparativ verdsettelse

Ut i fra den komparative verdsettelsen kom jeg frem til et verdiestimat per aksje i Eidesvik per 30.06.2007 på 83,84 Kr, noe som er høyere enn det fundamentale verdiestimatet på 74,11 Kr, mens det er nesten 20 kroner høyere enn den virkelige aksjekursen på Oslo Børs. I og med at jeg kun inkluderte tre selskaper i den komparative verdsettelsen, fikk jeg begrenset innsikt i Eidesvik sin verdi. I neste kapittel som omhandler handlestrategi vil det komparative verdiestimatet sammen det fundamentale verdiestimatet danne grunnlaget for mine anbefalinger og vurderinger.

13. Oppsummering og handlestrategi

Den strategiske regnskapsanalysen og verdsettelse av Eidesvik har til nå blitt gjennomført, noe som gjør at jeg har opparbeidet grunnlag til å gi en anbefalt handlestrategi. Før jeg gjør det vil jeg presentere en oppsummering på den innsikten jeg har opparbeidet meg i utredningen.

13.1 Oppsummering

Ved å gjennomføre strategisk analyse og regnskapsanalyse av Eidesvik opparbeidet jeg meg innsikt i underliggende forhold i selskapet. Ut i fra den strategiske analysen kom jeg frem til at Eidesvik kan oppnå en moderat superprofitt på kort sikt, men at konkurranseforholdene på lang sikt vil endres og markedet vil modnes. Gjennom regnskapsanalysen fant jeg at Eidesvik historisk har generert god lønnsomhet både gjennom drift og finansiering, og at de har oppnådd superrentabilitet både i forhold til krav og bransje. Dette er i tråd med den strategiske analysen om at Eidesvik ser ut til å være i en posisjon til å kunne oppnå superprofitt.

Innsikten fra den strategiske analysen og regnskapsanalysen ble deretter anvendt til å budsjettere og fremskrive regnskapet etter budsjetthorisonten. På bakgrunn av dette gjennomførte jeg den fundamentale verdsettelsen, ved å benytte egenkapitalmetoden og selskapskapitalmetoden. Egenkapitalmetoden resulterte i et verdiestimat på kr 82,69, mens selskapskapitalmetoden resulterte i et verdiestimat på kr 110,15. Som følge av at avkastningskravene ble vektet på bakgrunn av budsjetterte vekter var ikke verdiestimatene konsistente. Dette løses ved å utarbeide verdibasert fremtidsregnskap og ved å gjennomføre konvergering av verdiestimatene. Det endelige fundamentale verdiestimatet på egenkapitalen til Eidesvik per 31.12.2006 ble beregnet til kr 71,02 per aksje.

Det er knyttet stor usikkerhet til det fundamentale verdiestimatet som fremkom, blant annet som følge av at det er basert på offentlig informasjon. For å belyse denne usikkerheten gjennomførte jeg en sensitivitetsanalyse på de verdidriverne jeg mener er mest sentrale. Deretter foretok jeg en simulering av verdiestimatet, som tilsa at det er 61,2 % sannsynlighet for at verdiestimatet vil være kr 71,02 eller høyere.

Som et supplement til den fundamentale verdsettelsen gjennomførte jeg en komparativ verdsettelse. Ved å bruke denne verdsettelsesmetoden kom jeg frem til et verdiestimat på kr 83,84.

13.2 Handlestrategi

Handlestrategi er det siste trinnet i den fundamentale verdsettelsen, og innsikt som er opparbeidet gjennom hele verdsettelsesprosessen blir avgjørende for hvilken strategi som velges. Det endelige kursmålet for Eidesvik vil bestå av en vekting, hvor jeg tillegger det fundamentale verdiestimatet en vekt på $\frac{3}{4}$ og det komparative verdiestimatet en vekt på $\frac{1}{4}$. Ut i fra det endelige kursmålet vil jeg gi en anbefalt handlestrategi til nåværende investorer og potensielle investorer. Det endelige kursmålet blir presentert i tabell 77 nedenfor.

Verdsettelsesmetode	Vekt	Gjennomsnitt
Fundamentalt verdiestimat	3/4	74,11
Komparativt verdiestimat	1/4	83,84
Vektet gjennomsnitt	1	76,5

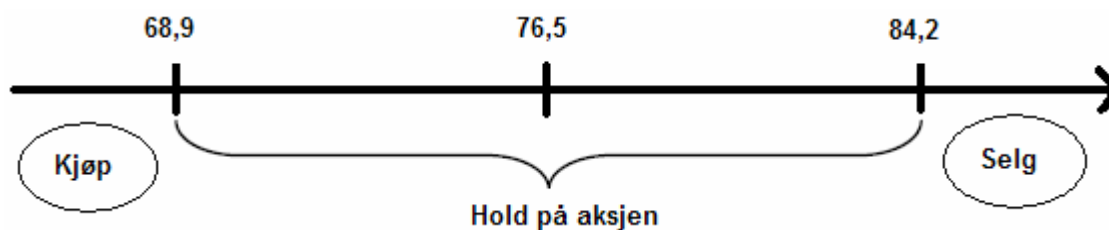
Tabell 77: Endelig kursmål for Eidesvik

En handlestrategi kan utarbeides både for interne og eksterne investorer. Verdibasert ledelse er et verktøy for interne investorer, som har til hensikt å utvikle den strategien som gir det høyeste verdipotensialet for eierne¹²³. Fundamental aksjehandel er et verktøy for eksterne investorer, som går ut på kjøp og salg av aksjer basert på fundamental verdsettelse. Som følge av at utredning i all hovedsak fokuserer på investororientert analyse, velger jeg å fokusere på fundamental aksjehandel.

I situasjoner hvor det fundamentale verdiestimatet er høyere enn markedsprisen på aksjen vil det være optimalt å kjøpe aksjen, mens det i motsatt tilfellet vil være optimalt å selge. I slike situasjoner anses aksjen som henholdsvis undervurdert og overvurdert, og man antar på bakgrunn av den fundamentale verdsettelsen at man besitter informasjon som tilsier at aksjen er verdt mer eller mindre enn det som reflekteres i markedsprisen.

¹²³ Young & O'Byrne (2001)

Aksjekursen til Eidesvik per 30.06.2007 på kr 64 vil bli lagt til grunn for handlestrategien. Det er nærliggende å tro at aksjekursen til Eidesvik vil svinge over tid. For å ta hensyn til dette velger jeg å lage et handlingsrom på $\pm 10\%$ rundt det endelige kursmålet. Figur 43 illustrerer handlestrategien jeg anbefaler.



Figur 43: Handlestrategi

Ut i fra figur 43 ovenfor kan man se at kursen på kr 64 som Eidesvik omsettes for per 30.06.2007, ligger godt under det nedre nivået som ble beregnet for å ta hensyn til naturlige svingninger i kursmålet.

Jeg anbefaler investorer som per 30.06.2007 er inne på eiersiden i Eidesvik å holde på Eidesvik aksjen. Investorene bør i tillegg vurdere å øke eksponeringen av Eidesvik aksjer dersom de har midler til det. Det er naturlig at aksjen vil svinge rundt verdiestimatet jeg kom frem til, og en salgsanbefaling vil ikke være aktuelt før kursen eventuelt passerer kr 84,2.

Min anbefaling til potensielle investorer som leter etter investeringsalternativ er å kjøpe Eidesvik aksjer. Min kjøpsanbefaling er gjeldende så lenge kursen på aksjen holder seg under kr 68,9. Dersom kursen passerer dette nivået mener jeg at aksjen er innenfor et intervall med naturlige kortsiktige svingninger, noe som svekker grunnlaget til å gi en kjøpsanbefaling.

På bakgrunn av min analyse og verdsettelse av Eidesvik mener jeg at kursmålet på kr 76,5 per 30.06.2007 er et fornuftig verdiestimat på aksjen. Signifikante endringer i markedsforhold, spesielt endringer i oljeprisen, vil kunne gi utslag på den fremtidige aksjekursen. Flåten til Eidesvik er imidlertid godt besatt med langsiktige kontrakter, noe som reduserer risikoen på kort sikt ved endringer i markedsforholdene.

Kildehenvisning

Litteratur

- Benninga, Simon (2000): *Financial Modeling*. 2nd ed. The MIT Press
Cambridge, Massachusetts London, England
- Bodie, Zvi, Kane, Alex & Marcus, Alan J. (2005): *Investments*. 6th ed. McGraw-Hill/Irwin, New York
- Boye, Hansen, Torgrimsen, Knut & Terje, Bjørn (2006): *Personlig Økonomi*,
23. utgave. Cappelen Akademiske Forlag, Oslo
- Brealey, Richard A. & Myers, Stewart C. (2003): *Principles of Corporate
Finance*. 7th ed. McGraw-Hill/Irwin, New York
- Damodaran, Aswath (2002): *Investment Valuation – Tools and Techniques for
Determining the Value of any Asset*, 2nd ed. John Wiley & Sons, Inc., New
York
- Evans, James R. & Olson, David L. (2003): *Statistics, Data Analysis, and
Decision Modeling*, 2nd ed. Prentice Hall, New Jersey
- Gjesdal, Frøystein & Johnsen, Thore (1999): *Kravsetting, lønnsomhetsanalyse
og verdivurdering*. Cappelen Akademiske Forlag, Oslo
- Hill, Charles W.L. and Jones, Gareth, R. (2001): *Strategic Management
Theory*, 5th ed. Houghton Mifflin Company, Boston/New York
- Jakobsen, Erik W. & Lien, Lasse B. (2001): *Ekspansjon – Strategi for
forretningsutvikling*, Gyldendal Fakta, Oslo
- Johnsen, Atle & Kvaal, Erlend (1999). *Regnskapsloven: Kommentar til lov av
17. juli 1998 nr. 56 om årsregnskapet m.v.* Cappelen Akademiske Forlag, Oslo
- Penman, Stephan H. (2004): *Financial Statement Analysis and Security
Valuation*, 2nd ed. McGraw-Hill/Irwin, New York
- Roos, Van Krogh, Roos (2002): *Innføring i strategi*, Gyldendal, Oslo
- Young, S. D & O'Byrne, S. F. (2001): *EVA and Value-Based Management – A
Practical Guide to Implementation*, McGraw-Hill, New York

Hjemmesider

- Eidesvik Offshore www.eidesvik.no
- Farstad Shipping www.farstad.no
- District Offshore www.dof.no
- Solstad Offshore www.solstad.no
- Gulfmark Offshore www.gulfmark.no
- Norges Bank www.norges-bank.no
- Merrill Lynch www.ml.no
- Standard & Poors www.standardpoors.com
- Oslo Børs www.osb.no
- DnB NOR www.dnbnor.no
- Norges Rederiforbund www.rederi.no
- Orion Securities www.securities.no
- Crystal Ball www.crystalball.com

Internettkilder

- Beskrivelse av AHTS og PSV www.dn.no 29.09.2006
- Makroanalyser www.dnbnor.no 17.01.07
- Supplymarkedet koker www.orapp.no 1.2.2007
- Uten norske skip, ingen norske sjøfolk www.rederi.no 14.02.2007
- Norsk skipsfart www.rederi.no 29.03.2007
- Jo, skipsfart er lønnsomt www.rederi.no 10.04.2007
- Stor etterspørsel etter seismiske fartøy www.offshore.no 14.06.2007
- Aksjekurser www.hegnar.no 30.06.2007
- Børsprosjektet NHH <http://mora.rente.nhh.no/borsprosjektet>

Rapporter

- DnB NOR Markets/Pareto Securities ASA: Eidesvik Offshore ASA Prospekt 2005
- R. S Platou AS: Måned rapport 31.12.06
- Orion Securities: Analyse av Eidesvik Offshore ASA, desember 2006
- 4. Kvartalsrapport 2006: Norwegian Shipowners` Association
- Norges Bank: Penger og kreditt 4/2006
- Orion Securities: Analyse av Eidesvik Offshore ASA, mars 2007

Årsrapporter

- Eidesvik Offshore ASA 2000 – 2006
- Farstad Shipping ASA 2000 – 2006
- District Offshore ASA 2000 – 2006
- Solstad Offshore ASA 2006
- Gulfmark Offshore ASA 2006

Lover

- Regnskapsloven av 17. juli 1998

Forelesningsnotater

- Knivsflå, Kjell H. (2006): Forelesningsnotater BUS 424 – Strategisk regnskapsanalyse, Norges Handelshøyskole, Bergen
- Knivsflå, Kjell H. (2006): Forelesningsnotater BUS 425 – Regnskapsanalyse og verdsettelse, Norges Handelshøyskole, Bergen

