

NORGES HANDELSHØYSKOLE



Bergen, 20. juni, 2006

Masterutredning i Økonomisk Styring
Veileder: Førsteamanuensis Kjell Henry Knivflå

STRATEGISK REGNSKAPSANALYSE OG VERDSETTELSE

AV

SOLSTAD OFFSHORE ASA



av

Maria Risholm

NORGES HANDELSHØYSKOLE

Denne utredningen er gjennomført som et ledd i masterstudiet i økonomisk-administrative fag ved Norges Handelshøyskole og godkjent som sådan. Godkjenningen innebærer ikke at Høyskolen innestår for de metoder som er anvendt, de resultater som er fremkommet eller de konklusjoner som er trukket i arbeidet.

FORORD

Denne oppgaven er skrevet som siste ledd i masterstudiet i økonomisk styring ved Norges Handelshøyskole. Oppgaven tar for seg en strategisk regnskapsanalyse og verdsettelse av det norske børsnoterte offshore supply selskapet Solstad Offshore ASA.

Da jeg gjennom studietiden har interessert meg mest for regnskaps- og finansfagene var verdsettelse av et selskap et naturlig valg av tema. At valget av selskap landet nettopp på Solstad Offshore skyldes flere årsaker. Jeg har i flere år interessert meg for offshore oljerelatert virksomhet. Denne interessen har forsterket seg i løpet av de siste par årene, mye grunnet den høye oljeprisen, og dens påvirkning på offshore oljerelaterte bedrifter. Selve supply bransjen var for meg ukjent inntil jeg fikk gode tips av min veileder, førsteamanuensis Kjell Henry Knivsflå ved Norges Handelshøyskole, om å se nærmere på denne bransjen. De ledende norske offshore supply selskapene er; Solstad Offshore, Farstad Shipping og District Offshore. Valget havnet på nettopp Solstad Offshore, da det tidligere er blitt gjort svært få lignende oppgaver på akkurat dette selskapet. De få som er blitt gjort, er flere år gamle.

Arbeidet med oppgaven har vært meget interessant og lærerikt, samt krevende i perioder. Underveis har jeg fått god hjelp og informasjon fra en rekke personer. Jeg vil her spesielt gi en takk til Eivind Kvilhaug i Solstad Offshore, Pål Dahl i SEB Enskilda, David Bichard i ODS-Petrodata og Arne W. Aanensen og Odd Sverre Samuelsen i R.G. Hagland. Sist, men ikke minst, ønsker jeg å gi en stor takk til min veileder, Kjell Henry Knivsflå, for meget dyktig veiledning gjennom hele oppgaven.

Bergen, juni 2006.

Maria Risholm

FORORD	1
<i>FIGURLISTE</i>	3
<i>TABELL LISTE</i>	3
1.0 INNLEDNING.....	4
1.1 MÅLSETNING	4
1.2 AVGRENSNING	4
1.3 STRUKTUREN I OPPGAVEN.....	5
2.0 PRESENTASJON AV BRANSJE OG VIRKSOMHET	6
2.1 FAKTA OM BRANSJEN	6
<i>2.1.1 Drivkreftene som styrer etterspørselen etter supply skip</i>	7
<i>2.1.2 Tilbydere i markedet</i>	13
2.2 FAKTA OM VIRKSOMHETEN – SOLSTAD OFFSHORE ASA	14
3.0 VALG AV VERDSETTELSESTEKNIKK.....	23
3.1 OVERSIKT OVER HOVEDTEKNIKKENE	23
<i>3.1.1 Fundamental verdsettelse</i>	23
<i>3.1.2 Komparativ verdsettelse</i>	24
<i>3.1.3 Opsjonsbasert verdsettelse</i>	25
3.2 VALG AV HOVEDTEKNIKK	25
3.3 RAMMEVERK FOR FUNDAMENTAL VERDSETTELSE	27
4.0 STRATEGISK ANALYSE.....	27
4.1 RAMMEVERK FOR STRATEGISK ANALYSE.....	28
4.2 EKSTERN ANALYSE	29
<i>4.2.1 Makro- trendanalyse</i>	29
<i>4.2.2 Porters fem krefter</i>	30
4.3 INTERNANALYSE – RESSURSBASERT ANALYSE.....	37
4.4 OPPSUMMERING OG KONKLUSJON.....	42
5.0 REGNSKAPSANALYSE	43
5.1 RAMMEVERK FOR REGNSKAPSANALYSE.....	44
5.2 PRESENTASJON AV RAPPORTERTE TALL.....	45
5.3 OMGRUPPERING FOR ANALYSE	49
5.4 ANALYSE AV MÅLEFEIL OG JUSTERING	52
5.5 RAMMEVERK FOR FORHOLDSTALLSANALYSE.....	55
6.0 ANALYSE AV RISIKO	56
6.1 ANALYSE AV KORTSIKTIG KREDITTRISIKO – LIKVIDITETSANALYSE.....	56
6.2 ANALYSE AV LANGSIKTIG KREDITTRISIKO – SOLIDITETSANALYSE.....	59
6.3 OPPSUMMERING – SYNTETISK RATING	61
6.4 ANALYSE AV HISTORISK AVKASTNINGSKRAV	61
7.0 ANALYSE AV LØNNSOMHET.....	66
7.1 ANALYSE AV EGENKAPITALRENTABILITET I FORHOLD TIL EGENKAPITALKRAVET	66
7.2 DEKOMPONERING AV EGENKAPITALRENTABILITET I FORHOLD TIL KRAV	69
7.3 ANALYSE AV VEKST	78
7.4 OPPSUMMERING – KONKLUSJON.....	81
8.0 FREMTIDSREGNSKAP	82
8.1 RAMMEVERK FOR FREMTIDSREGNSKAP.....	83
8.2 BUDSJETTERING TIL BUDSJETTHORISONTEN.....	83
8.3 AVKASTNINGSKRAV TIL BUDSJETTHORISONTEN, T	93
8.4 FREMSKRIVING ETTER BUDSJETTHORISONTEN.....	95
8.5 ANALYSE AV FREMTIDSREGNSKAP.....	96
9.0 FUNDAMENTAL VERDSETTELSE.....	99
9.1 OVERSIKT OVER FUNDAMENTALE VERDSETTELSESMETODER – OG MODELLER.....	99

9.2 VERDSETTELSE ETTER EGENKAPITALMETODEN	100
9.3 VERDSETTELSE ETTER TOTALKAPITALMETODEN	101
9.4 FØRSTE VERDIESTIMAT OG KONVERGENS MOT ENDELIG VERDIESTIMAT	103
9.5 SENSITIVITETSANALYSE	106
9.6 OPPSUMMERING OG KONKLUSJON	108
10.0 SUPPLERENDE VERDIVURDERING	109
10.1 KOMPARATIV VERDIVURDERING	109
10.2 SUBSTANSVERDIMETODEN	109
10.3 MULTIPLIKATORMETODEN	111
10.3.1 Egenkapitalmetoden	112
10.3.2 Selskapskapitalmetoden	113
10.4 OPPSUMMERING OG KONKLUSJON	115
11.0 OPPSUMMERING OG KONKLUSJON – HANDLINGSSTRATEGI	117
11.1 OPPSUMMERING OG KONKLUSJON	117
11.2 HANDLINGSSTRATEGI	118
12.0 KILDER.....	119

FIGURLISTE

FIGUR 1, ANTALL NYKONTRAHERINGER AV AHTS > 10 000 BHP OG PSV > 2000 DWT PÅ VERDENSBASIS	9
FIGUR 2, TILBYDERE I MARKEDET	13
FIGUR 3, KART OVER SELSKAPSSTRUKTUREN	16
FIGUR 4, FLÅTEOVERSIKT PER 1. MARS, 2006	19
FIGUR 5, FORDELING AV FRAKTINNTEKTER, 2005	20
FIGUR 6, AKSJONÆROVERSIKT PER 5. APRIL, 2006	21
FIGUR 7, SOLSTAD OFFSHORE ASA PÅ BØRS, 2001 – 2. 6. 2006	22
FIGUR 8, RAMMEVERK FOR FUNDAMENTAL VERDSETTELSE	27
FIGUR 9, RAMMEVERK FOR STRATEGISK ANALYSE	28
FIGUR 10, STRATEGISK ANALYSE, INTERN + EKSTERN; SWOT – MODELLEN	29
FIGUR 11, PORTERS FEM KREFTER	31
FIGUR 12, SUPERPROFIT PÅ KORT OG LANG SIKT	42
FIGUR 13, RAMMEVERK FOR REGNSKAPSANALYSE	44
FIGUR 14, RAMMEVERK FOR INVESTORORIENTERT OMGRUPPERING	49
FIGUR 15, RAMMEVERK FOR ANALYSE AV FORHOLDSTALL	55
FIGUR 16, DEKOMPONERING AV EGENKAPITALRENTABILITETEN	69
FIGUR 17, RAMMEVERK FOR FREMTIDSREGNSKAP	83
FIGUR 18, FREMGANGSMÅTE FOR KONVERGERING, SEKVENSIELL OPPDATERING AV VEKTENE	104

TABELL LISTE

TABELL 1, SYNTETISK RATING	61
TABELL 2, LØSNING MED HENSYN PÅ EGENKAPITALBETA	64
TABELL 3, UTREGNING AV EGENKAPITALKRAVET OVER ANALYSEÅRENE; 2001 TIL OG MED 2005	65
TABELL 4, OPPSUMMERING AV KRAV TIL DE ULIKE KAPITALER OVER ANALYSEPERIODEN; 2001 TIL OG MED 2005	65
TABELL 5, ANALYSE AV FULLSTENDIG OG NORMALISERT EGENKAPITALVEKST	79
TABELL 6, ANALYSE AV DRIFTSINNTEKTSVEKST	80
TABELL 7 OPPSUMMERING AV KRAV, EGENKAPITALRENTABILITET OG EGENKAPITALVEKST OVER BUDSJETTERINGSPERIODEN OG FREMSKRIVINGSPERIODEN	96

1.0 INNLEDNING

Siden Solstad Offshore ASA ble notert på Oslo Børs i 1997 har prisen per aksje lagt mellom ca 20 og 124 NOK, men det er bare i løpet av de siste to årene at prisen per aksje har kommet over 60 NOK. Fra 2004 har prisen på aksjen holdt seg mellom 60 og 124 NOK. Historisk sett, har aksjen de to siste årene derfor vært priset relativt høyt.

Problemstillingen i denne oppgaven er å finne ut om Solstad Offshore ASA aksjen per 1.6.2006, etter mine vurderinger, er korrekt priset på Oslo Børs.

1.1 Målsetning

Ut i fra ovennevnte problemstilling er målsetningen å komme frem til et best mulig estimat på verdien av egenkapitalen per utestående aksje for Solstad Offshore per 1.6.2006, for så å kunne gi en anbefaling om kjøp, salg eller hold av aksjen til potensielle/eksisterende investorer.

1.2 Avgrensning

Jeg vil peke på spesielt tre forhold hvor jeg har foretatt en konkret avgrensning av oppgaven.

Det første er valg av verdsettelsesteknikk. Jeg benytter to hovedteknikker i verdsettelsen. Dette er fundamental verdsettelse og komparativ verdsettelse. Jeg har ikke foretatt en opsjonsbasert verdsettelse. Begrunnelsen for dette er hovedsakelig at dette ikke er vanlig praksis blant analytikere som følger offshore supply selskaper, samt at innsikten fra en eventuell opsjonsbasert verdsettelse etter min vurdering ikke ville kunne tilføre oppgaven stor grad av verdi utover det jeg har fått fra fundamental og komparativ verdsettelse.

Den andre begrensingen i oppgaven er valg av komparative selskap i del to av oppgaven; regnskapsanalyse. Her har jeg valgt Farstad Shipping ASA og District Offshore ASA som de komparative selskapene. Dette er også et meget naturlig valg, da Farstad Shipping, District Offshore og Solstad Offshore er de tre største offshore supply selskapene som er notert på Oslo Børs. I tillegg er alle tre blant de 10 største offshore supply selskapene på verdensbasis. Spørsmålet er om jeg burde valgt flere selskap i den komparative bransjen. Da både flere norske samt utenlandske. For å få et bredere datamateriale å sammenligne med kan det argumenteres for at flere selskap burde vært tatt inn i komparativ bransje. Motargumentet er at jeg har fokusert på Solstad sine hovedkonkurrenter, som i stor grad er meget

sammenlignbare med Solstad både når det gjelder hovedmarked, type skip de tilbyr, samt eierstruktur.

Siste begrensning i oppgaven er valg av analyseperiode i del to; regnskapsanalysen. Jeg har her en analyseperiode fra 2001 frem til og med 2005. Dette er en relativ kort analyseperiode, men er valgt ut i fra praktiske hensyn, spesielt da med tanke på at tallmaterialet skal presenteres i denne oppgaven. Når dette er sagt vil jeg også poengtere at selskapet de siste årene har hatt en kraftig fornyelse av flåten deres, og satser i større grad innen markedet for store supply skip enn tidligere, slik at de siste årene for analyse vil på den måten være mest relevant.

1.3 Strukturen i oppgaven

Jeg har hovedsakelig basert oppgaven min på to fag jeg har hatt på masterstudiet i økonomisk styring ved Norges Handelshøyskole. Dette bærer oppgaven stor preg av, både når det gjelder terminologi, samt gangen i oppgaven. Fagene er; Strategisk Regnskapsanalyse, og Regnskapsanalyse og Verdsettelse, med foreleser; førsteamanuensis Kjell Henry Knivsfå.

Oppgaven deles i tre hoveddeler. Den første delen inneholder en omfattende beskrivelse av bransjen og Solstad Offshore ASA. Dette er tatt med for å gi leseren en god forståelse for selskapets virksomhet og markedssituasjon, og på den måten en bedre forståelse for flere av de valg jeg kommer til å ta underveis i oppgaven. I tillegg velger jeg i denne delen hvilke verdsettelsesteknikker som skal benyttes i oppgaven. Til slutt foretar jeg en strategisk analyse, hvor jeg ser på om forhold i bransjen og/eller ressurser internt i Solstad legger grunnlag for fremtidig egenkapitalrentabilitet utover egenkapitalkravet for selskapet.

I andre del av oppgaven foretar jeg en regnskapsanalyse av Solstad, hvor jeg blant annet utfører en analyse av risiko og lønnsomhet, og sammenligner med bransjen der dette er naturlig. Den strategiske analysen fra del en og regnskapsanalysen i del to legger grunnlaget for den fremtidige budsjetteringen og fremskrivingen i del tre. I del tre utarbeider jeg et fremtidsregnskap for så å foreta en konkret verdsettelse av egenkapitalen til Solstad Offshore ved hjelp av ulike verdsettelsesmetoder.

Oppgaven avsluttes med en oppsummering og konklusjon samt handlingsstrategi, hvor jeg presenterer det rent kvantitative estimatet på egenkapitalen per utestående aksje per 1.6. 2006. Jeg trekker her også inn innsikt fra den strategiske analysen og regnskapsanalysen.

2.0 PRESENTASJON AV BRANSJE OG VIRKSOMHET

I denne delen av oppgaven ønsker jeg først å presentere bransjen som Solstad Offshore ASA (heretter kalt Solstad) opererer i, for deretter å gi en presentasjon av Solstad spesielt.

2.1 Fakta om bransjen

Solstad inngår i en bransje, kalt offshore supply bransjen, som er tilbyder av mange av de tjenestene som er nødvendig for effektiv drift av offshore oljerelatert virksomhet. Dette kan være lete-/utbyggingsaktivitet samt produksjonsaktivitet. Eksempel på de tjenester som tilbyes av selskapene i denne bransjen er; frakt av utstyr til og fra oljeinstallasjoner, kabellegging, rørlegging, tauing av borerigger samt ankerhåndtering. Selskapene i bransjen går under betegnelsen forsyningsselskaper, eller supply selskaper. Jeg vil benytte betegnelsen supply i denne oppgaven. Selskapene er i besittelse av såkalte supply skip. Det er disse skipene som benyttes til å utføre de tjenestene som ble nevnt ovenfor. Man deler som oftest supply skipene inn i 7 kategorier, hvorav Solstad har fokuset per i dag på tre av disse; såkalte PSV, AHTS og CSV'ere. Hver av de tre skipstypene som Solstad tilbyr, opererer innen sine spesialsegment. (Solstad Årsrapport 2005). I og med at jeg i videre presentasjon av bransjen kommer til å se på utviklingen i de skipstypene som Solstad er tilbyder av ønsker jeg kort å presentere dem her, samt at det gir leseren en bedre forståelse av de tjenester selskapet kan tilby:

PSV = Platform Supply Vessels. Denne type skip leverer tjenester vedrørende transport av materiell til offshore installasjoner, som bore- og produksjonsanlegg, og støtter offshore konstruksjons og vedlikeholdsarbeid. De differensierer seg fra andre offshore supply skip ved deres store lastekapasitet og allsidighet. PSV'ene er blant annet brukt til transport av drivstoff, vann, borevæske, utstyr og proviant. Denne type skip driver altså med logistikken til og fra offshore installasjoner. (Solstad Årsrapport 2005, Eivind Kvilhaug i Solstad)

AHTS = Anchor Handling, Towing and Supply skip. Denne type skip benyttes til å sette ankerene for bore rigger, samt til tauing av mobile bore rigger og utstyr fra en plass til en annen. I tillegg kan disse båtene benyttes til å frakte utstyr (men ikke i så stor skala som PSV'ene). AHTS'ene karakteriseres ved at de har korte etterdekk og spesial utstyr, som for eksempel tauevinsjer. (www.GulfMark.com, Solstad Årsrapport 2005, Eivind Kvilhaug i Solstad)

CSV = Construction Support Vessels. CSV'ene leverer tjenester vedrørende utbygging av installasjoner over og under vann. Dette kan for eksempel være å koble nye bore brønner til

allerede eksisterende brønner, eller å legge rør fra olje installasjoner til havs, inn til land.¹
(Solstad Årsrapport 2005, Eivind Kvilhaug i Solstad)

Supply selskapene bistår som regel med alt; skip, befraktning, bemanning og teknisk oppfølging i deres oppdrag. Det økonomiske resultatet til supply selskapene er først og fremst påvirket direkte av den type skip, samt antallet skip, selskapene har i deres flåte, dagratene i markedet og flåteutnyttelse. Utnyttelsesgraden og dagratene er først og fremst påvirket av etterspørselen etter supply tjenester til produksjon, utbyggings- og leteaktivitet innen olje og gass sektoren. Tilbudet av skip for å møte etterspørselen er påvirket av forventningene til bore og produksjonsfasene til olje og gass industrien, samt tilgangen på kapital. (Gulfmark Offshore Årsrapport 2004). Jeg ønsker her å se spesielt nærmere på de drivkreftene som påvirker etterspørselen etter supply skip.

2.1.1 Drivkreftene som styrer etterspørselen etter supply skip

Det er hovedsakelig seks drivkrefter som styrer etterspørselen etter supply skip. Disse er:

- A) Oljeprisutviklingen*
- B) Kundenes behov*
- C) Omfang på igangværende produksjon*
- D) Utbyggingsaktivitet*
- E) Leteaktivitet*
- F) Nye markeder*

(Solstad Årsrapport 2004)

Jeg vil se på oljeprisen og kundenes behov generelt. Omfang på igangværende produksjon, utbyggings- og leteaktivitet vil jeg belyse ved å se på Nordsjøen samt norsk kontinentalsokkel spesielt. I tillegg vil jeg se på nye markeder, der jeg blant annet også kommer inn på produksjon, utbyggings- og leteaktivitet på det internasjonale markedet. Denne inndelingen foretas på grunn av at Nordsjøen er Solstad sitt hovedmarked. Jeg vil deretter gi en nærmere beskrivelse av ratenivået som supply skipene oppnår i markedet, samt gi en mer spesifikk

¹ Her, under beskrivelsen av bransjen, er fokuset først og fremst på markedet for PSV og AHTS'ene. Markedet for CSV'ene er et nokså nytt marked, bare 5 - 6 år gammelt. Det finnes derfor lite offentlig informasjon om CSV'ene. Dette markedet blir derimot nærmere forklart i beskrivelsen av Solstad selv, se punkt 2.2.

forklaring av Nordsjømarkedet. Til slutt i denne delen vil jeg presentere noen av de største tilbyderne av supply skip i det internasjonale markedet.

A) Oljeprisutviklingen

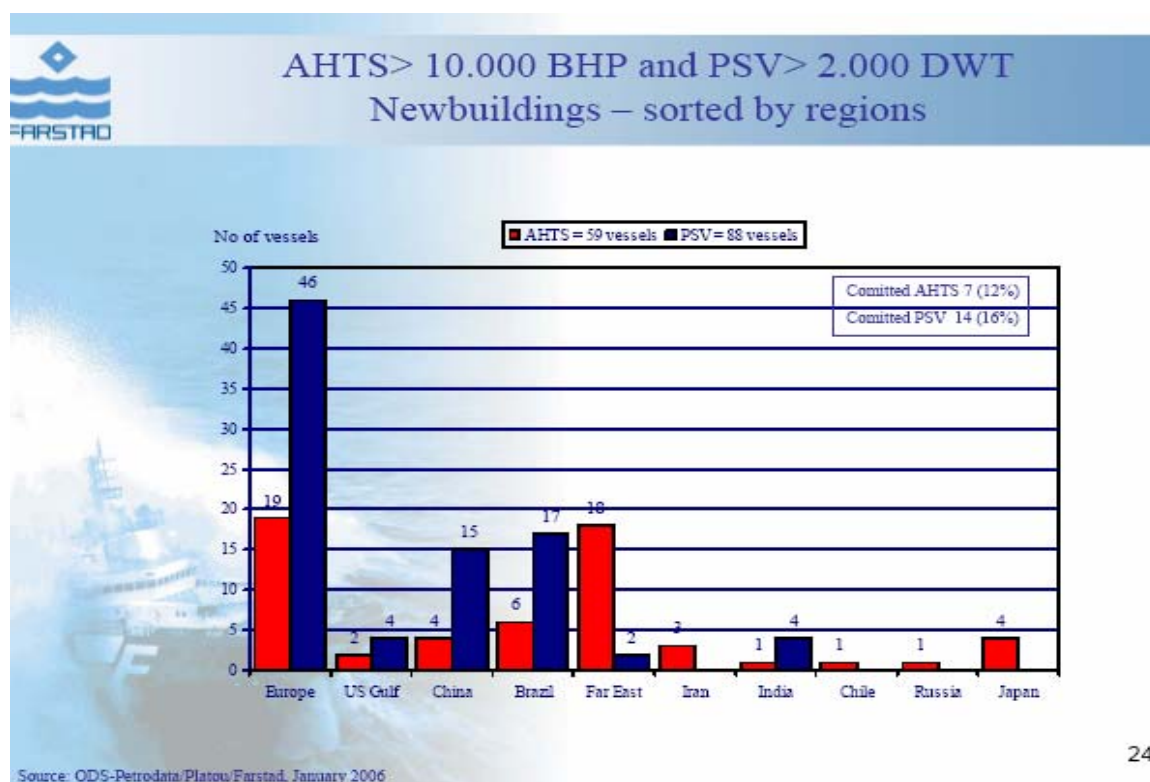
Prisen på olje er den faktoren som påvirker de resterende drivkreftene nevnt ovenfor i stor grad. I løpet av de siste to årene har oljeprisen vært over 70 dollar fatet. Relativ høy oljepris er også forventet å fortsette i de nærmeste årene. Hvor høy prisen faktisk kommer til å bli er det derimot uenighet om. Flere banker har i den siste tiden høynet deres fremtidige anslag på oljeprisen. Handelsbanken, Capital Markets, har et estimat for 2007 på 65 dollar. Deres estimat for perioden 2009 – 2012 er på 60 dollar fatet, og fra 2013 har de et estimat på 45 dollar. (www.dn.no; 23.1.2006). De store internasjonale investeringsbankene spår også høye fremtidige oljepriser. Goldman Sachs for eksempel spår en oljepris i løpet av de fire neste årene mellom 50 og 105 dollar fatet. (www.dn.no; 14.12.2005). På grunnlag av forventninger om økt oljepris i årene fremover, har dette ført til økt investeringsvilje hos flere av oljeselskapene (da deres inntjening i stor grad er direkte knyttet til oljeprisen) i forhold til leting, utbygging og produksjon offshore. Noe som igjen øker etterspørselen etter supply skip. (Solstad Årsrapport 2004)

B) Kundenes behov

De siste årene har man sett en kraftig fornyelse av flåten hos supply selskapene. Markedet etterspør store, moderne skip mye mer enn før – og denne utviklingen ser ut til å fortsette. De teknologiske kravene har endret seg betydelig etter hvert som oljeaktiviteten til en viss grad har beveget seg fra grunnere til dypere farvann. Dypvanns- feltene er ofte preget av værharde og krevende forhold, og teknologiske endringer har derfor vært nødvendig for at skipene kan operere effektivt og sikkert. Den økte aktiviteten på dypere farvann kombinert med fokus på sikker drift har ført til endrede krav når det blant annet gjelder skipenes motorkapasitet, støynivå om bord på skipene, manøvreringsdyktighet samt vinsje- kapasiteten til AHTS'ene. I tillegg til dette har oljeselskapene de siste årene satt høyt fokus på kostnadsbesparelser. Det har derfor vært nødvendig med skip som har større lastekapasitet, slik at man på den måten har oppnådd rasjonalisering av transporten til og fra oljeinstallasjonene. Denne utviklingen har ført til at oljeselskapene benytter færre, men større PSV'ere. Det er også en tendens til at oljeselskapene hyrer båter sammen, for på den måten å oppnå kostnadsbesparelser. Enkelte selskaper har policy på å ikke hyre skip eldre enn 20 år, mye på grunn av sikkerhetsmessige årsaker. Denne policyen forventes å adopteres av andre selskaper også. Problemet eiere av

båter over 20 år møter er at disse båtene lett kan hyres for meget lave dagrater, i forhold til nyere båter. Kundene har høyere betalingsvillighet for nyere og mer moderne båter. For å være konkurransedyktige har supply selskapene derfor vært nødt til å ha en flåte som reflekterer kundenes ønsker og behov. På grunn av dette ser man stor grad av nybyggingsaktivitet både av store og mindre supply skip. Siden det er store skip som er hovedsegmentet til Solstad velger jeg å fokusere på utviklingen innen dette markedet. (R.S. Platou (2004), Farstad Årsrapport 2004)

I dag er det totalt 354 PSV'ere større enn 2.000 DWT (dead weight tonn) og 234 AHTS'ere større enn 10.000 BHP (breakhorse power). (Skip med motorkapasitet av denne størrelsesorden betegnes fra nå av som store skip). Dette utgjør 30 % av verdens 1.900 PSV og AHTS'ere. Antallet store PSV og AHTS'ere kommer til å øke de nærmeste årene. Per i dag er det i alt 59 store AHTS'ere og 88 store PSV'ere under konstruksjon. (Farstad kvartalsrapport 4. kvartal 2005, Solstad Årsrapport 2005).



24

Figur 1, Antall nykontraheringer av AHTS > 10 000 BHP og PSV > 2000 DWT på verdensbasis. (Farstad kvartalsrapport 4. kvartal 2005)

Figur 1 viser at de fleste av skipene som er under bygging av store AHTS'ere og PSV'ere på bygging hos verft i Europa, mange av disse hos norske verft. Men også Kina, Brasil, India og Østen har mange skip under bygging. De fleste av disse skipene vil bli ferdig i 2006 og 2007, resten vil bli ferdigstilt i 2008. (ODS – Petrodata Ltd (2004), Farstad Kvartalsrapport 4. kvartal 2005.)

C, D og E) Omfang på igangværende produksjon, utbyggingsaktivitet og leteaktivitet i Nordsjømarkedet samt norsk kontinentalsokkel generelt

Flere av de store oljeselskapene som opererer i Nordsjøen forteller om økte investeringer i utbyggings og leteaktivitet både i Nordsjøen (samt norsk kontinentalsokkel generelt) og internasjonalt de neste 2-3 årene, mye grunnet økt oljepris, som nevnt tidligere. Blant annet har Norges olje- og energidepartement gitt flere nye utvinningstillatelser (31) i Nordsjøen og på Haltenbanken (14) i Norskehavet den siste tiden. Samtidig er det allerede flere store utbyggingsprosjekter på gang. Til tross for rekordhøye oljepriser, krypende oljereserver (lokalisererte) og at norske myndigheter har gitt oljeselskapene mange nye leteblokker, så øker leteaktiviteten med langt mindre enn ønsket. Mye av årsaken til dette er mangelen på rigger. Etterspørselen er større enn tilbudet. Dette gjelder i Norge og internasjonalt. Det norske riggmarkedet vil ikke kunne betjene mer enn 20 – 30 letebrønner frem mot 2015. Problemet med dette er at oljeaktiviteten på lengre sikt vil bli lavere enn den ellers kunne ha vært med nok rigger i markedet. Det er derimot viktig å forstå at det etterspørres flest supply skip til allerede eksisterende produksjon. Etterspørselen etter supply skip til utbyggingsaktiviteter og leteaktivitet er en betraktelig lavere andel enn den til igangværende produksjon. Poenget er bare å vise at etterspørselen etter supply skip kunne vært en del høyere hadde det vært nok rigger i markedet til å dekke etterspørselen, og at etterspørselen etter supply skip vil øke når flere rigger kommer på markedet. (ODS – Petrodata Ltd (2004) Solstad Årsrapport 2004, www.statoil.com, Farstad Årsrapport 2005).

F) Nye markeder; produksjon, utbyggings- og leteaktivitet

Tradisjonelt har Nordsjøen vært det viktigste markedet for de store, moderne, supply skipene, og det er fremdeles det viktigste markedet (grunnet harde værforhold, og operasjoner på meget dypt vann), men de siste årene har man sett en økt etterspørsel etter store supply skip også i andre områder. Dette på grunn av økt leteaktivitet etter olje og gass i andre dypvannsområder, spesielt i Brasil, Mexicogulfen, Vest-Afrika og Østen/Australia. Som en følge av dette ser man en økt forflytning av spesielt AHTS'ere av høy spesifisering og med

høy motorkraft, fra Nordsjøen til ovennevnte områder. (Solstad Årsrapport 1999). Når det gjelder PSV'ere > 2.000 DWT har det skjedd en betraktelig økning i antallet både i Nordsjøen, samt Mexicogulfen, Sør Amerika, Østen/Australia/Kina, Vest Afrika og Middelhavet. (Solstad Årsrapport 2005, Farstad Kvartalsrapport 4. kvartal 2005)

Innen offshore lete-, utbyggings- og driftsaktiviteter er det estimert at årlige investeringer internasjonalt vil overstige 100 milliarder USD de neste årene. I løpet av de kommende 5 årene er det forventet at 39 % av verdens oljeproduksjon vil foregå offshore. Dette mot 34 % i 2005. Det er også estimert at produksjonen på dypt vann vil øke til 16 % i løpet av de 5 neste årene, fra 6 % i 2005. Denne trenden er positiv for offshore supply bransjen, og spesielt for de selskaper som fokuserer på båter med stor motorkapasitet spesielt egnet til operasjoner i dypere farvann, herav Solstad. (Bourbon 4. kvartal 2005)

Jeg vil her se nærmere på det internasjonale rigggmarkedet, da økt etterspørsel etter flytende borerigger betyr økt leteaktivitet, som tidligere nevnt. Spesielt konsentrere jeg meg om å se nærmere på jack-ups og semisubmersibles (to ulike typer flytende borerigger).

På verdensbasis er det en svakt stigende økning i antall jack-ups, spesielt i områdene Asia Pacific, Midt-Østen, Sentral og Sør Amerika. Forventet total etterspørsel på verdensbasis i desember 2006 er på 407 rigger, hvorav totalt tilbud er på 393 rigger. (Farstad, kvartalsrapport fra 4. kvartal 2005). Per jack-up rigg er det i snitt en etterspørsel på 1,75 supply skip. (BOURBON, 4.kvartal. 2005). Markedet for semisubmersibles er noe annerledes. I nord og vest Europa har det siden januar 2004 vært et økende antall rigger på markedet, denne tendensen er estimert til å fortsette også i 2006. Den samme tendensen ser man i mer eller mindre grad også for de andre områdene i verden. Estimert total etterspørsel på verdensbasis for desember 2006 er på 177 rigger, hvorav tilbudet bare er på 164. For offshore- supply bransjen er økningen i antall offshore borerigger bra, da dette øker etterspørselen etter supply skip til blant annet befraktning og ankerhåndtering, i og med at etterspørselen etter rigger er høyere enn tilbudet. (Farstad Kvartalsrapport 4. kvartal 2005).

Ratenivået

Jeg vil her presentere en kort oversikt over hvordan ratenivåene på supply skipene fastsettes i markedet. Jeg fokuserer på hva som er en "normal" måte for hvordan ratene dannes, men det finnes mange unntak fra det som presenteres her.

Supply selskapene kan velge mellom å ha skipene deres i spot markedet eller periode markedet. Spot markedet er kontrakter inngått opp til og med 30 dager. Periode markedet er kontrakter fra 30 dager og mer. (R.S. Platou Offshore (31.12.2005))

Spot markedet karakteriseres som et tilnærmet perfekt marked, hvor ratenivåene oppstår på bakgrunn av hovedsakelig tilbuds-/etterspørselsforhold. Selv på en dag kan et skip som opererer i spot markedet oppnå svært ulike ratenivå. Det er dermed meget risikabelt å ha skip i spot markedet. AHTS'ene kan for eksempel i gode tider oppnå dagrater på 700 000 NOK, mens i dårlige tider kan dagratene være nede i 100 000 NOK. (Odd Sverre Samuelsen i R.G. Hagland, Eivind Kvilhaug i Solstad,)

Kontrakter som inngås i periode markedet forholder seg til et fastsatt ratenivå over kontraktsperioden. Raten er også her hovedsakelig satt som en følge av tilbuds-/etterspørselsforhold på det tidspunkt kontrakten inngås. Dersom kontraktene er på flere år, er det som regel en klausul i kontrakten om eskalering av raten for hvert av de fremtidige kontraktsårene. Raten blir da eskalert på basis av to forhold; reell økning i lønnskostnader for mannskapene om bord på skipene, samt økning i andre driftskostnader knyttet til skipene. Økningen i andre driftskostnader blir målt ved endring i konsumprisindeksen fra ett år til et annet. Dersom det er knyttet opsjoner til kontraktene er det alltid befrakter (kunden) som sitter på opsjonene, og ikke supply selskapene. Hvis opsjonene blir utøvd, vil ratenivået være det opprinnelige ratenivået som kontrakten ble inngått på, justert for eskalering over perioden frem til utøvelsestidspunktet. På grunn av høyere risiko i spotmarkedet ser man at de fleste supply selskapene har skipene sine på lengre kontrakter, da også gjerne med opsjoner til fornyelse. (Odd Sverre Samuelsen i R. G Hagland)

Nordsjømarkedet

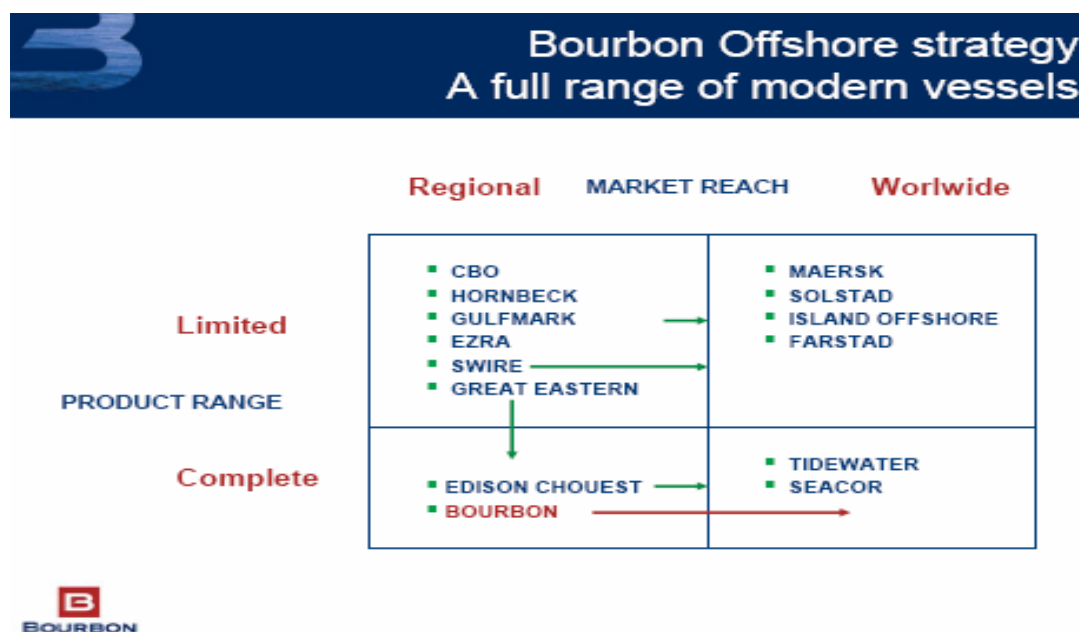
Et kjennemerke for Nordsjøen er dets effektive spot marked. Tradisjonelt har antallet skip i spotmarkedet her lagt på 20 - 25 % av samlet etterspørsel her. De siste par årene har dette omfattet mellom 35 og 45 skip. (ODS – Petrodata Ltd, (2004))

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. I 2006 er det ventet en utnyttelsesgrad på 95 %. Dersom utnyttelsesgraden kommer over 90 %, oppnår markedet tilfredsstillende rater. Kommer utnyttelsesgraden over 95 % oppnåes et svært godt ratenivå. Siden Solstad kom på børs i 1997 har det vært en gjennomsnittlig utnyttelsesrate på 91,4 % - hvor det estimerte anslaget for 2006 er det høyeste siden den gang. (Farstad Kvartalsrapport fra 4. kvartal 2005, samt 1. kvartal 2006, ODS – Petrodata, (2004))

2.1.2 Tilbydere i markedet

Det er litt forskjell på hvilken type skip de ulike selskapene innen offshore supply bransjen har valgt å fokusere på, samt om de velger å operere regionalt eller på verdensbasis. Nedenfor vises en oversikt over strategien til noen av de største aktørene på markedet, da i forhold til om de opererer regionalt eller på verdensbasis, og om de tilbyr et begrenset utvalg av supply skip eller om de tilbyr hele spekteret.



Figur 2, Tilbydere i markedet

(www.bourbon-online.com) Modern vessels = skip bygd etter 1995

Figur 2 viser at Solstad får følge av Mærsk, Island Offshore og Farstad Shipping (heretter kalt Farstad) i deres valg av strategisk plassering. Alle disse selskapene tilbyr et begrenset utvalg skip, men er tilbydere på det internasjonale markedet generelt. Når det gjelder markedet for store AHTS og PSV'ere er Solstad blant de ti største på verdensbasis (målt i flåtestørrelse).

Selskapet har den tredje største flåten av AHTS større enn 10.000 BHP, delt med Chinese Owners. Farstad ligger på andreplass, mens Mærsk har et betydelig større antall av denne type skip enn alle de andre aktørene i bransjen. De ti største tilbyderne av denne type skip (store AHTS og PSV'ere samlet) er; Bourbon Offshore, Mærsk, Edison Chouest, Tidewater, Farstad Shipping, Gulf Offshore, Solstad Offshore, District Offshore (DOF), Chinese owners og Swire, nevnt i riktig rekkefølge. Tre av de børsnoterte norske supply selskapene er altså blant de ti største (Farstad, Solstad og DOF), hvorav Solstad er nest størst av de norske, etter Farstad. (Farstad Kvartalsrapport 4. kvartal 2005, www.bourbon-online.com)

2.2 Fakta om virksomheten – Solstad Offshore ASA

Solstad Offshore ASA drives hovedsakelig fra Skudeneshavn i Norge og Aberdeen i Irland, med hovedkontoret i Skudeneshavn. Selskapet har også store eierandeler i selskap i Rio de Janeiro i Brasil, samt i Singapore. Solstad er det nest største supply selskapet notert på Oslo Børs (målt ut fra flåtestørrelse). Selskapet bistår med alt; befraktning, bemanning og teknisk oppfølging i deres oppdrag. (Solstad Årsrapport fra 2004)

Historikk

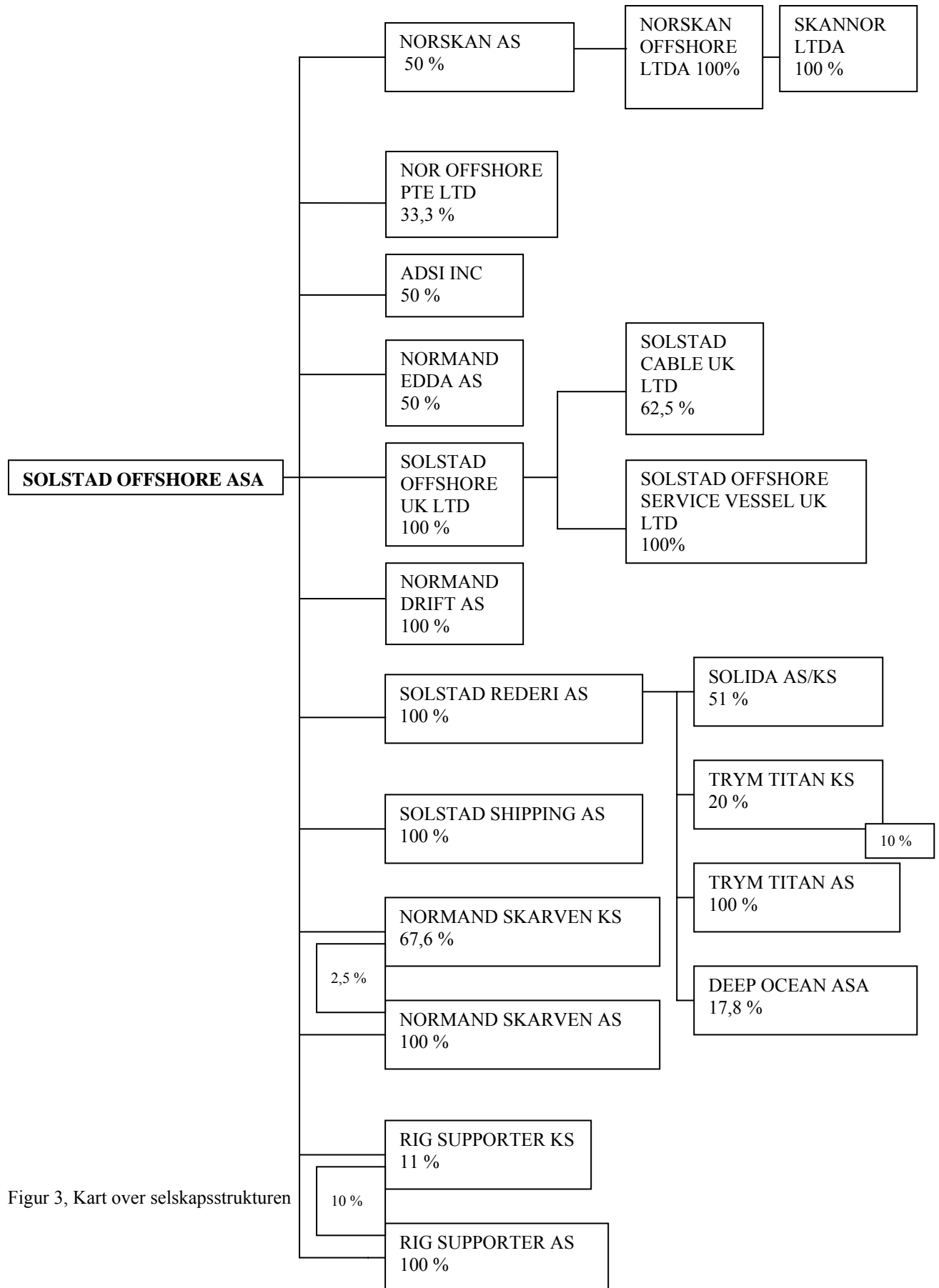
Solstad Offshore ASA har sin opprinnelse fra Solstad Rederi. Solstad Rederi ble grunnlagt i 1964 av Johannes Solstad. De første ti årene kjøpte og opererte selskapet dry cargo skip. Dette er skip av mer generell karakter, som kan transportere mange ulike typer last. I 1973 startet selskapet derimot å spesialisere seg innen offshore oljerelatert virksomhet. Det var da de første supply skipene ble bestilt. Fra 1974 og frem til 1982, eide og opererte selskapet både supply skip samt dry cargo skip. I 1982 ble det siste dry cargo skipet solgt, og selskapet har siden den gang konsentrert seg hovedsakelig om supply skip. I oktober 1997 ble selskapet notert på Oslo børs under navnet Solstad Offshore ASA. Selskapet har ca 780 ansatte. Totalt er 740 av disse seilende, hvorav 621 av de seilende er norske sjøfolk. (Solstad Årsrapport 2004 og 2005)

Forretningsidé, Målsetning og Strategi

Selskapets forretningsidé er å drive lønnsom integrert rederivirksomhet med skipstyper av høy spesifisering basert på egne eller innleide skip. Selskapet har en målsetning om å være en betydelig aktør og tilbyder av et vidt spekter av tjenester med grunnlag i skip og utstyr av høy kvalitet, samt personale med utstrakt maritim kompetanse. I Nordsjøen er målet fortsatt å

være blant de toneangivende offshorerederier. Internasjonalt vil selskapet være en større aktør innenfor aktivitet rettet mot dypvannsområder, og mot undervanns-/konstruksjonstjenester. Strategien til Solstad er å levere kundetilpassede løsninger og kvalitetstjenester, samt aktivt videreutvikle tjenestetilbudet i nært samarbeid med nåværende og nye kunder. (Solstad Årsrapport 2004)

SELSKAPSSTRUKTUR



Figur 3, Kart over selskapsstrukturen

Beskrivelse av figur 3, selskapsstrukturen

Solstad Offshore ASA er holdingselskapet i konsernet, og hovedaktiviteten er da eie av aksjer i de ulike datterselskaper og andre selskapsinvesteringer. Av norske datterselskaper er Solstad Shipping AS disponentselskapet, hvor øverste ledelsen sitter, og markedsføringen pågår. Solstad Rederi AS er det skipseiende/-leiende og rederibeskattede selskapet. Normand Drift AS omfatter virksomhet som ikke kommer inn under rederibeskatningsreglene. Solstad Offshore ASA har 100 % eierandel i Solstad Offshore UK Ltd som ligger i Aberdeen, 50 % eierandel i NorSkan Offshore Ltda i Rio de Janeiro, hvorav DOF eier de resterende 50 %. Dette samarbeidet er inngått for å kunne ta del i det populære brasilianske markedet, som bærer preg av inngåelse av kontrakter over flere år. Myndighetene i Brasil favoriserer derimot kontrakter til lokale selskaper, samt båter med brasiliansk flagg. Dette er mye av årsaken til at NorSkan Offshore Ltda ble dannet. (Eivind Kvilhaug i Solstad, Solstad Årsrapport 2004)

I tillegg har Solstad en eierandel på 17,8 % i selskapet DeepOcean AS. (Solstad har i løpet av vinteren 2006 solgt seg ned fra en eierandel på 33,33 % til 17,8 % i dette selskapet). DeepOcean driver med leveranse av undervannsrelaterte tjenester som inspeksjon, kartlegging, vedlikehold og reparasjoner. (DagensNæringsliv, (25.2.2006)). Solstad Offshore ASA eier DeepOcean sammen med Østensjø Rederi og ledende ansatte. DeepOcean ble stiftet i 1999, som en følge av økt etterspørsel etter undervannstjenester og skip av typen CSV'ere. Utover dette har Solstad Offshore ASA investeringer i 100 % eide skip gjennom Solstad Rederi AS og Solstad Offshore UK Ltd, i tillegg til at konsernet har flere investeringer i deleide skipseiende selskaper (største eksterne eiere i de deleide selskapene er Ullstein Mekaniske verksted Holding ASA konsernet og Borgsteingruppen). (Solstad Årsrapport 2004, Eivind Kvilhaug i Solstad).

Virksomhetsområde

Solstad sitt kjerneområde har først og fremst vært å tilby tjenester innen supply- og ankerhåndtering i forbindelse med offshore oljerelatert virksomhet, hovedsakelig i dypt farvann og med større skip. Da i form av PSV og AHTS'ere. De siste årene derimot har selskapet skaffet seg mange CSV'ere, og markedet for installasjons- og konstruksjonstjenester over og under vann er for selskapet blitt et satsingsområde. Dette på grunn av økt subsea aktivitet og behov for den type tjenester CSV'ene kan utføre. Per i dag er Solstad det selskapet med den mest moderne, og mest sofistikerte flåten av CSV'ere. (Eivind Kvilhaug i Solstad)

Til nå i oppgaven har jeg mest fokusert på markedet for store PSV og AHTS'ere. Jeg vil her derfor foreta en kort beskrivelse av markedet for CSV'ene, og relatere det direkte mot Solstad. Dette markedet er delt inn i tre delmarkeder som går ved forkortelsene: SURF, IMR og Survey. SURF (Subsea Umbilicals Risers & Flowlines) markedet er det mest krevende av disse tre markedene, og hvor Solstad har flest av deres CSV'ere. CSV'ene er i dette markedet hovedsakelig hjelpeløse med installasjoner på havbunnen. Det er også CSV'ene innen SURF markedet som er de "viktigste" skipene i et subsea konstruksjons prosjekt. Det er denne type skip som drar inn mest inntekter, men som også er de mest kapitalintensive skipene. I IMR markedet (Inspection, Maintenance and Repair) brukes skipene til inspeksjon, vedlikehold og reparasjoner. I Survey markedet benyttes skipene hovedsakelig til kartlegging av havbunnen og inspeksjon. (Eivind Kvilhaug i Solstad)

Spesielt positive trender i Nordsjøen for CSV'ene er; høy utnyttelsesgrad på grunn av begrenset antall skip av denne typen, og økt fokus fra oljeselskapene på utvinning av produksjonsfelt i nærheten av eksisterende infrastruktur. Et par grunner til bekymring i dette markedet er at selskap som produserer rørledninger ikke har kapasitet til å produsere nok. I tillegg er det meget begrenset, og kamp om dyktig mannskap til å håndtere denne type skip. (Sistnevnte problem gjelder derimot for supply selskapene og deres skip generelt). (Eivind Kvilhaug i Solstad)

Selskapets flåte og kontraktsoversikt per 1. mars 2006:

					2006	2007	2008	2009	2010	
FLEET LIST										
CONTRACT COVERAGE PER 1. MARCH 2006										
Built year	Design	BHP	DWT							
CONSTRUCTION SERVICE VESSEL (CSV)										
2007	VS 4420	26 000	10 000	Normand tbn 2	Delivery May 2007					
2006	VS 4204	31 000	8 600	Normand Installer	200 d/8 year + option	■	■	■	■	■
2002	UT 737	9 860	4 000	Normand Flower	03/2008 + option	■	■	■	■	■
2002	P 103	13 000	4 100	Normand Mermaid	11/2007 + option	■	■	■	■	■
2001	VS 4125	10 600	10 000	Normand Clipper	06/2009 + option	■	■	■	■	■
2001	VS 4125	10 600	10 000	Normand Cutter	05/2007 + option	■	■	■	■	■
1999	UT 742	27 800	5 292	Normand Pioneer	180 days/year + option	■	■	■	■	■
1999	UT 742	27 800	5 292	Normand Progress	12/2006	■	■	■	■	■
1983	UT 705	6 000	3 191	Normand Tonjer	12/2006 + option	■	■	■	■	■
LARGE ANCHORHANDLING VESSEL (AHTS)										
2007	VS 490	20 000	5 000	Normand tbn 1	Delivery February 2007					
2003	A 101	23 500	3 700	Normand Master	Spot					
2002	A 101	23 500	3 700	Normand Mariner	150 days/2006	■				
2002	VS 480	20 000	4 138	Normand Ivan	02/2008 + option	■	■	■	■	■
2000	UT 722 L	16 800	2 873	Normand Borg	02/2008	■	■	■	■	■
1997	UT 740	19 400	4 200	Normand Atlantic	02/2008 + option	■	■	■	■	■
1996	UT 740	19 400	4 200	Normand Neptun	Spot					
SMALLER ANCHORHANDLING VESSEL (AHTS)										
2003	UT 710	10 800	1 500	Seabulk South Atlantic	09/2008 (1)	■	■	■	■	■
1985	UT 718	18 000	2 500	Normand Mjolne	Spot					
1985	UT 718	18 000	2 500	Normand Draupne	06/2006 + option	■	■	■	■	■
1985	UT 712	12 000	2 000	Normand Jarl	06/2006	■	■	■	■	■
1985	UT 716	13 000	2 500	Normand Skarven	05/2008	■	■	■	■	■
1985	Sats 140	12 000	2 320	Normand Titan	100 days/2006	■				
1984	UT 712	12 000	2 000	Normand Drott	06/2006	■	■	■	■	■
1984	ME 303	12 728	2 200	Normand Trym	08/2006	■	■	■	■	■
1983	UT 704 L	9 200	1 875	Normand Prosper	10/2006	■	■	■	■	■
1982	Hommelvik	9 800	1 370	Normand Hunter	12/2006	■	■	■	■	■
1982	UT 704	9 200	1 820	Normand Ranger	07/2007 + option	■	■	■	■	■
PLATFORM SUPPLY VESSEL (PSV)										
2005	P 105	9 900	4 900	Normand Aurora	11/2006 + option	■	■	■	■	■
2005	VS 4420	9 500	6 400	Normand Skipper	04/2010 + option	■	■	■	■	■
2003	UT 745 E	9 600	4 400	Normand Flipper	04/2006 + option	■	■	■	■	■
1998	UT 745	10 300	4 587	Normand Vester	05/2008 + option	■	■	■	■	■
1996	UT 745	10 300	4 560	Normand Carrier	04/2006	■	■	■	■	■
VESSELS OWNED BY NORSKAN OFFSHORE LTDA.										
2007	UT732L	16 800	3 000	NorSkan tbn 2	Delivery April 2007					
2006	UT 722L	16 800	3 000	NorSkan tbn 1	Delivery June 2006	■	■	■	■	■
2005	UT 722 L	16 800	2 873	NorSkan Copacabana	06/2013	■	■	■	■	■
2004	UT 755L	5 500	3 000	NorSkan Leblon	05/2006	■	■	■	■	■
2003	UT 755L	5 500	3 000	NorSkan Flamengo	09/2007	■	■	■	■	■
VESSELS OWNED AND ON BARE BOAT TO NOR OFFSHORE PTE. LTD.										
2007	KHAM CHUAN	10 880	1 800	Nor tbn 2	Delivery October 2007 (1)					
2006	KHAM CHUAN	8 000	1 800	Nor tbn 1	Delivery March 2006 (1)					
2005	KHAM CHUAN	5 500	1 800	Nor Star	03/2008 + option	■	■	■	■	■
2005	KHAM CHUAN	5 500	1 800	Nor Sea	05/2006 + option	■	■	■	■	■
2005	KHAM CHUAN	8 000	1 800	Jaya Supporter	07/2006 (1)	■	■	■	■	■

Some of the charterparties include clauses which under certain conditions gives the charter the right to cancel.

■ Contract
□ Charters Option

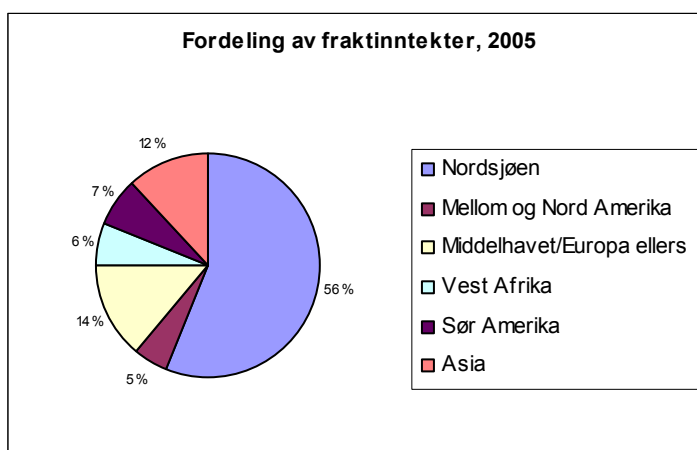
(1) Bare Boat

Figur 4, Flåteoversikt per 1. mars, 2006
(Solstad Kvartalsrapport 1. kvartal 2006)

Solstad er kjent for å være en dyktig aktør i spot markedet, og har vanligvis flere av deres AHTS'ere plassert i dette markedet. Dette bekreftes også i flåteoversikten i figur 4. Flesteparten av skipene deres derimot er på kontrakter til 2007 og lengre. Flere av kundene har opsjoner til fornyelse av kontraktene helt frem til 2010. Selskapet eier per 1. mars 2006 helt/delvis eller leaset til sammen 35 skip, i tillegg til å ha fem nybygg i ordre. Skipene til Solstad opererer over store deler av verden, hvorav over halvparten har oppdrag utenfor Nordsjøen. Fra kontorene i Skudeneshavn og Aberdeen, operer selskapet en flåte på 29 skip. 2 av disse er på oppdrag på Brasiliansk kontinentalsokkel, 1 i Mexico Gulfen, 1 i Middelhavet, 1 i Vest Afrika, 4 i Asia og de resterende 20 i Nordsjøen. Det brasilianske selskapet NorSkan Offshore Ltda. (hvorav Solstad eier 50 %) har 3 skip (to PSV'er 1 AHTS og to AHTS under bygging), og Nor Offshore Pte Ltd i Singapore (hvorav Solstad eier 1/3) har tre mindre skip (AHTS'er med 2 skip under bygging). (Solstad, Kvartalsrapport 4, kvartal 2005, Evind Kvilhaug i Solstad)

Operasjonsområde

Det viktigste markedet for Solstad er, som nevnt tidligere, Nordsjøen. De siste årene derimot har selskapet økt deres tilstedeværelse i det internasjonale markedet generelt. Selskapets policy er å være der ratene er høyest, noe som fører til forflytninger av skipene over store deler av verden. I 2005 kom hele 44 % av selskapets inntekter fra aktivitet utenfor Nordsjøen. Solstad opererer i (utenom Nordsjøen), Mellom og Nord Amerika, Middelhavet/Europa, Vest Afrika, Sør Amerika og Asia. Figur 5 viser fordelingen av fraktinntektene over de ulike områdene for 2005.



Figur 5, Fordeling av fraktinntekter, 2005
(Solstad Årsrapport 2005)

Hovedaksjonærer:

Et av hovedprinsippene til Solstad når det gjelder aksjonærforhold er likebehandling av aksjonærene samt fri omsettelighet av aksjene. Selskapets aksjer er kategorisert med middels likviditet. (DagensNæringsliv; Børs & Marked). Figur 6 gir en oversikt over de 20 største aksjonærene i selskapet per 5. april 2006.

Aksjonæroversikt per 5. april 2006, 20 største aksjonærene	% av antall utestående aksjer (37 791 266)
Navn:	
SOLSTAD INVEST A/S	18,80
SOLSTAD TRADING A/S	18,00
SOFF INVEST A/S	11,82
ODIN NORDEN	7,01
SKAGEN VEKST	5,27
PARETO AKSJE NORGE	3,96
BROWN BROTHER, FIDELITY FUNDS	3,44
PARETO AKTIV	1,81
MORGAN STANLEY	1,44
ODIN OFFSHORE ODIN FORVALTNING AS	1,39
MP PENSJON	1,22
DEUTSCHE BANK AG LON	0,90
SOLSTAD CO AS	0,82
TEIGEN FRODE NAKA RACHA TLD	0,79
ODIN MARITIM	0,73
DFA-INTL SML CAP VAL	0,67
FIDELITY FUNDS NORDIC	0,54
ODIN NORDEN II	0,49
BJØRGVIN AS	0,46
RBC DEXIA INVESTORS S/A	0,44

Figur 6, Aksjonæroversikt per 5. april, 2006

Utover at Solstad familien besitter ca 48 % av aksjene, og sitter som langsiktige eiere, preges aksjonærlisten av institusjonelle investorer, hvor flere av investorene er velrenommerte meglerhus og investeringsbanker fra både Norge og utlandet. Sum utestående antall aksjer pr 31.12.2005 var på 37 791 266, i tillegg har Solstad 2 894 egne aksjer. (Solstad Årsrapport 2005, Eivind Kvilhaug i Solstad)

Ledelsen og menneskelige ressurser

Solstad Offshore ASA er et familiedominert selskap, og har vært det siden selskapet ble opprettet. Flere av familiemedlemmene besitter stillinger både i styret og ledelsen. Johannes Solstad er styrets nestleder, Per Gunnar Solstad er styremedlem, og Lars Peder Solstad er

administrerende direktør. (De resterende styremedlemmene er; Harald Eikesdal (styrets leder), Toril Eidesvik, og Arne Austreid). Johannes Solstad, Per Gunnar Solstad og Lars Peder Solstad er alle i besittelse av aksjer i selskapet. Lignende styring og eierskap er vanlig blant rederiselskaper generelt. (Bjørnland, Dag et. al (2002))

Sven Stakkested er viseadministrerende direktør. Han har jobbet i selskapet i mange år, og er utdannet siviløkonom fra Norges Handelshøyskole. Finansdirektøren er Eivind Kvilhaug. Han har tidligere jobbet i shipping avdelingen til DnB NOR. Av utdannelse har han en mastergrad innen shipping og shipsfinans fra London. (Solstad Årsrapport 2004 og 2005, Eivind Kvilhaug i Solstad)

Solstad på børs

Diagrammet nedenfor viser kursutviklingen til Solstad siden 2001 og frem til 2.6.2006. Selskapets kursutvikling vises i forhold til utviklingen på Oslo Børs sin egen OBX – indeks. OBX – indeksen består av de 25 mest omsatte aksjene på Oslo Børs de siste seks foregående månedene. (www.oslobors.no)



Figur 7, Solstad Offshore ASA på børs, 2001 – 2. 6. 2006

Venstre siden i figur 7 viser antall aksjer omsatt. Høyre siden viser aksjekursen, og nederste linjen viser årstallet. (www.pareto.no)

Kursutviklingen for Solstad har lagt godt over OBX – indeksen i nesten hele analyseperioden. Historisk har selskapet vært priset relativt lavt. Fra et bunnivå på litt over 20 NOK per aksje i

perioden 2001 til 2002 til en toppnotering på 124 NOK i løpet av første halvår 2006.

(www.pareto.no)

3.0 VALG AV VERDSETTELSESTEKNIKK

Målsetningen med oppgaven er å komme frem til et best mulig estimat på verdien av egenkapitalen per utestående aksje for Solstad Offshore ASA, for så å gi en anbefaling om kjøp/salg eller hold av aksjen ovenfor potensielle investorer eller allerede eksisterende eiere. For å foreta verdsettelsen finnes ulike teknikker som kan benyttes. Jeg kommer her til å gi en oversikt over hovedteknikkene, samt velge hvilken teknikk som hovedsakelig vil bli benyttet i denne oppgaven.

3.1 Oversikt over hovedteknikkene

Det finnes tre hovedteknikker innen verdsettelse. Disse er; fundamental verdsettelse, komparativ verdsettelse og opsjonsbasert verdsettelse. (Knivsfå; BUS425, våren 2005)

3.1.1 Fundamental verdsettelse

Fundamental verdsettelse er verdifastsettelse basert på fundamental analyse. Det vil si strategisk regnskapsanalyse og fullstendig utarbeidelse av fremtidsregnskap og krav.

Steg 1 i fundamental verdsettelse er å foreta en strategisk analyse. Poenget er å lære bedriften og bransjen å kjenne, for på den måten å kunne kartlegge om bedriften har noen varige konkurransefortrinn som kan være relevante for verdivurderingen. For å kartlegge muligheter og trusler som eventuelt befinner seg i selskapets omgivelser foretas en bransjeanalyse (eksternanalyse). For å kartlegge selskapets styrker og svakheter internt i bedriften foretas en ressursbasert analyse (internanalyse). *Steg 2* er en regnskapsanalyse. Her analyseres den regnskapsinformasjonen man har om bedriften. Først foretar man en omgruppering og eventuell justering av målefeil i regnskapsmaterialet. Deretter analyseres det omgrupperte, og eventuelt justerte regnskapet. Dette gjøres med det formål å kartlegge underliggende økonomiske forhold som kan være relevante når man skal budsjettere og fremskrive i *Steg 3*. *Steg 4* er selve verdsettelsen, hvor man finner et verdiestimat basert på de budsjetterte og fremskrevne tallene. Siste steg i den fundamentale verdsettelsen er selve handlingsstrategien, *Steg 5*. Dersom verdiestimatet fra den fundamentale verdsettelsen er høyere enn markedsprisen (her, hva Solstad aksjen er notert på Oslo børs) så er dette en indikasjon på at

man bør kjøpe aksjen. Er verdiestimatet lavere så er det en indikasjon på at man bør selge. (Penman 2004, Damodaran 1996, Knivsflå; BUS425, våren 2005)

3.1.2 Komparativ verdsettelse

Komparativ verdsettelse kan utføres på to måter, via multiplikatormetoden eller substansverdimetoden.

Multiplikatormetoden kan gjøres ved direkte eller indirekte verdsettelse av egenkapitalen. Første steg i den direkte (kalt egenkapitalmetoden) verdsettelsen er å finne hvilken multiplikator man ønsker å benytte; $m = P/B$, der P er prisen på aksjen, m er den komparative multiplikatoren, og B er basisen for den komparative verdsettelsen – dette kan for eksempel være fortjeneste per aksje eller balanseført egenkapital per aksje. Vanlige multiplikatorer er forholdstall som Price/Earnings og Price/Book. I steg 2 er målet å identifisere et utvalg n komparative bedrifter. Fra et teoretisk verdsettelses perspektiv bør de komparative bedriftene være nokså like når det gjelder kontantstrøm, vekst og risiko. I praksis derimot definerer man ofte et selskap som en komparativ bedrift så lenge det er i samme bransje som verdsettelsesbedriften – men man bør foreta en justering av vesentlige skiller i kapitalstruktur. Steg 3 i analysen er å finne den komparative multiplikatoren – da som gjennomsnittlig multiplikator for de n komparative virksomhetene (m_k). Steg 4 er å verdsette bedriften basert på den komparative multiplikatoren; $P_k = m_k * B$, for så i Steg 5 å vurdere handlestrategi, hvor man sammenligner komparativ pris, P_k , opp mot børskursen, P^* . (Knivsflå; BUS 425, våren 2005)

Ved benyttelse av en indirekte multiplikatormetode (kalt selskapskapitalmetode) verdsettes verdien av selskapskapitalen for så å trekke fra gjelden => $\text{Pris} = m \cdot \text{BASIS} - \text{Gjeld}$. Selskapskapitalen kan her for eksempel være netto driftskapital, og gjelden blir da netto finansiell gjeld. Ovennevnte steg 1 – 5 følges også her. En vanlig multiplikator her er EV/EBIT (Enterprise Value/Earnings Before Interest and Taxes), hvor BASIS, dersom netto driftskapitalen benyttes som selskapskapital, vil være netto driftsresultat dividert med 1 minus normalisert driftsskattesatt (da regnet før skatt). (Knivsflå; BUS 425, våren 2005. Penman, (2004))

Substansverdimetoden er også en indirekte verdsettelsesmetode. Her finner man verdien av eiendelene og gjelden ved å sammenligne med markeds- eller salgsverdien av lignende

eiendeler og gjeld. Verdien av egenkapitalen finner man så ved å trekke salgsverdien av gjelden fra salgsverdien av eiendelene. Dette er en metode som er mye benyttet i praksis innen blant annet shipping virksomhet, hvor det er et velfungerende annenhånds marked. (Knivsflå; BUS 425, våren 2005)

3.1.3 Opsjonsbasert verdsettelse

Opsjonsbasert verdsettelse er en utvidelse av fundamental verdsettelse, der man prøver å bygge inn nåverdien av fleksibilitet Dette kan for eksempel være ved å kalkulere inn nåverdien av en nedleggelsesopsjon (kjøps opsjon) eller en utsettelsesopsjon (kjøps opsjon). (Damodaran 1996)

3.2 Valg av hovedteknikk

Når man skal velge hvilken verdsettelsesteknikk som egner seg best for den virksomheten som skal verdsettes, må man vurdere hvilken fase i livssyklusen bedriften er, om bedriften skal avvikles eller om den skal fortsette driften, og til slutt hvilken bransje selskapet hører til. (Damodaran 1996, Knivsflå; BUS425, våren 2005)

Livssyklusen

Selskap i introduksjons- og vekstfasen bør verdsettes ved hjelp av opsjonsbasert- eller komparativ verdsettelse. Selskap som er inne i en moden fase bør verdsettes ved hjelp av fundamental verdsettelse. Det samme gjelder for virksomheter i tilbakegang. (Knivsflå; BUS425, våren 2005)

Avvikling eller fortsatt drift

Dersom bedriften er i en avviklingsfase bør komparativ verdsettelse benyttes, mens fundamental verdsettelse bør hovedsakelig benyttes dersom man legger forutsetningen om fortsatt drift til grunn. (Knivsflå; BUS425, våren 2005)

Bransje

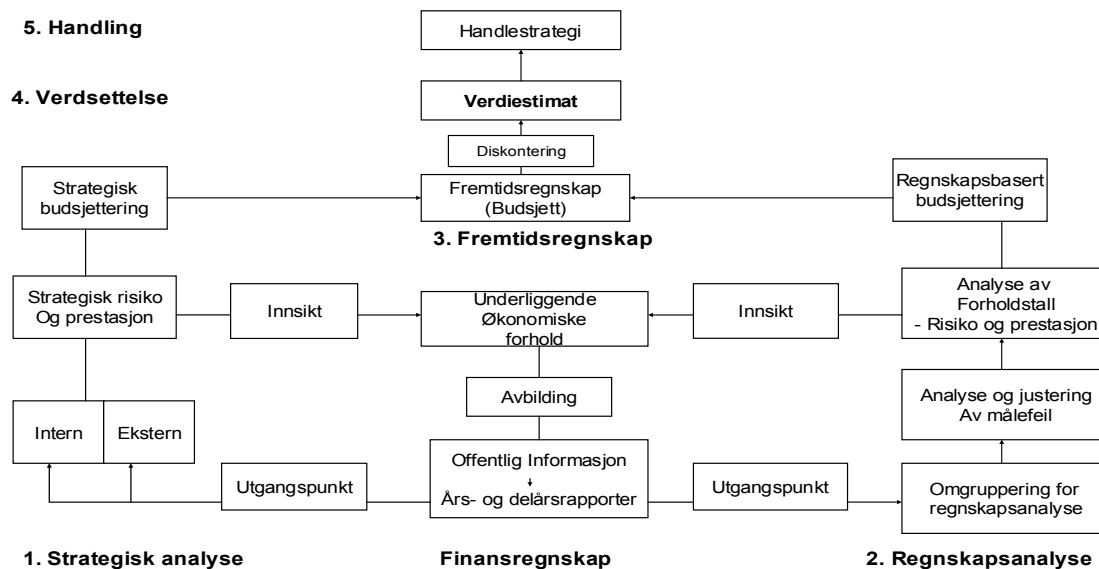
Noen bransjer skiller seg ut ved at det er et godt annenhåndsmarked for eiendelene som virksomheten er basert på. I slike tilfeller bør man benytte komparativ verdsettelse, og her da spesielt substansverdimetoden. Eksempler på bransjer hvor det er relativt greit å finne slike markedsverdier er shipping og eiendom. (Knivsflå; BUS425, våren 2005)

Solstad har drevet med offshore supply tjenester siden 1973, og kan dermed sies å være inne i en moden fase i livssyklusen. Selskapet er derimot også til en viss grad i en vekstfase. Dette på grunn av økt satsing internasjonalt samt økt satsing innen markedet for CSV'ene, som bare er 5 - 6 år gammelt. Den største andelen av flåten deres er derimot i markedet for PSV og AHTS'ene, som er et mer modent marked. I revisjonsberetningen fra Ernst & Young, 2005, mener revisorene at forutsetningen om fortsatt drift er i overensstemmelse med lover og forskrifter. Dette betyr at Solstad ikke har planer om å avvikle driften i nærmeste fremtid. Basert på dette, vil det ut i fra teorien ovenfor være naturlig å foreta en fundamental verdsettelse av Solstad. Et moment til som er viktig å tenke på når det gjelder fundamental verdsettelse, er om det er grei tilgang på informasjon/datamateriale om selskap og bransje. Solstad er et børsnotert selskap, og er da forpliktet til å offentliggjøre årsregnskapet sitt. I tillegg er det flere andre bedrifter innen supply bransjen som er notert både på Oslo Børs, samt på andre internasjonale børser. Relevant informasjon om selskap og bransje kan dermed sies å være greit tilgjengelig, noe som underbygger valget av verdsettelsesteknikk.

Solstad opererer innen offshore service bransjen, altså innen shipping. Som nevnt ovenfor er shipping en bransje hvor det er et velfungerende annenhåndsmarked, med flere meglere (shipbrokers). På den måten er komparativ verdsettelse i form av substansverdimetoden aktuell som supplerende teknikk. I tillegg nevnte jeg ovenfor at Solstad til en viss grad fremdeles er i en vekstfase. Dette sammen med det faktum at det er flere andre supply selskap som er notert på Oslo Børs gjør komparativ verdsettelse også aktuell som supplerende teknikk, da i form av multiplikatormetoden. I denne oppgaven vil jeg benytte fundamental verdsettelse som hovedteknikk, med komparativ verdsettelse som supplerende teknikk. Dette kommer jeg tilbake til i punkt 10.0 i oppgaven.

3.3 Rammeverk for fundamental verdsettelse

Rammeverk for fundamental verdsettelse



Figur 8, Rammeverk for fundamental verdsettelse
(Knivsflå, BUS 425, våren 2005)

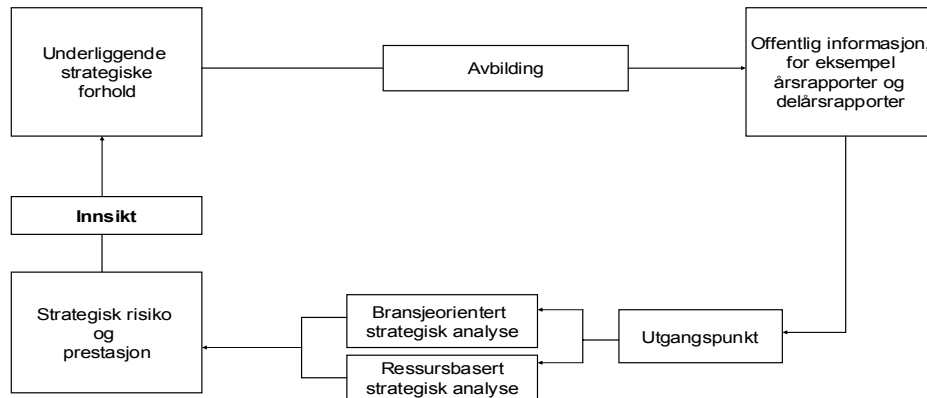
Under punkt 3.1 foretok jeg en detaljert beskrivelse av de fem stegene i fundamental verdsettelse. Her vil jeg bare foreta en kort oppsummering av stegene. Figur 8 viser rammeverket jeg benytter i den fundamentale verdsettelsen. Det første man gjør er å utføre en strategisk analyse. Deretter foretar man en regnskapsanalyse. Disse to første stegene skal gi innsikt om underliggende økonomiske forhold som benyttes i steg 3, fremtidsregnskapet, hvor det foretas budsjettering og fremskriving av budsjettdriverne. I steg 4 finner man selve verdiestimatet, for så i steg 5 å komme med anbefaling om handlestrategi. (Penman, Stephen H. (2004), Knivsflå; BUS 425, våren 2005)

4.0 STRATEGISK ANALYSE

Som nevnt i punkt 3.3 er første steget i en fundamental verdsettelse å foreta en strategisk analyse. For å kunne utføre den strategiske analysen er det viktig å først definere den bransjen Solstad befinner seg i. Solstad opererer innen offshore service markedet, mer spesifikt i en bransje, kalt offshore supply bransjen, som nevnt i punkt 2.1. (Hill, Charles W. L. og Gareth R. Jones 2004)

4.1 Rammeverk for strategisk analyse

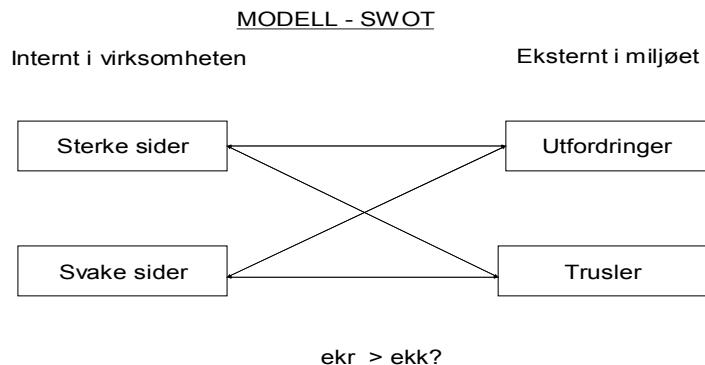
Rammeverk for strategisk analyse



Figur 9, Rammeverk for strategisk analyse
(Knivsflå; BUS424, høsten 2004)

I den strategiske analysen har jeg valgt å benytte en SWOT modell. For å kunne utføre analysen benytter jeg offentlig tilgjengelig informasjon som utgangspunkt, se figur 9; rammeverk for strategisk analyse. Her vil da en del av den informasjonen som er blitt gitt under beskrivelsen av bransjen og Solstad i punktene 2.1 og 2.2 benyttes, sammen med supplerende informasjon. Ved hjelp av SWOT modellen foretar jeg en bransjeorientert analyse, hvor jeg identifiserer de utfordringer og trusler (Opportunities/Threats) som eksisterer eksternt i miljøet til supply bransjen, samt en ressursbasert analyse, hvor jeg identifiserer styrker og svakheter (Strengths/Weaknesses) internt i Solstad.

Strategisk analyse = Intern + Ekstern



Figur 10, Strategisk analyse, intern + ekstern; SWOT – modellen

Hele den strategiske analysen gjøres med tanke på å identifisere om forhold i bransjen og/eller ressurser internt i Solstad skaper, eller har potensial til å skape en midlertidig eller varig strategisk fordel for selskapet, og at Solstad på den måten kan oppnå fremtidig superprofitt. (ekr > ekk, dvs. egenkapitalrentabilitet utover kravet). Innsikt om eventuell fremtidig superprofitt benyttes i budsjetteringen og fremskrivingen i kapittel 8.0. (Knivsfå; BUS424, høsten 2004)

4.2 Ekstern analyse

For å kartlegge utfordringer og truslene i Solstad sitt eksterne miljø, har jeg valgt å benytte en makro- trendanalyse, samt Porter's fem krefter modell.

4.2.1 Makro- trendanalyse

I første delen av ekstern analysen vurderes visse makro – trendfaktorer; her økonomiske faktorer, og lovmessige faktorer, som har innvirkning på offshore supply bransjen. (Knivsfå; BUS 425, våren 2005)

Økonomiske faktorer

Oljeprisen: I punkt 2.1.1 ble det nevnt at oljeprisen er den drivkraften som påvirker flere av de resterende drivkreftene til etterspørselen etter supply skip i stor grad. De siste par årene har oljeprisen vært relativt høy. Dette har gitt seg utslag i meget gode økonomiske resultater for oljeselskapene, noe som igjen blant annet har ført til økt lete- og utbyggingsaktivitet. På grunn

av økt lete- og utbyggingsaktivitet ser man økt etterspørsel etter supply skip. Forventet høy oljepris de neste årene er dermed en indikator på fortsatt økt lete- og utbyggingsaktivitet, som på sikt fører til økt produksjon (dette gjelder økt utbyggingsaktivitet spesielt, da man ikke er sikret at økt leteaktivitet faktisk fører til produksjon av oljefelt). På den måten kan oljeprisen sies å være en kilde til varig konkurransefortrinn. (Jeg har her ikke tatt med konsekvenser av når oljereservene vil være uttømt.) (www.statoil.no, www.hydro.no, Solstad årsrapport fra 2004)

- Varig konkurransefortrinn

Lovmessige reguleringer

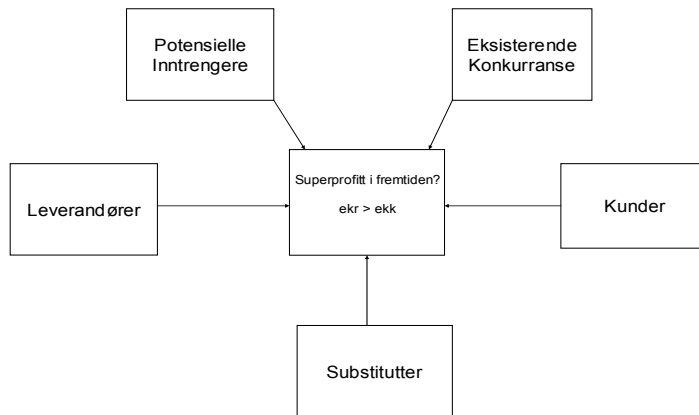
For at norske rederier skal ha mulighet til å konkurrere effektivt også på verdensbasis er det blitt laget noen særegne lover for de norske offshore selskapene. Dette innebærer blant annet refusjonsordninger for å ha norsk besetning om bord. Dette på grunn av generelt høyere lønninger i Norge enn i utlandet. Offshore selskaper vil dermed konkurrere på lik linje som andre utenlandske selskaper når det gjelder lønnskostnader. (Solstad, Årsrapport 2004)

- Paritet

4.2.2 Porters fem krefter

I Porters fem krefter modell, se figur 11, identifiseres fem krefter (trusler); potensielle inntrengere, leverandører, kunder, substitutter og eksisterende konkurranse, som alle er avgjørende for konkurransen i en industri/bransje. Porter argumenterer for at jo sterkere hver av de fem kreftene er, desto vanskeligere er det for allerede etablerte selskaper å høyne prisene og på den måten tjene høyere profitt. Altså er disse kreftene avgjørende for lønnsomhetspotensialet i bransjen. (Hill, Charles W. L. og Gareth R. Jones 2004)

Porters fem krefter



Figur 11, Porters fem krefter

Jeg vil i følgende avsnitt presentere de ulike kreftene, samt nevne momenter under hver av kreftene som kan ha betydning for eventuell superprofitt (egenkapitalrentabilitet utover kravet) for supply bransjen generelt.

Potensielle Inntrengere: Trusselen fra potensielle inntrengere avhenger av hvilke etableringshindringer som eksisterer i bransjen. Dette er faktorer som gjør det kostbart for inntrengere å etablere seg. Desto høyere kostnadene er for å etablere seg i bransjen, desto høyere blir inngangsbarrierene, og dermed utgjør denne kraften en mindre trussel for allerede etablerte bedrifter. Noen av de etableringsbarrierene som eksisterer innen offshore supply bransjen er: know-how, kapitalbehov, stordriftsfordeler, byttekostnader, samt produktdifferensiering. (Hill, Charles W. L. og Gareth R. Jones 2004)

Know - how

Flere av aktørene i offshore supply bransjen har holdt på i mange år. Gjennom årene har de dermed klart å opparbeide seg god bransjeerfaring og kompetanse (know – how). Supply selskapene opererer ofte under kompliserte forhold. Dette kan blant annet være tøffe værforhold, eller at de arbeider med teknologisk komplisert utstyr. For effektiv og sikker drift er det da nødvendig med dyktig mannskap med god erfaring. I bransjen generelt er det i dag svært vanskelig å skaffe dyktig og nok mannskap. En ny aktør vil derfor få en utfordring med å rekruttere dyktig personell. Mangel på bransjeerfaring/forståelse, samt vanskeligheter

med rekruttering av dyktig mannskap, utgjør en høy barriere for potensielle inntrengere. (Eivind Kvilhaug i Solstad)

Kapitalbehov

Det kreves store kapitalinvesteringer for å entre supply bransjen. For å være en konkurransedyktig aktør innen Solstad sitt mest fokuserte satsingsområde; segmentet for store og avanserte skip, er det nødvendig å investere i skip av nyere dato, med høy spesifisering. På grunn av de store investeringene, utgjør dette en barriere for potensielle inntrengere. Men man kan ikke si at det er en veldig stor hindring. På grunn av et effektivt kapitalmarked er det relativt lett for investorer å reise nok kapital for slike investeringer. Spesielt har norske banker og meglerhus bygd opp god kunnskap og erfaring med å låne/reise kapital til offshore oljerelatert virksomhet. Her bør det dog skilles mellom de ulike markedssegment som Solstad opererer i. Dersom en ny aktør ønsker å investere i et stort PSV skip er kostnaden på et slikt skip som regel litt i overkant av 200 millioner NOK, mens et større CSV skip kan ha en kostpris på over 600 millioner NOK. Når det gjelder store AHTS'ere, vil de kunne ha en prislapp på rundt 350 millioner NOK. Markedet for CSV'ene vil altså være betraktelig vanskeligere å trenge inn i. Totalt sett vurderes kapitalbehov til å utgjøre en lav barriere for potensielle inntrengere. (I den lille grad man ser nyetablering i bransjen er dette først og fremst innen segmentet for PSV'ere og AHTS'ere.). (Eivind Kvilhaug i Solstad)

Produktdifferensiering

Til en viss grad velger flere aktører i supply bransjen å tilby et begrenset utvalg av supply skip. Når det gjelder alle de tre største norske selskapene; Solstad, Farstad og DOF, har de hovedfokus på store skip med kraftige motorer, som blant annet er spesielt egnet for operasjoner i dypere farvann. Denne utviklingen har vist seg å være nødvendig for å være konkurransedyktig. I tillegg blir det gjort spesialtilpasninger av båtene for enkelte oppdrag, der kunden ønsker dette. Men det er lett for potensielle inntrengere å få informasjon om hvilke produktspesifikasjoner som er nødvendige for å være en konkurransedyktig aktør. På bakgrunn av dette vurderer jeg produktdifferensiering til å utgjøre en lav barriere for nyetablering i bransjen.

Stordriftsfordeler

Et moment her er at de faste felleskostnadene (markedsføringskostnader/administrative kostnader) som supply selskapene har, kan fordeles på et større antall skip desto større flåten

er. Det er også mulig at store supply selskaper kan oppnå rabatter ved bestilling av et større antall av en bestemt gjenstand dersom flåten er større (eks – hvis de bestiller 200 redningsvester i stedet for 20). I tillegg vil et større supply selskap ofte ha mulighet til å tilby et bredere omfang av produkter samt spesialkunnskap, enn mindre nyetablerte selskap med bare et fåtall skip i flåten deres. Stordriftsfordeler vurderes derfor til å utgjøre en høy barriere for potensielle inntrengere.

Byttekostnader

Flere av de etablerte supply selskapene, deriblant Solstad, understreker i deres strategi at de ønsker å ha nære relasjoner til sine kunder, og tilby kundetilpassede løsninger. Dette kan føre til en "lock in" effekt ovenfor kundene. De psykologiske byttekostnadene kan bli høye på grunn av god kontakt med allerede etablerte supply selskap, samt at de reelle byttekostnadene kan bli store dersom kundene ønsker å trekke seg fra kontraktene de har inngått. På grunn av ovennevnte momenter sees byttekostnader på som en moderat barriere for potensielle inntrengere.

- Trusselen fra potensielle inntrengere vurderes til å være moderat.

Kunder: Kundene utgjør en trussel dersom de har mulighet til å påvirke lønnsomheten i bransjen med blant annet; prispress, standardiserte/differensierte produkter, eller ved integrasjon bakover. I supply bransjen utgjør oljeselskapene de største kundene, og vil derfor være i fokus her. (Hill, Charles W. L. og Gareth R. Jones (2004))

Prispress

Supply selskapene er mange og fragmenterte, mens oljeselskapene er færre og større. Dette gjør at man skulle tro oljeselskapene til tider kunne utøve stor forhandlingsmakt når det gjelder pris. Dette markedet er derimot preget av tilnærmet perfekte forhold, hvor ingen av partene utøver vesentlig mer forhandlingsmakt enn andre. Ratene oppstår som en følge av etterspørsels- og tilbudsforhold, og tas tilnærmet for gitt i markedet (unntak eksisterer, men dette er hva som er "normalt"). Trussel om prispress sees derfor på som lav (Eivind Kvilhaug i Solstad, Odd Sverre Samuelsen i R.G. Hagland).

Standardiserte/differensierte produkter

Slik jeg ser det kan man kalle vanlige forsyningstjenester/ankehandteringstjener (markedet for PSV og AHTS'ene) for standard produkter innen supply bransjen. Mer differensierte tjenester vil være markedet for CSV'ene, hvor skipene er behjelpelige med installasjoner på dypt vann, overvåking, og vedlikehold av utstyr både på undervanns- og overflateinstallasjoner. Tidligere nevnte jeg at CSV'ene er en god del mer kapitalintensive enn AHTS og PSV'ene, og på den måten utgjør en mye høyere investeringskostnad for supply selskapene. Utover de mer spesialiserte tjenestene CSV'ene utfører, inngås det flere kontrakter hvor supply selskapene må spesialtilpasse skipene deres for enkeltoppdrag. På grunn av ovennevnte momenter vurderes trusselen om standardiserte/differensierte produkter vurderes til å være moderat, da spesialtilpasninger, spesielt i form av de kapitalintensive CSV'ene, på ingen måte garanterer gode ratenivå.

Vertikal integrasjon

Olje selskapene har til nå ikke prøvd seg over i supply bransjen, og vil mest sannsynlig ikke komme til å gjøre dette, grunnet frykt for blant annet oljesøl. Det kan derimot ikke utelukkes at dette kan bli et satsingsområde i fremtiden. Oljeselskapene har mulighet (da i form av blant annet kapital) til å opprette supply selskaper. Trusselen om vertikal integrasjon sees derfor på som lav til moderat. (www.statoil.no, www.statoil.com, Evind Kvilhaug i Solstad)

- Trusselen fra Kunder vurderes til å være lav.

Leverandører: trusselen fra leverandører handler om deres makt til å sette opp prisene på tjenester/produkter, eller ved å redusere kvaliteten på de tjenester/produkter de tilbyr. I forbindelse med supply bransjen er det verdt å nevne følgende trusler; skipsverftene og arbeidskraft. (Hill, Charles W. L. og Gareth R. Jones 2004)

Skipsverftene

Både nasjonalt og internasjonalt finnes det flere skipsverft. Dette gir supply selskapene mulighet til å velge det verftet som kan tilby best vilkår, både på pris og kvalitet. Til tross for tider med stor grad av nykontrahering har skipsverftene liten grad av forhandlingsmakt når det gjelder pris. Derimot ser man at prisene er blitt presset opp en del de siste årene fra skipsverftenes side. Dette skyldes økte priser fra deres underleverandører. (Eivind Kvilhaug i Stolstad, Odd Sverre Samuelsen i R.G. Hagland).

Når det gjelder kvalitet er det viktig for begge parter at produktene overholder de retningslinjer som er gitt av blant annet Norske Veritas (dersom skipene bygges i Norge). Utover de lovmessige retningslinjer for kvalitet, vil jeg påstå at fokus på kvalitet er gunstig for begge parter. For supply selskapene er det viktig at skipene holder den kvalitet/spesifikasjon som er nødvendig for at selskapene kan utføre oppdragene deres på en god måte, og dermed tilfredsstille kundenes behov, for på den måten å legge grunnlag for langvarige relasjoner. Det samme gjelder for skipsverftene. Dersom de prøver å redusere kvaliteten på deres produkter, vil dette mest sannsynlig ikke føre til gjenkjøp fra supply selskapene. Trusselen fra skipsverftene kan på bakgrunn av momentene ovenfor sees på som lav.

Arbeidskraft

Supply selskapene er avhengig av å ha dyktig mannskap om bord på deres båter. De har høyt fokus på helse, miljø og sikkerhet, og selskapene legger mye ressurser i å trene opp deres ansatte. Selv om Norge har lange tradisjoner innen sjøfart, og flere har satset og fremdeles satser på en karriere til sjøs, er det for få sjøfolk. Dette har ført til kamp om mannskap i offshore næringen. Dyktig arbeidskraft får dermed en viss grad av forhandlingsmakt når det blant annet gjelder lønnsvilkår. Trusselen fra denne leverandørgruppen kan dermed sees på som moderat til høy. (Aftenposten; 25. 04. 2006, Eivind Kvilhaug i Solstad)

- Trusselen fra leverandører vurderes til å være moderat.

Substitutter: Substitutter er produkter fra andre bedrifter, eller en annen industri, som kan tilfredsstille lignende kundebehov, som de supply selskapene dekker. Bedrifter i industrien har mulighet til å høyne prisene og oppnå bedre lønnsomhet dersom det eksisterer få nære substitutter slik at trusselen fra substitutter er liten. (Hill, Charles W. L. og Gareth R. Jones 2004)

Det er vanskelig å se at substitutter utgjør en reell trussel for supply bransjen. Dette på grunn av at det trengs spesialkonstruerte skip til å utføre den type tjenester supply selskapene tilbyr.

- Trusselen fra substitutter vurderes derfor til å være lav.

Eksisterende konkurranse i bransjen/industrien: Her rettes fokuset mot hvor intens konkurransen er mellom bedrifter i supply bransjen, og dermed hvor stor trussel selskapene utgjør mot seg selv/hverandre. For å kartlegge dette er det viktig å se på; konkurrenter og styrkeforhold, differensieringsstrategi, vekst i bransjen og exit barrierer. (Hill, Charles W. L. og Gareth R. Jones 2004)

Konkurrenter og styrkeforhold

Supply selskapene er som tidligere nevnt mange og fragmenterte. Dette medfører at det ikke er ett selskap som er det toneangivende i bransjen, og som bestemmer prisen i markedet. På grunn av at tilbudet av supply skip er større enn etterspørselen generelt, ødelegger dette noe for utnyttelsesgraden i markedet, samt ratenivået. I punkt 2.1.2 nevnte jeg de ti største internasjonale tilbyderne av store AHTS og PSV'ere. Disse var som følger; Bourbon Offshore, Mærsk, Edison Chouest, Tidewater, Farstad Shipping, Gulf Offshore, Solstad Offshore, DOF, Chinese owners og Swire. Flere av selskapene har ulik strategi i forhold til hvilke type skip de tilbyr, og om de har et nasjonalt eller internasjonalt satsingsområde. På den måten har de til en viss grad klart å "fordele" seg innen de ulike markedssegment og områder. Trusselen fra konkurrenter og styrkeforholdet vurderes på bakgrunn av dette til moderat.

Vekst i bransjen

Mye på grunn av høy oljepris, mye lete- og utbyggingsaktivitet, men også på grunn av aldrende flåte generelt, samt behov om mer moderne flåte er det høy grad av nykontrahering av supply skip. Bare i løpet av de siste to årene har antallet store AHTS og PSV'ere økt med 5 % i forhold til verdensflåten av totalt antall AHTS og PSV'ere. Av store AHTS'ere er 59 skip under bygging på verdensbasis, og 88 PSV'ere. Se punkt 2.1.1. Både gjennomsnittlig tilbud og etterspørsel etter denne type fartøy er forventet å øke i Nordsjøen i løpet av året. Dette lover bra for bransjen. Et stort problem knyttet til nykontraheringen er at det blir bestilt for mange nybygg fra supply selskapene, slik at supply selskapene vil komme til å ødelegge markedsforholdene for hverandre. I henhold til Evind Kvilhaug i Solstad er det bare et spørsmål om tid før supply selskapene ødelegger markedsforholdene for hverandre. Trusselen om vekst i bransjen vurderes derfor til høy.

Valg av strategi

Slik jeg ser det, ønsker ikke supply selskapene å ha en helt lik flåtekombinasjon som deres konkurrenter. Vanlig er å ha en stor andel av flåten innen de mer tradisjonelle forsynings- og ankerhåndteringstjenestene, men i tillegg å ha en viss andel av flåten innen et markedssegment som bare et fåtall andre aktører befinner seg i. Jeg vil derfor vurdere trusselen om omlegging til samme strategivalg for eksisterende konkurrenter i bransjen, som lav til moderat. (Eivind Kvilhaug i Solstad)

Exit barrierer

Det er store investeringer knyttet til supply bransjen, da med tanke på skipsinvesteringene. Dersom en aktør skulle velge å trekke seg ut av bransjen, er det derimot et velfungerende annenhåndsmarked for denne type skip, med mange meglerbedrifter (shipbrokers). Exitbarrierer kan derfor sies å utgjøre en lav trussel.

- Trussel fra eksisterende konkurrenter vurderes til å være moderat.

Nedenfor gir jeg en oppsummering av min vurdering om hvor stor trussel de ulike kreftene i Porter sin modell utgjør i offshore supply bransjen:

Kraft: →	Potensielle inntrengere	Leverandører	Kunder	Substitutter	Eksisterende konkurranse
Trussel: ↓					
Høy					
Moderat	X	X			X
Lav			X	X	

Potensielle inntrengere, leverandører og eksisterende konkurranse har jeg vurdert til å utgjøre en moderat trussel for supply selskapene. Kunder og substitutter, er vurdert til å utgjøre en lav trussel.

4.3 Internanalyse – ressursbasert analyse

Jeg vil her foreta en internanalyse for å se om noen av Solstad sine interne ressurser kan gi grunnlag for fremtidig konkurransefortrinn, og dermed midlertidig eller varig superprofitt (ekr > ekk). Som rammeverk for analysen benytter jeg VRIO modellen. For å få svar på om en ressurs er en styrke/svakhet for bedriften må man i denne modellen gjennom 4 spørsmål. 1) Er ressursen verdifull, V, – gir den bedriften mulighet til å respondere på trusler eller muligheter

i miljøet? 2) Er ressursen sjelden, R, - hvor mange konkurrerende bedrifter har allerede lignende verdifulle ressurs? 3) Er ressursen imiterbar, I, - vil bedrifter som ikke har ressursen ha en kostnadsulempe ved å skaffe seg denne i forhold til andre bedrifter som allerede har den? 4) Er ressursen organiserbar, O, – er bedriften organisert til å nyttiggjøre konkurransepotensialet i ressursen? (Barney, Jay B. 1997)

For å gjøre analysen av ressursene til Solstad kategoriserer jeg ressursene inn i 4: Fysiske, Menneskelige, Finansielle og Organisatoriske ressurser. (Barney, Jay B. 1997)

Fysiske Ressurser: Dette omfatter de eiendeler, fysisk teknologi, samt geografisk lokalisering som Solstad er i besittelse av. Her vil jeg peke på Solstad sin flåte og geografiske lokalisering som de viktigste fysiske ressursene deres. (Barney, Jay B. 1997)

Flåte

Skipene til Solstad er en meget verdifull ressurs. Skipene er inntektsdriverne i virksomheten. Flåten til Solstad består i dag av AHTS, PSV og CSV'ere. I forhold til deres hovedkonkurrenter av norske selskap i Nordsjøen; Farstad og DOF, skiller derimot ikke selskapet seg spesielt ut med hensyn til den type skip selskapet har i deres flåte. Det eneste er at det bare er Solstad og DOF av ovennevnte aktører som fokuserer på CSV'ene. Flåten til Solstad er relativt ung. Gjennomsnittsalderen per 22. november 2005 var på 8,8 år. (Solstad 3. kvartalsrapport, 2005). Tidligere i oppgaven har jeg nevnt at ung flåte vil være et konkurransefortrinn. De fleste av Solstad sine konkurrenter har en yngre flåte, og flåten til Solstad er dermed på ingen måte sjelden på grunn av sin unge alder, heller ikke på grunn av flåtesammensetningen. Dersom flere allerede etablerte aktører ønsker å fokusere på for eksempel CSV'ene vil det være lett for disse å gjøre dette uten noen større kostnadsulempe enn det Solstad selv har hatt. Etter det jeg kan se er Solstad organisert på en slik måte at den nyttiggjør seg av konkurransepotensialet i flåten sin. Dette mye på grunn av deres lokalisering.

- Paritet

Geografisk lokalisering

Solstad har hovedkontor og hjemhavn i Skudeneshavn. I tillegg har de avdelingskontorer i Aberdeen i Irland samt i Rio de Janeiro i Brasil. Dette er viktige strategiske plasseringer for selskapet. Hovedmarkedet til Solstad er Nordsjøen, og med hjemhavn i Skudeneshavn er de

nær markedet sitt, noe som medfører reduserte kostnader når det for eksempel gjelder drivstoff. Det samme gjelder for kontorene i Aberdeen og Rio de Janeiro. Dette er derimot på ingen måte en sjelden ressurs, heller ikke uimiterbar. Flere av Solstad sine konkurrenter har lignende strategiske plasseringer.

- Paritet

Menneskelige Ressurser: Jeg anser mannskapet og administrasjonen til Solstad som deres viktigste menneskelige ressurser, og ser derfor nærmere på disse.

Mannskap

For å drive effektiv drift er det viktig for Solstad å ha et mannskap som besitter god bedømmelseskraft, kunnskap samt erfaring. Selskapet har høyt fokus på helse, miljø og sikkerhet (HMS), og har klart å holde personskadene samt skader på skip/miljø nede på et meget lavt nivå. Dette er en indikasjon på at Solstad er i besittelse av høyt kvalifisert mannskap. Dette er derimot ingen sjelden ressurs. Andre konkurrenter til Solstad har tilsvarende fokus på HMS, og rapporterer om lave skadetall. (Årsrapporter i perioden 1999 – 2005 for Solstad, Farstad og DOF)

- Paritet

Administrasjonen

Dyktig administrasjon er helt essensielt for å kunne overleve innen supply bransjen (og offshore næringen generelt). Det kreves stor grad av bransjekunnskap for å kunne utøve effektiv drift. Gjennom årene har Solstad opparbeidet seg god bransjeeffaring som de benytter i deres strategiske beslutninger. I og med at Solstad, siden selskapet ble opprettet, har vært en familiedominert bedrift hvor flere av Solstad medlemmene har vært (og fremdeles er) aktive i den daglige driften, er disse i besittelse av selskapsspesifikk know-how. Flere av familiemedlemmene som i dag er aktive i driften har også vært sjøfolk. I tillegg besitter ledelsen generelt god kompetanse. Sven Stakkestad som er viseadministrerende direktør med økonomiutdannelse fra Norges Handelshøyskole, har vært i selskapet i mange år, og er dermed også i besittelse av selskapsspesifikk know-how. Finansdirektør Eivind Kvilhaug har som tidligere nevnt utdannelse og erfaring fra shipping og shipsfinans. En indikasjon på ledelsens gode kompetanse er blant annet deres utvikling av flåten. De har gjennom årene sett etter hva kundene ønsker, og endret deres flåtesammensetning i forhold til kundebehov. For få år siden var det et godt marked for skip som var spesialdesignet til fiberoptisk kablegging,

da det ble klart at etterspørselen etter denne type tjenester dalte, kvittet selskapet seg med skipene de hadde innen dette markedssegmentet. Det er bra at selskapet prøver å rette seg inn mot nye spesialsegment, men at de har bedømmelseskraft til å trekke seg ut av segmentet dersom det er indikasjoner i markedet på at dette ikke lengre vil være et lønnsomt satsingsområde. Dyktig administrasjon har, etter min vurdering, også de andre aktørene i bransjen. Administrasjonen til Solstad er på den måten ingen sjelden ressurs.

(Solstad Årsrapporter fra 1998 – 2005, Eivind Kvilhaug i Solstad)

- Paritet

Finansielle Resurser

Selskapet hadde en bokført egenkapital på 2 699 mill NOK for 2005. Den langsiktige gjelden var på 3 368 mill NOK, mens kortsiktig gjeld var lik 526 mill NOK. EBITDA for 2005 var på 690 mill NOK. 2005. Årsresultatet fra 2005 ble på 296 mill NOK, mot 113 mill NOK fra 2004. Solstad sin finansielle styrke gjør at de har mulighet til å holde en høy standard på deres flåte, og dermed være en konkurransedyktig aktør på markedet for offshore supply tjenester. En bevisst finansieringsstrategi fra selskapets side er å ha god likviditet samt soliditet, for å kunne foreta raske investeringer/beslutninger. De finansielle ressursene er en viktig ressurs for selskapet. Uten nok finansielle ressurser ville selskapet ikke hatt mulighet til å drive effektiv supply virksomhet. Dette er derimot ingen sjelden ressurs. Flere andre selskap i bransjen kan rapportere om gode resultater, og lignende finansielle ressurser. (Eivind Kvilhaug i Solstad, Solstad Årsrapport 2005, Farstad Årsrapport 2005, DOF Årsrapport 2005)

- Paritet

Organisatoriske Resurser

Jamfør med administrasjon under fysiske ressurser.

- Paritet

(Barney, Jay B. 1997)

Oppsummering av VRIO analysen (internanalysen)

RESSURS: ↓			<i>Konkurransen implikasjoner</i>	<i>Superprofitt?</i>	<i>Styrke Eller Svakhet</i>
Fysiske	Flåte = paritet	Geografisk lokalisering = paritet	<i>Paritet</i>	<i>ekr = ekk.</i>	<i>Styrke</i>
Menneskelige	Mannskap = paritet	Administrasjon = paritet	<i>Midlertidig konkurrans- efortrinn</i>	<i>ekr = ekk</i>	<i>Styrke</i>
Finansielle			<i>Paritet</i>	<i>ekr = ekk</i>	<i>Styrke</i>
Organisatoriske	Administrasjon = paritet		<i>Paritet</i>	<i>ekr = ekk</i>	<i>Styrke</i>

(Barney, Jay B. 1997)

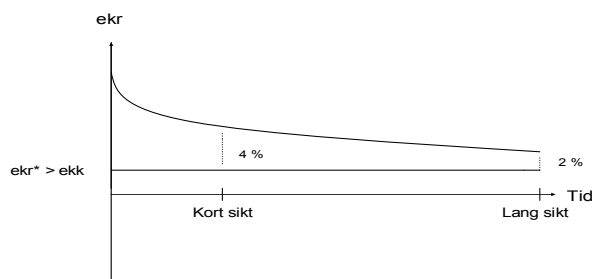
Ved å utføre internanalysen har jeg funnet ut at alle ressursene til Solstad; fysiske, menneskelige, finansielle og organisatoriske, utgjør en styrke for selskapet. Derimot er det ingen av de interne ressursene til Solstad som gir grunnlag for en egenkapitalrentabilitet utover egenkapitalkravet ($ekr > ekk$, også kalt superprofitt), verken på kort sikt, eller lang sikt.

4.4 Oppsummering og konklusjon

Ved å foreta en ekstern- og internanalyse, har jeg kommet frem til at Solstad på kort sikt kan oppnå en moderat superprofitt (egenkapitalrentabilitet, $e_{kr} > e_{kk}$) på 4 %. I det lange løp kan selskapet oppnå en varig superprofitt på 2 %², jamfør figur 12. Den kortsiktige og langsiktige superprofitten skyldes utelukkende en bransjefordel, som har sin bakgrunn i oljeprisen og moderat til lav trussel fra de fem kreftene; potensielle inntrengere, leverandører, kunder, substitutter og eksisterende konkurranse, hvorav kunder og substitutter er vurdert til å utgjøre en lav trussel.

Internanalysen viser at alle de interne ressursene til Solstad utgjør en styrke for selskapet, men de er ikke vurdert til å kunne gi Solstad en egenkapitalrentabilitet utover kravet.

Ressursfordelen er dermed vurdert til tilnærmet lik null, $e_{kr} = e_{kk}$. Historisk (over en analyseperiode fra 2001 til 2005) har selskapet oppnådd en gjennomsnittlig superprofitt på 5,4 %



Figur 12, Superprofitt på kort og lang sikt

² Ingen strategisk fordel $\Rightarrow e_{kr} - e_{kk} = 0 \%$. Liten strategisk fordel $\Rightarrow e_{kr} - e_{kk} =$ mellom 0 og 2 %. Middels strategisk fordel $\Rightarrow e_{kr} - e_{kk} =$ mellom 3 – 5 %. Stor strategisk fordel $\Rightarrow e_{kr} - e_{kk} > 5 \%$. Jeg vurderer den strategiske fordel på kort sikt til å utgjøre en middels strategisk fordel, og til en liten strategisk fordel for bransjen på lang sikt.

5.0 REGNSKAPSANALYSE

I denne delen av oppgaven skal jeg foreta en systematisk undersøkelse av regnskapsdataene (hovedsakelig årsregnskapet) til Solstad. Formålet med dette er å få innsikt i de underliggende økonomiske forholdene i selskapet. (Knivsflå; BUS 425, våren 2005)

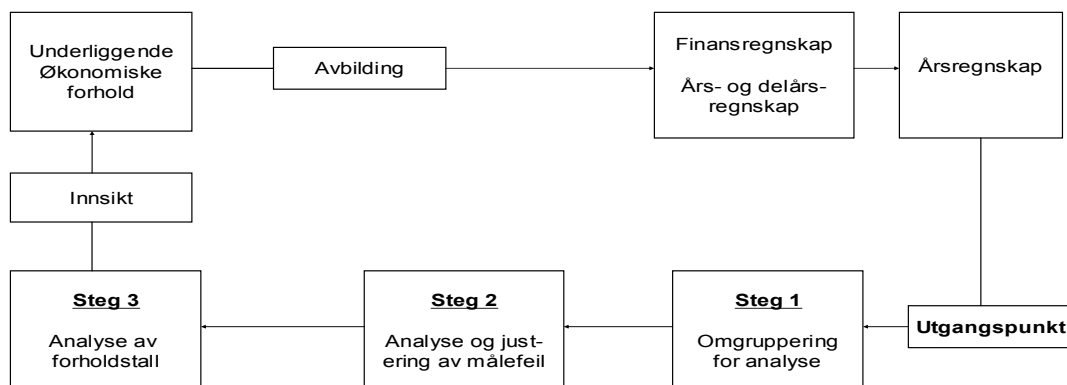
Etter min vurdering er det mest aktuelt å analysere Solstad konsernet som en enhet. Det vil ikke ha noen hensikt å dele virksomheten inn i de ulike markedssegmentene selskapet opererer i (markedene for AHTS, PSV og CSV'ere). Dette på grunn av begrenset regnskapsinformasjon om de ulike markedssegmentene. Jeg vil benytte en analyseperiode fra 2001 frem til og med 2005. I og med at selskapet har operert i offshore supply bransjen mange år, er det grunn til å velge en lang periode for regnskapsanalysen. På grunn av praktiske årsaker (for å få plass til tabellene/diagrammene i denne oppgaven) benytter jeg en analyseperiode ikke lengre enn 5 år tilbake i tid. Til slutt må jeg ta et valg når det gjelder komparativ bransje. I valg av de komparative selskapene er det viktig å finne selskap som er nokså like til Solstad når det gjelder hovedmarkedet de opererer i, flåtekombinasjon, samt at det er grei tilgang på informasjon. På bakgrunn av dette har jeg valgt Farstad og DOF som komparative selskap. Farstad og DOF, i likhet med Solstad, er notert på Oslo Børs. I tillegg har disse selskapene Nordsjøen som deres hovedmarked, og nokså lik flåtekombinasjon som Solstad. Andre likhetstrekk blant disse tre selskapene er at de alle opererer internasjonalt, og de er alle blant de 10 største tilbyderne av AHTS og PSV'ere på verdensbasis, samt at de er de tre største norske supply selskapene, jmfør punkt 2.1.2).

Her vil jeg også poengtere at alt i regnskapsanalysen som eksplisitt vises/vurderes av Solstad i denne oppgaven, er gjort på samme måte for de komparative selskapene Farstad og DOF. Dette gjelder omgruppering, analyse av målefeil og justering, samt analyse av forholdstall. Dette er blitt gjort for å få en mest mulig korrekt sammenligning mellom Solstad og bransjen. Hvor bransjen totalt utgjøre de komparative selskapene; Farstad og DOF, inklusiv Solstad selv. (Dagens Næringsliv, fredag 17. mars, 2005. Penman, Stephen H. (2004), White, Gerald I. et al. (2003), Knivsflå; BUS 424, høsten 2004)

5.1 Rammeverk for regnskapsanalyse

Figur 13 viser en oversikt over rammeverket for regnskapsanalysen som vil bli utført i denne oppgaven:

Rammeverk for regnskapsanalyse



Figur 13, Rammeverk for regnskapsanalyse

(Knivsflå; BUS 425, våren 2005)

Det historiske finansregnskapet (konsernregnskapet) til Solstad er utgangspunktet for regnskapsanalysen. Dette blir presentert i punkt 5.2. I første steg av analysen skal jeg omgruppere finansregnskapet til Solstad for investororientert analyse. For deretter i steg 2 å analysere og justere for eventuelle målefeil. I steg 3 foretar jeg en analyse av forholdstall. Her sees det på den historiske utviklingen av forholdstall for Solstad spesielt, samt at det foretas en sammenligning av Solstad i forhold til bransjen generelt. Poenget med forholdstallsanalysen er at den skal gi innsikt i de underliggende økonomiske forhold til Solstad historisk sett. Denne innsikten benyttes i budsjetteringen og fremskrivingen av fremtidsregnskapet i kapittel 8. (Knivsflå; BUS 424, høsten 2004)

5.2 Presentasjon av rapporterte tall

Nedenfor vises konsernregnskapet (resultatregnskap, balanse, forklaring av endring av egenkapitalen, og kontantstrømoppstilling) for Solstad Offshore ASA fra 2000 til og med 2005 (tallene er i 1000 NOK). Fra 2000 til og med 2003 er regnskapet satt opp i samsvar med Regnskapsloven og god regnskapsskikk i Norge (NGRS), mens fra 2004 til og med 2005 er regnskapet satt opp etter International Financial Reporting Standards (IFRS). Jeg vil peke på en av hovedforskjellene for Solstad mellom føringen etter NGRS og IFRS. Denne forskjellen er at under NGRS ble skipene sett på som en enhet, og avskrevet over en levetid på 25. Under IFRS har det vært nødvendig å skille ut komponenter på skipene som utgjør en kostnad som er signifikant i forhold til de totale kostnadene på skipene. Hver av disse komponentene blir så avskrevet over en levetid spesielt fastsatt for hver komponent. (www.solstad.no; Solstad Offshore ASA, IFRS Transition Report, Solstad Årsrapport 2000 - 2005).

Konsernregnskapet til Solstad Offshore ASA 2000 – 2005 (alle tall i 1000 NOK):*Resultatregnskap*

	RESULTATREGNSKAP	2000	2001	2002	2003	2004	2005
	(Tall i 1000 NOK)						
	Fraktinntekter	640347	863552	990329	974081	822071	1250659
+	Annen driftsinntekt		4822	19844	19845	37915	122405
=	Driftsinntekter	640347	868374	1010173	993926	859986	1373064
	Personalkostnader	188774	235152	290605	301098	280133	354901
+	Ordinære avskrivninger	103190	117730	165849	203431	227814	266623
+	Nedskrivning anleggsmidler	0	0	80000	0	0	
+	Avskrivning balanseført periodisk vedlikehold	21085	25987	36984	36928	45792	52142
+	Andre driftskostnader	101020	139312	146883	174080	179320	211238
=	Driftskostnader	414069	518181	720321	715537	733059	884904
=	Driftsresultat	226278	350193	289852	278389	126927	488160
	Inntekt på investering i tilknyttet/felleskontrollert selskap	339	6573	21832	12208	24642	-2590
+	Renteinntekt fra foretak i samme konsern	0	0	0	0	0	0
+	Annen renteinntekt	21960	23059	20151	17598	24897	29968
+	Annen finansinntekt	889	34248	192035	9583	58327	270799
-	Annen rentekostnad	71470	69594	80987	103087	93260	125631
-	Annen finanskostnad	18936	1	101971	21898	28244	360460
=	Netto Finansposter	-67218	-5715	51060	-85596	-13638	-187914
=	Ordinært resultat før skattekostnad	159060	344478	340912	192793	113289	300246
-	Skattekostnad opp ordinært resultat	5782	15999	14412	9185	20930	14246
=	Årets resultat	153278	328479	326500	183608	92359	286000
	Herav minoritetsandel	19	18855	42837	20301	28735	24993
	Herav majoritetsandel	153259	309624	283663	163307	63625	261007

Balanse: Eiendeler

	BALANSE: EIENDELER	2000	2001	2002	2003	2004	2005
	(Tall i 1000 NOK)						
	Utsatt skattefordel	0	0	0	0	0	0
+	Goodwill	12910	10758	8606	6454	0	0
=	Immaterielle eiendeler	12910	10758	8606	6454	0	0
+	Skip og byggekontrakter	1752684	2512577	3554630	3812107	4278598	4806719
+	Balanseført periodisk vedlikehold	22508	29604	32300	45388	62313	56892
+	Andre anleggsmidler	8748	21711	20796	20601	18746	17789
=	Varige driftsmidler	1783940	2563892	3607726	3878096	4359657	4881400
+	Investeringer i datterselskaper	0	0	0	0	0	0
+	Lån til foretak i samme konsern	0	0	0	0	0	0
+	Investeringer i felleskontrollert virksomhet	432	17784	40151	80930	80884	49669
+	Lån til felleskontrollert virksomhet		0	0	24094	70321	129919
+	Investeringer i tilknyttet selskap	31438	81018	76933	86298	110589	18146
+	Investering i aksjer og andeler	1503	9754	11320	14831	15002	173648
+	Bundne bankinnskudd	163016	163899	145252	208227	206610	268717
+	Andre langsiktige fordringer	0	3018	8538	11752	5886	12558
+	Overfinansiering pensjon	10412	9039	4349	3126	0	0
=	Finansielle anleggsmidler	206801	284512	286543	429258	489292	652657
=	Anleggsmidler	2003651	2859162	3902875	4313808	4848949	5534057
	Beholdninger	10207	7936	11487	14481	14799	26400
+	Kundefordringer	103277	153569	150510	164829	167642	227602
+	Andre kortsiktige fordringer	22735	50475	21054	38977	58514	108200
=	Fordringer	126012	204044	171564	203806	226156	335802
+	Bankinnskudd og kontantekvivalenter	215516	434600	512142	466067	467157	702450
=	Omløpsmidler	351735	646580	695193	684354	708112	1064652
→	Eiendeler	2355386	3505742	4598068	4998162	5557061	6598709

Balanse: Egenkapital og gjeld

	BALANSE: EGENKAPITAL OG GJELD	2000	2001	2002	2003	2004	2005
	(Tall i 1000 NOK)						
	Aksjekapital	71588	71588	71588	71588	75588	75588
+	Egne aksjer	-324	-1184	-1103	-1065	-31	-6
+	Annen innskutt egenkapital	0	0	0	0	0	111649
+	Overkursfond	11601	11601	11601	11601	111649	0
=	Innskutt egenkapital	82865	82005	82086	82124	187206	187231
+	Annen egenkapital	1076876	1286098	1609909	1662334	1936274	2270717
=	Opptjent egenkapital	1076876	1286098	1609909	1662334	1936274	2270717
+	Minoritetsinteresser	40208	45123	217566	246510	303646	235589
=	Egenkapital	1199949	1413226	1909561	1990968	2427126	2693537
	Utsatt skatt	5053	3782	37715	46247	54695	19397
+	Utsatt inntekt	0	125094	105249	89763	3068	25915
+	Pensjonsforpliktelse	0	0	0	0	9530	10520
+	Andre avsetninger for forpliktelser	0	0	0	0	90400	100000
=	Avsetning for forpliktelser	5053	128876	142964	136010	157693	155832
	Gjeld konsernselskaper		0	0	0	0	0
+	Annen langsiktig gjeld			14350	85167	92016	41328
+	Gjeld til kredittinstitusjoner/leasingforpliktelser	1039536	1760744	2322621	2576048	2471822	3179328
=	Langsiktig gjeld	1039536	1760744	2336971	2661215	2563838	3220656
	Leverandørgjeld	34386	36227	36188	46605	51009	31616
+	Kassakreditt			0	56912	83940	119925
+	Betalbar skatt	5148	16886	7917	5351	15407	40460
+	Offentlige trekk og avgifter	11212	14970	17292	19882	21163	27726
+	Avsatt utbytte	35794	71588	53691	37794	0	0
+	Annen kortsiktig gjeld	24308	63225	93484	43425	236885	308957
=	Kortsiktig gjeld	110848	202896	208572	209969	408404	528684
=	Gjeld	1155437	2092516	2688507	3007194	3129935	3905172
=	SUM EGENKAPITAL OG GJELD	2355386	3505742	4598068	4998162	5557061	6598709

Forklaring av Endring i Egenkapitalen

	ENDRING I EGENKAPITALEN (Tall i 1000 NOK)	2000	2001	2002	2003	2004	2005
	EK 01.01 inklusiv avsatt utbytte, eksklusiv minoritetsinteresser	1075161	1195535	1439691	1745686	1782252	2123480
	Årsresultat til majoriteten	153259	309624	283663	163307	63625	261007
+	Dirty surplus - Føring direkte mot egenkapitalen	7168	-14583	91417	-74819	184164	110073
-	Netto betalt utbytte	40053	50885	69085	51922	-93439	36612
=	EK 31.12 inklusiv avsatt utbytte, eksklusiv minoritetsinteresser	1195535	1439691	1745686	1782252	2123480	2457948

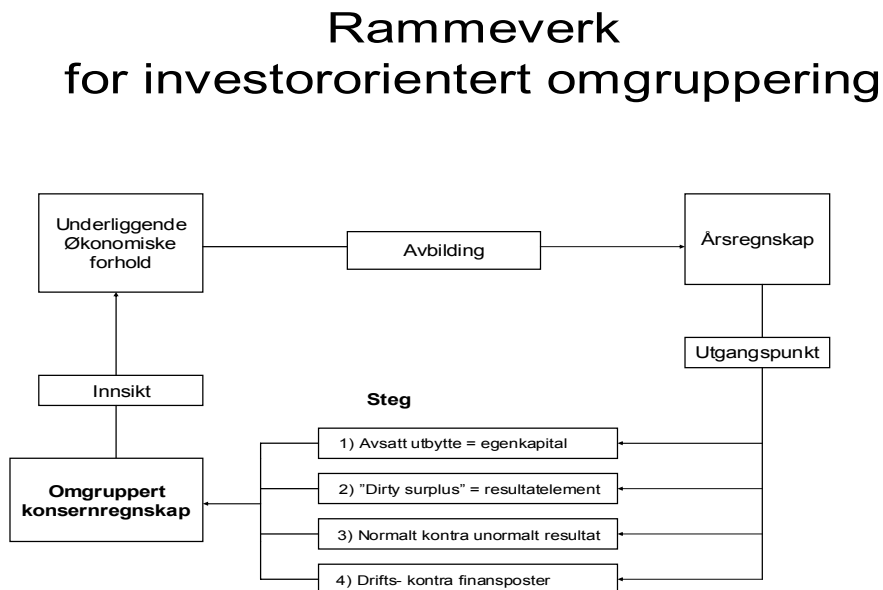
Kontantstrømoppstilling

	KONTANTSTRØMOPPSTILLING	2000	2001	2002	2003	2004	2005
	(Tall i 1000 NOK)						
	Resultat før skattekostnad	159060	344478	340912	192793	113289	300246
-	Periodens betalte skatter	5870	5248	12884	3319	4913	20242
+	Ordinære avskrivninger/avskrivning balanseført periodisk vedlikehold	124275	143717	282833	240359	273606	318765
+	Tap/gevinst vedrørende anleggsmidler	-6	2382	0	0	-14096	-117170
+	Verdiendring omløpsmidler	0	0	0	0	0	0
+	Sikringseffekt av fremtidige kontraktsinntekter	0	0	116840	-74820	24535	0
+	effekt av endring i pensjonsmidler	-1377	1373	4690	1223	4473	-989
+	Urealisert valutatap/gevinst	14822	-10542	-192035	20677	-124611	79060
+	Endringer i beholdninger, debitorer og kreditorer	-34532	-46198	-533	-6896	1273	-90955
+	Endring i tidsavgrensingsposter	5149	134812	40047	-80745	-927	51337
=	Netto kontantstrøm fra operasjonelle aktiviteter	261521	564774	579870	289272	272629	520052
-	Investert i varige driftsmidler	243149	901711	1285606	460112	495497	1057467
-	Utbetaling balanseført periodisk vedlikehold	19486	33082	39681	50016	62717	46721
+	Solgt varige driftsmidler	289	15846	772	1550	25006	382487
+	Nedskrivning av finansielle eiendeler	0	0	0	0	0	7156
-	Investert i andre aksjer	28038	75182	19816	53688	29137	17318
+	Realisasjon andre aksjer	4865	0	0	0	0	79653
=	Netto kontantstrøm fra investeringsaktiviteter	-285519	-994129	-1344331	-562266	-562345	-652210
	Emisjoner/fusjoner	0	0	0	0	104048	0
+	Inn/Utbetaling fra minoritetsinteressenter	40189	-13940	129654	8644	6375	-81304
-	Utbetaling av utbytte	35794	35794	70405	52847	37762	37779
+	Innbetaling av renter	0	0	0	0	24897	29968
-	Utbetaling av renter	0	0	0	0	94642	127510
-	Investert i egne aksjer	4259	15093	-1365	-926	-27153	-1167
+	Inn/utbetaling av bundne bankinnskudd	-12278	-885	18647	-62975	1617	-62107
+	Innbetaling av langsiktige fordringer	0	0	0	0	0	0
-	Utbetaling av langsiktige fordringer	0	3018	5520	27308	54600	66269
+	Opptrekk kassekreditt	0	0	0	56912	27027	35985
+	Opptak av gjeld (skip)	155000	794673	1069030	554795	429526	1537864
-	Nedbetaling av gjeld	165542	77504	300769	251227	142833	862564
=	Netto kontantstrøm fra finansieringsaktiviteter	-22684	648439	842002	226920	290806	367451
	Netto endring i kontanter og kontantekvivalenter	-46682	219084	77541	-46074	1090	1090
+	Beholdning av kontanter og kontantekv. Pr 01.01	262198	215516	434600	512141	466067	466067
=	Beholdning av kontanter og kontantekv. Pr. 31.12	215516	434600	512141	466067	467157	467157

(Solstad Årsrapport 2000 – 2005)

5.3 Omgruppering for analyse

Denne oppgaven er beregnet for potensielle og eksisterende investorer i Solstad aksjen. Derfor vil det her benyttes et investororientert fokus. Dette betyr at det vil være viktig å få mest mulig virkelige verdier inn i resultatregnskapet. Til en viss grad vil jeg oppnå en mer verdirelevant regnskapsføring bare ved å utføre enkelte omgrupperinger av poster i det gitte årsregnskapet til Solstad. Figur 14 nedenfor viser en oversikt over rammeverket som benyttes til omgrupperingen. . (Knivsflå, BUS 425, forelesning 4, regnskapsanalyse, våren 2005)



Figur 14, Rammeverk for investororientert omgruppering
(Knivsflå, BUS 425, forelesning 5, 2005)

Med utgangspunkt i Solstad sitt årsregnskap (konsernregnskapet) deles omgrupperingen inn i 4 steg:

Steg 1: Avsatt utbytte = egenkapital. Avsatt utbytte er trekt fra kortsiktig gjeld og lagt til egenkapitalen i stedet. Dette på grunn av at jeg ved å ha valgt et investororientert perspektiv medfører et eiersyn, og eierne kan da ikke ha gjeld til seg selv. (Knivsflå, BUS 425, forelesning 5, omgruppering for analyse, våren 2005)

Steg 2: "Dirty surplus" = resultatelement. "Dirty surplus" er inntekter og kostnader som er ført direkte mot egenkapitalen, eller eventuelt ikke ført i det hele tatt (såkalt "hidden dirty surplus"). Således er "dirty surplus" et brudd på regnskapslovens paragraf 4-3 om at alle inntekter og kostnader skal resultatføres. Men det er noen unntak hvor det er lov å føre direkte mot egenkapitalen. Endring av regnskapsprinsipp fra et regnskapsår til et annet og korrigeringer av feil i tidligere årsregnskap, er eksempler på dette. Denne form for "dirty surplus" er kartlagt hos Solstad. På den måten har jeg kommet frem til det fullstendige nettoresultatet til selskapet, som er lik årsresultatet til majoriteten slik det er rapportert i resultatregnskapet + "dirty surplus". (Knivsflå; BUS 425, våren 2005)

Steg 3: Normalt kontra unormalt resultat. Her har jeg prøvd å skille mellom de postene som er relevante for videre budsjettering og fremskriving (normale poster – som kommer igjen år for år), og de som ikke er relevante (unormale poster – som inntreffer en - eller et fåtall ganger over analyseperioden). Unormale poster kan blant annet være; "dirty surplus", engangsvinning/-tap ved salg av en eiendel eller ekstraordinære poster. (Knivsflå; BUS 425, våren 2005)

De unormale postene som er oppdaget hos Solstad over analyseperioden er driftsrelatert "dirty surplus", samt at det i 2002 var en unormal driftskostnad på 80 millioner NOK relatert til nedskrivning av anleggsmidler. Disse er nå omgruppert, og inngår i det unormale netto driftsresultatet.

Steg 4: Drift kontra finans. For å kunne foreta analyser av hvor mye driften kaster av seg og hvor mye finansieringen koster har jeg foretatt et skille mellom drift og finansiering. Det er derfor gjort en omgruppering av balansen til Solstad slik at blansen nå har et fokus på drifts- og finansiell kapital i motsetning til det å ha fokus på likviditet slik fokuset er i utgitt årsregnskap etter Regnskapsloven og god regnskapsskikk. (Knivsflå; BUS 425, våren 2005, Solstad Årsrapport 2004)

Presentasjon av omgruppert konsernregnskap for Solstad Offshore ASA 2000 – 2005 (Tall i 1000 NOK):

Omgruppert resultatregnskap

OMGRUPPERT RESULTATREGNSKAP	2000	2001	2002	2003	2004	2005
(Tall i 1000 NOK)						
Fraktinntekter	640347	863552	990329	974081	822072	1250659
+ Andre inntekter		4822	19844	19845	37915	122405
= Driftsinntekter	640347	868374	1010173	993926	859987	1373064
Personalkostnader	188774	235152	290605	301098	280133	354901
+ Ordinære avskrivninger	103190	117730	165849	203431	227814	266623
+ Avskrivning balanseført periodisk vedlikehold	21085	25987	36984	36928	45792	52142
+ Andre driftskostnader	101020	139312	146883	174080	179320	211238
= Driftskostnader	414069	518181	640321	715537	733059	884904
= Driftsresultat	226278	350193	369852	278389	126928	488160
- Driftsrelatert skatt i egen virksomhet	26796	41470	34325	32967	15031	57808
= Netto driftsresultat i egen virksomhet	199482	308723	335527	245422	111897	430352
Nettoresultat fra tilknyttet/felleskontrollert virksomhet	339	6573	21832	12208	24642	-2590
= Netto driftsresultat	199821	315296	357359	257630	136539	427762
+ Netto finansinntekt	16451	41261	152774	19570	59921	216552
= Nettoresultat til sysselsatt kapital	216272	356557	510133	277200	196460	644314
- Netto finanskostnad	65092	50108	131730	89989	87483	349986
- Netto minoritetsresultat	19	18855	42837	20301	28735	24993
= Nettoresultat til egenkapitalen	151161	287593	335567	166910	80243	269335
+ Unormalt netto driftsresultat	9266	7448	39513	-78422	167546	101745
= Fullstendig nettoresultat til egenkapitalen	160427	295041	375080	88488	247789	371080
- Netto betalt utbytte	40053	50885	69085	51922	-93439	36612
= Endring i EK	120374	244156	305995	36566	341228	334468

(Knivsfå; BUS 425, våren 2005)

Omgruppert balanse

OMGRUPPERT BALANSE	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Driftsrelaterte anleggsmidler	1828720	2673452	3733416	4051778	4551130	4949215
- Langsiktig driftsrelatert gjeld	5053	128876	142964	136010	157693	155832
= Netto anleggsmidler	1823667	2544576	3590452	3915768	4393437	4793383
Driftsrelaterte omløpsmidler	136219	211980	183051	218287	240955	362202
- Kortsiktig driftsrelatert gjeld	75054	131308	154881	115263	324464	408759
= Driftsrelatert arbeidskapital	61165	80672	28170	103024	-83509	-46557
→ NETTO DRIFTSEIENDELER	1884832	2625248	3618622	4018792	4309928	4746826
Finansielle anleggsmidler	174931	185710	169459	262030	297819	584842
+ Finansielle omløpsmidler	215516	434600	512142	466067	467157	702450
= Finansielle eiendeler	390447	620310	681601	728097	764976	1287292
→ SYSSELSATTE EIENDELER	2275279	3245558	4300223	4746889	5074904	6034118
Egenkapital	1195535	1439691	1745686	1782252	2123480	2457948
Minoritetsinteresser	40208	45123	217566	246510	303646	235589
Langsiktig finansiell gjeld	1039536	1760744	2336971	2661215	2563838	3220656
+ Kortsiktig finansiell gjeld	0	0	0	56912	83940	119925
= Finansiell gjeld	1039536	1760744	2336971	2718127	2647778	3340581
→ SYSSELSATT KAPITAL	2275279	3245558	4300223	4746889	5074904	6034118

(Knivsfå; BUS 425, våren 2005)

5.4 Analyse av målefeil og justering

Ved å utføre de fire stegene for omgruppering i punkt 5.3 har jeg til en viss grad klart å få til mer verdirelevant regnskapsføring i Solstad sitt konsernregnskap. Her vil jeg vurdere om det er nødvendig å gå inn i konsernregnskapet for å utføre konkrete justeringer mot mer virkelig verdi. Dette på grunn av at regnskapsførte tall ikke nødvendigvis reflekterer virkelige verdier, og at det dermed oppstår såkalte målefeil. Målefeil i resultatregnskapet og balansen har man når det er en forskjell mellom rapporterte regnskapsførte tall og virkelig verdi. (Knivsfå; BUS 425, våren 2005, Gjesdal, Frøystein og Thore Johnsen 1999)

Det er ulike syn på nødvendigheten av justeringer og hvordan eventuelt justeringer skal utføres. Noen mener justeringer fører til mer støy – altså større ulempe enn nytte, mens andre mener det er positivt med visse justeringer. Stern Stewart & Co, som eier merkevaren EVA (Economic Value Added) er tilhenger av justeringer av balansen og resultatregnskapet mot korrekt historisk kost ³. Foreleser i faget regnskapsanalyse og verdsettelse, førsteamanusensis Kjell Henry Knivsfå ved Norges Handelshøyskole, mener netto driftseiendeler bør justeres mot korrekt historisk kost (i tråd med Stern Stewart & Co), og at netto finansiell gjeld (finansiell gjeld – finansielle eiendeler) bør justeres mot virkelig verdi. I tillegg er han tilhenger av normalisering av driftsresultatet og finansresultatet (slik det ble gjort i punkt 5.3, steg 3). (Knivsfå; BUS 425, våren 2005, Young, S. D., and S. F. O’Byrne 2001)

Det er ingen indikasjoner i årsrapportene fra Solstad på kreativ (ulovlig) regnskapsføring. Revisor, Ernst & Young, mener også at årsregnskapet er avgitt i samsvar med lover og forskrifter. (Solstad Offshore ASA Årsrapporter 2000 - 2005). Det vil derfor ikke være aktuelt med justeringer på grunn av kreativ regnskapsføring. Jeg vil her vurdere andre mulige justeringer, da spesielt justeringer i tråd med Kjell Henry Knivsfå.

Nedskrivning av driftsrelaterte anleggsmidler har jeg vurdert til å være en unormal post. I 2002 foretok Solstad en nedskrivning av anleggsmidler. På grunn av at nedskrivningene er omgruppert til det unormale driftsresultatet, vil det ikke være aktuelt med andre justeringer av

³ Korrekt historisk kost er basert på nåverdiprinsippet, der diskonteringsrenten er internrenten til investeringen. Eksempelvis er korrekt historisk kostverdien av en eiendel, nåverdien til fremtidige kontantstrømmer generert av denne eiendelen, diskontert med internrenten. (Knivsfå, BUS 425, forelesning 6, aksepterte målefeil, våren 2005)

nedskrivning. Dette på grunn av at unormale poster holdes utenfor budsjetteringen og fremskrivningen som er av relevans for verdsettelsen. Dette er i tråd med normaliseringen av netto driftsresultatet. (Knivsflå; BUS 424, høsten 2004)

For Solstad og bransjen er en meget stor post varige driftsmidler, spesielt da skip og byggekontrakter. Etter NGRS har det vært vanlig å avskrive skipene over en forventet levetid på 25 år. Dette er også blitt gjort for Solstad i årene 2000 – 2004. I 2005 ble det derimot innført nye regnskapsregler, IFRS, hvor enkeltkomponenter av stor verdi på skipene nå avskrives separat, jmfør punkt 5.2. På grunn av at jeg på ingen måte har mulighet til å kunne plukke ut disse enkeltkomponentene fra 2000 – 2003 (2004 tallene er satt opp i tråd med IFRS), foreta en vurdering av deres kostnader separat, for så å avskrive disse over forventet levetid, velger jeg her å bruke beste tilnærming. Jeg velger derfor å beholde avskrivningene slik de er ført i resultatregnskapet fra 2000 – 2003. (Solstad Offshore ASA IFRS Transition Report, Solstad årsrapport fra 2000 - 2005).

Solstad har hatt goodwill i regnskapet sitt inntil 2004, hvor det i 2004 ble foretatt en avskrivning samt nedskrivning av resterende goodwill. Goodwillen oppstod da Solstad kjøpte opp et managementselskap i 1997. (Solstad årsrapport fra 1997). Det kan argumenteres her for at goodwillen burde vært tilbakeført for å få samsvar mellom perioden fra 2000 – 2003 hvor NGRS ble benyttet, og perioden 2004 – 2005 hvor IFRS er brukt. I henhold til NGRS, ble Goodwill avskrevet over en lineær levetid på 10 år. (Solstad Årsrapport 2003). Under IFRS reglene avskrives ikke lenger goodwill. Nå testes den hvert år for forringelse. (Transition to IFRS, VEIDEKKE, 21.4. 2004). I henhold til både NGRS og IFRS var verdien på goodwillen per 31.12.2004 lik null. (Solstad årsrapport 2004 og 2005). I og med at Solstad ikke lenger har goodwill i regnskapet sitt, ser jeg det på som lite aktuelt å tilbakeføre avskrivningene av goodwillen. Jeg mener det her vil være beste løsning å beholde avskrivningene slik som de er ført fra 2000 – 2004, da dette vil være beste anslag på reell goodwill i disse årene. Goodwill vil derfor heller ikke justeres. (White, Gerald I. et al. 2003)

Det er også nødvendig å vurdere om det er hensiktsmessig å justere netto finansiell gjeld, mot mer virkelig verdi. Beste estimat er det som finansielle eiendeler og finansiell gjeld er oppført med i balansen. NOTE 3 i årsrapporten fra 2005 til Solstad Offshore ASA viser en oversikt over balanseførte og estimerte virkelige verdier til finansielle eiendeler og finansiell gjeld i 2004 og 2005. Tallene viser at balanseførte verdier er ført med de estimerte virkelige verdiene

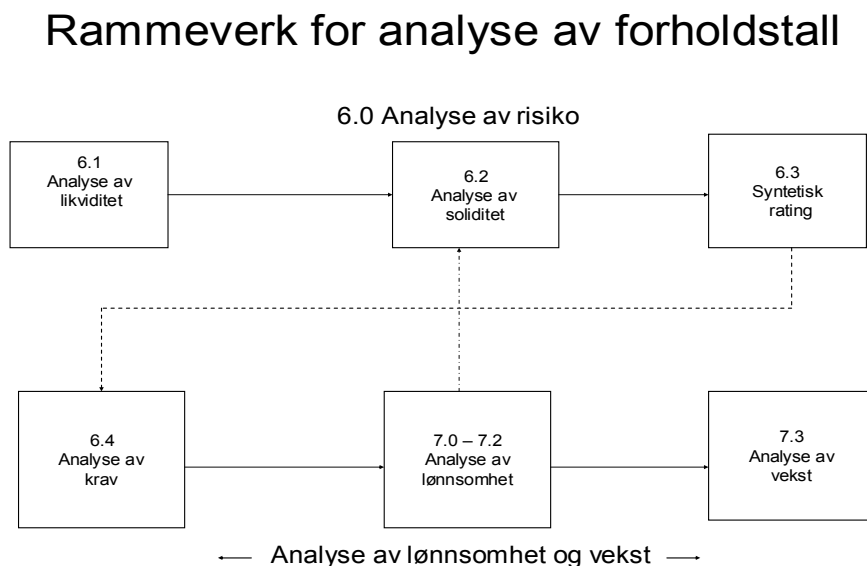
per 31.12. hvert av årene. I årsrapportene fra 2000 til og med 2003 finnes ikke en slik oversikt, beste estimat her vurderer jeg til å være balanseførte verdier, jamfør RL § 5 - 8 og § 5 – 13.

Til slutt vil jeg kommentere eventuell justering av minoritetsinteressene.

Minoritetsinteressene bør i prinsippet justeres til virkelig verdi. I denne oppgaven kommer jeg til å ta en antagelse om at de balanseførte verdiene til minoritetsinteressene er oppført til tilnærmet virkelige verdier, og dermed ikke foreta en justering av disse. Antagelsen baserer seg hovedsakelig på det argument at som utenforstående analytiker er beste anslag på virkelig verdi den verdien som er oppført i balansen. Antagelsen er også i dette tilfellet rimelig, da minoritetsinteressene utgjør en såpass liten andel av egenkapitalen. På grunn av ovennevnte momenter vil det i denne oppgaven ikke justeres for målefeil i regnskapet, da det etter nøye vurderinger her bare ville ført til mer støy enn nytte for den fremtidige verdsettelsen. (White, Gerald I. et al. 2003, Knivsfå; BUS 424, høsten 2004, Solstad årsrapport 2000 - 2005).

5.5 Rammeverk for forholdstallsanalyse

Med utgangspunkt i det omgrupperte konsernregnskapet til Solstad, vil jeg nå utføre en forholdstallsanalyse. Figur 15 nedenfor viser en oversikt over det rammeverket som jeg vil benytte meg av i forholdstallsanalysen.



Figur 15, Rammeverk for analyse av forholdstall
(Knivsflå; BUS 425, våren 2005)

Forholdstallsanalysen deles inn i to hoveddeler; analyse av risiko og analyse av lønnsomhet og vekst. Risikoanalysen deles igjen inn i analyse av likviditet og soliditet, hvor disse analysene ender opp i en syntetisk rating (kredittvurdering). For å analysere lønnsomheten er det først viktig å kartlegge avkastningskravet for de ulike kapitalene. Deretter foretas det en analyse av rentabilitet i forhold til krav, for så å forklare de underliggende kilder til rentabilitet gjennom dekomponering. Vekstanalysen ser på om virksomheten har evner til å vokse i fremtiden.

Forholdstallsanalysen blir utført for årene 2001 til og med 2005. Året 2000 er ikke tatt med i analysesammenheng. Resultatregnskapet og balansen er derimot omgruppert også for dette året. Dette på grunn av at kapitalen fra året (2000) før analyseåret (2001) benyttes som et element i utregningene i punktene 6.4 til og med 7.3. (Knivsflå; BUS 425, våren 2005)

6.0 ANALYSE AV RISIKO

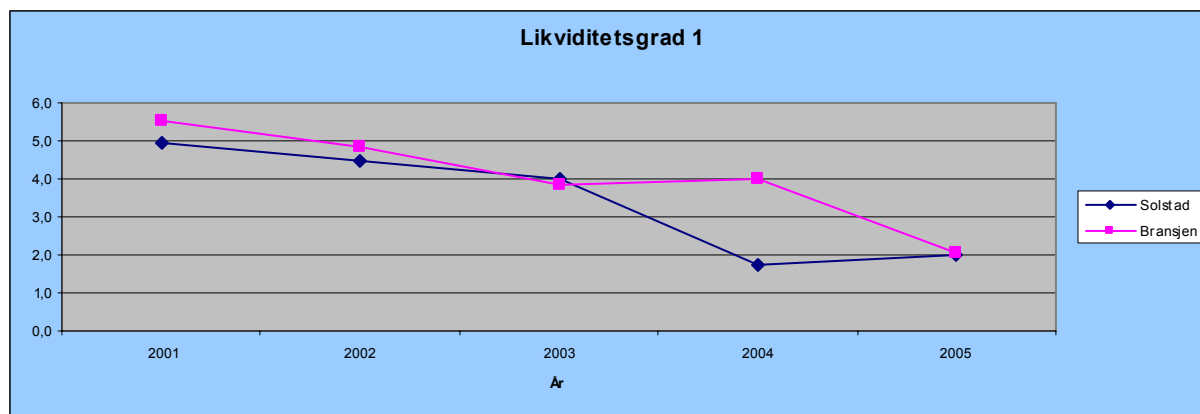
Poenget med en risikoanalyse er å finne ut mer om Solstad sin finansieringsstrategi. Spesielt sees det på om selskapet er finansiert slik at det har nok likvide midler til å dekke krav etter hvert som de forfaller til betaling, samt om virksomheten har evne til å stå i mot en lengre periode med tap. (Knivsflå; BUS 425, våren 2005)

6.1 Analyse av kortsiktig kredittrisiko – likviditetsanalyse

Likviditetsanalysen fokuserer på kortsiktig kredittrisiko, altså om Solstad er finansiert slik at de har nok likvide midler til å dekke krav etter hvert som de forfaller til betaling. Likviditetsanalysen deles her inn i en forholdstallsanalyse og en kontantstrømanalyse. I forholdstallsanalysen foretar jeg en analyse av likviditetsgrad 1 og 2, samt analyse av rentedekningsgraden. Kontantstrømanalysen deles i en kontantstrømanalyse av finansielle eiendeler (endring i likviditet) og en kontantstrømanalyse av finansiell gjeld (behov for låneopptak). (Knivsflå; BUS 425, våren 2005)

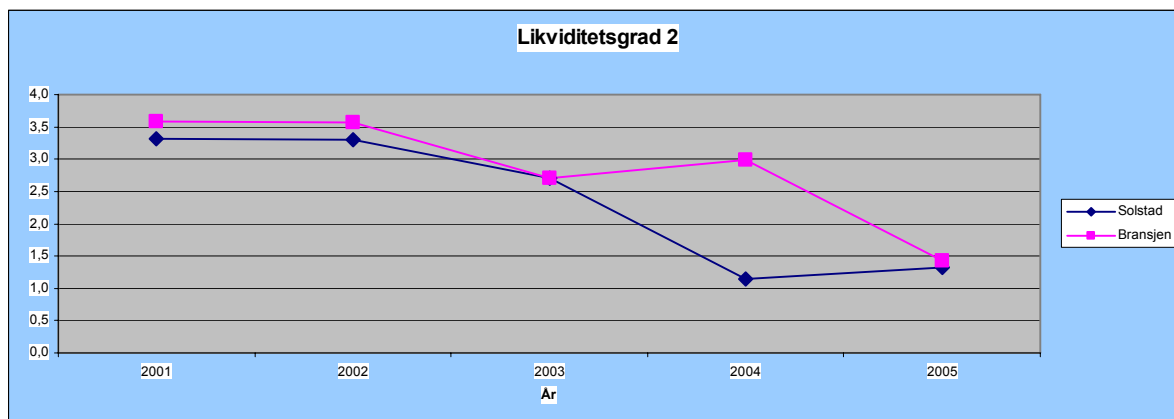
Forholdstallsanalyse

$Likviditetsgrad\ 1 = (\text{Driftsrelaterte omløpsmidler} + \text{Finansielle omløpsmidler}) / (\text{Kortsiktig driftsrelatert gjeld} + \text{Kortsiktig finansiell gjeld})$. (Knivsflå; BUS 425, våren 2005)



Solstad viser god evne til å dekke sine kortsiktige forpliktelser, da likviditetsgrad 1 over hele analyseperioden ligger over 1. Solstad har derimot en likviditetsgrad 1 under bransjegjennomsnittet tilnærmet lik i alle årene analysen er utført. Trenden både for Solstad og bransjen er en relativt dårligere evne til å dekke de kortsiktige forpliktelsene deres, i forhold til tidligere år. Derimot har det vært en marginal positiv utvikling i likviditetsgrad 1 for Solstad fra 2004 til 2005.

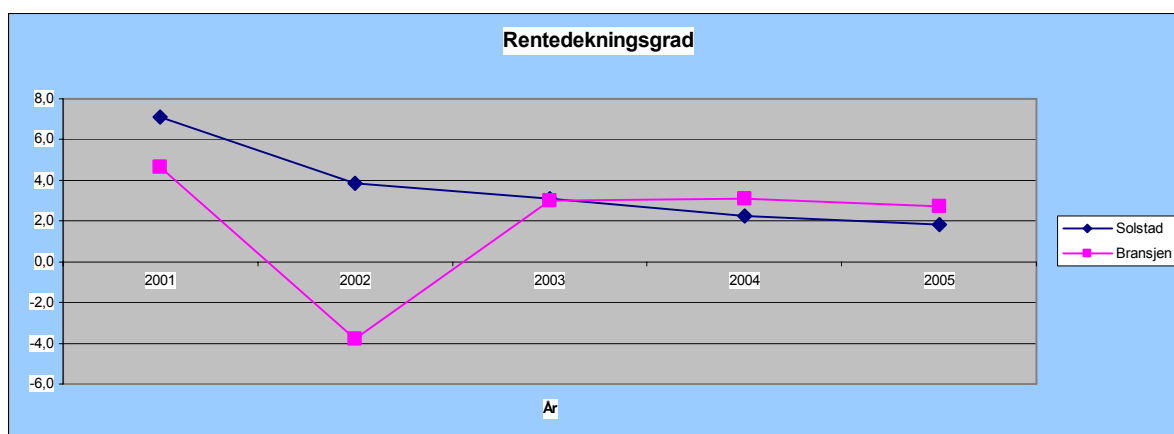
$Likviditetsgrad\ 2 = \text{Finansielle omløpsmidler} / (\text{Kortsiktig driftsrelatert gjeld} + \text{Kortsiktig finansiell gjeld})$. Likviditetsgrad 2 skiller seg fra likviditetsgrad 1 ved at den ser på i hvor stor grad de mest likvide omløpsmidlene, de finansielle, har kapasitet til å dekke den kortsiktige gjelden. (Knivsflå; BUS 425, våren 2005)



Også her ligger Solstad under bransjegjennomsnittet, men selskapet klarer å dekke sine kortsiktige forpliktelser ved hjelp av de finansielle omløpsmidlene over hele analyseperioden. Selv om det for Solstad har vært en marginal økning i likviditetsgrad 2 fra 2004 til 2005, er trenden for bransjen og Solstad noe bekymringsverdig.

$Rentedekningsgrad = \text{Nettoresultat til sysselsatt kapital} / \text{Netto finanskostnad}$.

Rentedekningsgraden ser på hvor mange ganger Solstad ved nettoresultatet til den sysselsatte kapitalen klarer å dekke netto finanskostnadene deres. (Knivsflå; BUS 425, våren 2005)



Solstad har en relativt god evne til å dekke netto finanskostnader. Selskapet ligger i årene 2001 – 2003 over bransjegjennomsnittet. Derimot er utviklingen fallende for selskapet, og bransjen har siden 2003 hatt en bedre rentedekningsgrad enn Solstad. Men fremdeles har Solstad en rentedekningsgrad på ca 2, og dette er bra. (Knivsflå, forelesning 9, 2006)

Kontantstrømsanalyse:*Kontantstrømanalyse av finansielle eiendeler, altså likviditet*

	OMGRUPPERT KONTANTSTRØM, FE	2000	2001	2002	2003	2004	2005
	(Tall i 1000 NOK)						
	Netto driftsresultat	199821	315296	357359	257630	136539	427762
+	Unormalt netto driftsresultat	9266	7448	39513	-78422	167546	101745
-	Endring i netto driftseiendeler		740416	993374	400170	291136	436898
=	Fri kontantstrøm fra drift	209087	-417673	-596501	-220962	12950	92608
-	Netto finanskostnad	65092	50108	131730	89989	87483	349986
+	Endring i finansiell gjeld		721208	576227	381156	-70349	692803
-	Netto minoritetsresultat	19	18855	42837	20301	28735	24993
+	Endring i minoritetsinteresser		4915	172443	28944	57136	-68057
-	Netto betalt utbytte	40053	50885	69085	51922	-93439	36612
=	Fri kontantstrøm til finansiell investering	103923	188602	-91483	26926	-23042	305764
+	Netto finansinntekter	16451	41261	152774	19570	59921	216552
+	Unormalt netto finansresultat						
=	Endring i finansielle eiendeler	120374	229863	61291	46496	36879	522316
+	Finansielle eiendeler pr. 01.01		390447	620310	681601	728097	764976
=	Finansielle eiendeler pr 31.12	390447	620310	681601	728097	764976	1287292
	UTGÅENDE FINANSIELLE EIENDELER FORDELT PÅ						
	Kontanter	215516	434600	512142	466067	467157	702450
	Finansielle fordringer	0	3018	8538	11752	5886	12558
	Finansielle investeringer	174931	182692	160921	250278	291933	572284
=	SUM	390447	620310	681601	728097	764976	1287292

(Knivsfå; BUS 425, våren 2005)

Solstad sine finansielle eiendeler øker for hvert år over analyseperioden. Dette er positivt.

Trenden viser at selskapet øker beholdningen av kontanter, de finansielle fordringene og deres finansielle investeringer over nesten alle årene. Selskapet viser altså en god evne til å generere likviditet.

Kontantstrømanalyse av finansiell gjeld, altså låneopptak

	OMGRUPPERT KONTANTSTRØM, FG	2000	2001	2002	2003	2004	2005
	Netto driftsresultat	199821	315296	357359	257630	136539	427762
+	Unormal netto driftsresultat	9266	7448	39513	-78422	167546	101745
-	Endring i netto driftseiendeler		740416	993374	400170	291136	436898
=	Fri kontantstrøm fra drift	209087	-417673	-596501	-220962	12950	92608
+	Netto finansinntekter	16451	41261	152774	19570	59921	216552
+	Unormalt netto finansresultat	0	0	0	0	0	0
-	Endring i finansielle eiendeler		229863	61291	46496	36879	522316
=	Fri kontantstrøm fra sysselsatt kapital	225538	-606275	-505018	-247888	35992	-213155
-	Netto betalt utbytte = fri kontantstrøm til egenkapitalen	40053	50885	69085	51922	-93439	36612
-	Nettoresultat til minoriteten	19	18855	42837	20301	28735	24993
+	Endring i minoritetsinteresser		4915	172443	28944	57136	-68057
=	Fri kontantstrøm til finansiell gjeld	185466	-671100	-444497	-291167	157832	-342817
-	Netto finanskostnad	65092	50108	131730	89989	87483	349986
=	Fri kontantstrøm til finansiell gjeldsbetaling	120374	-721208	-576227	-381156	70349	-692803
→	Nettoopptak av finansiell gjeld	-120374	721208	576227	381156	-70349	692803
+	Inngående finansiell gjeld		1039536	1760744	2336971	2718127	2647778
=	Utgående finansiell gjeld	1039536	1760744	2336971	2718127	2647778	3340581

(Knivsflå, BUS 425, våren 2005)

Solstad tenderer til å ha netto opptak av finansiell gjeld de fleste årene, bare i 2005 tok selskapet opp nesten 700 millioner NOK i lån. Mesteparten av den finansielle gjelden er langsiktig finansiell gjeld som hovedsakelig er gjeld knyttet til investeringer i skip. Fra 2000 - 2005 har den utestående finansielle gjelden økt med litt over 2 milliarder NOK.

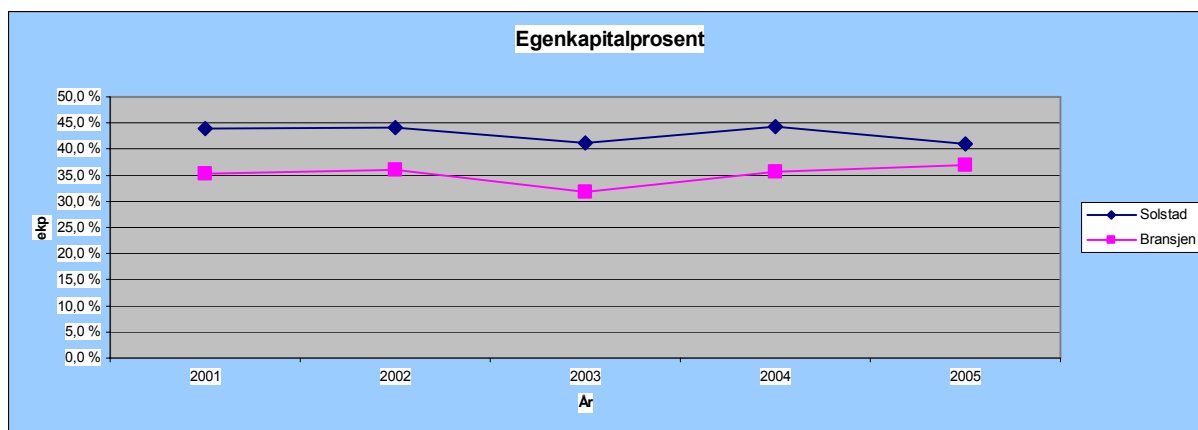
Flåteoversikten til selskapet over samme periode viser en kraftig fornyelse av flåten. (Solstad Årsrapport 2000 – 2005).

6.2 Analyse av langsiktig kredittrisiko – soliditetsanalyse

En soliditetsanalyse fokuserer på langsiktig kredittrisiko, det vil si om en Solstad er finansiert slik at selskapet har evne til å stå i mot en lengre periode med tap. (Knivsflå; BUS 425, våren 2005)

Soliditetsanalysen deles her inn i en analyse av egenkapitalprosenten, samt en statistisk finansieringsanalyse for 2005.

Egenkapitalprosenten = (Egenkapital + Minoritetsinteresser)/Totalkapital. (Knivsflå, BUS 425, våren 2005)



Solstad har en egenkapitalprosent godt over bransjegjennomsnittet over hele analyseperioden. Selskapets egenkapitalprosent ligger mellom 40 og 45 %. Til sammenligning er bransjegjennomsnittet mellom 32 og 37 %. Solstad har dermed en noe mindre risikabel finansieringsform enn resten av bransjen.

Statisk finansieringsanalyse for 2005:

Nedenfor vises Solstad sin finansieringsstrategi for 2005. Hensikten er å se hvor risikabelt Solstad finansierer seg.

	EK	MI	LDG	LFG	KDG	KFG	SUM
DAM	2457948	235589	155832	2099846			4949215
FAM				584842			584842
DOM				362202			362202
FOM				173766	408759	119925	702450
SUM	2457948	235589	155832	3220656	408759	119925	6598709

⁴ Egenkapital er den minst risikable formen for finansiering, mens finansiering ved hjelp av kortsiktig finansiell gjeld er den mest risikable. Størsteparten av finansieringen til Solstad skjer ved hjelp av egenkapital og langsiktig finansiell gjeld, som er en relativt lite risikofylt form for finansiering. (Knivsflå; BUS 425, våren 2005. Brealey, Richard A. et al. 2006)

⁴ DAM = driftsrelaterte anleggsmidler, FAM = finansielle anleggsmidler, DOM = driftsrelaterte omløpsmidler, FOM = finansielle omløpsmidler, EK = egenkapital, MI = minoritetsinteresser, LDG = langsiktig driftsrelatert gjeld, LFG = langsiktig finansiell gjeld, KDG = kortsiktig driftsrelatert gjeld, KFG = kortsiktig finansiell gjeld.

6.3 Oppsummering – syntetisk rating

Den selskapsespesifikke risikoen oppsummeres i en syntetisk rating (kredittvurdering), hvor Solstad blir gitt en karakter fra AAA til D.⁵ I tillegg til likviditetsgrad 1, rentedekningsgraden og egenkapitalprosenten, tas netto driftsrentabilitet inn i den syntetiske ratingen. Analyse av netto driftsrentabiliteten (netto driftsresultatet/netto driftskapital) kommer jeg nærmere tilbake til i punkt 7.2, men den tas med her som et mål på hvor mye netto driftskapitalen (netto driftseiendelene) kaster av seg. (Knivsflå; BUS 425, våren 2005; Standard & Poor, ratingklasser. Brealey, Richard A. et al. 2006)

SYNTEISK RATING	2001	2002	2003	2004	2005
Solstad:					
Likviditetsgrad 1	BB	BB	A	A	BBB
Rentedekningsgrad	AA	A	A	BBB	BB
Egenkapitalprosent	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB
Netto driftsrentabilitet	A	A	BB	B	BBB
Gjennomsnittsrating Solstad	A	BBB	BBB	BBB	BBB
Gjennomsnittsrating Bransjen	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB

Tabell 1, Syntetisk Rating

Tabell 1 viser at Solstad oppnår en syntetisk rating på ca BBB over analyseperioden. Dette er også snittet for bransjen, samt den mest vanlige ratingen som blir gitt generelt.

Sannsynligheten for å gå konkurs med en BBB rating er 0,37 %, altså minimal. Solstad sin finansielle situasjon vurderes derfor til å være god. (Knivsflå; BUS 425, våren 2005; Standard & Poor, ratingklasser. Brealey, Richard A. et al. 2006)

6.4 Analyse av historisk avkastningskrav

I denne delen av oppgaven vil det være viktig å finne frem til de historiske avkastningskrav til de ulike kapitaler; egenkapitalkravet, netto driftskravet, netto finansielt gjeldskrav, finansielt gjeldskrav, finansielt eiendelskrav og minoritetsinteressekravet til Solstad. Avkastningskravet til de ulike kapitalene blir her benyttet som målestokk for rentabilitet. (Knivsflå; BUS 425, våren 2005)

Jeg vil først og fremst fokusere på hvordan jeg kommer frem til egenkapitalkravet for de ulike årene. I slutten av dette punktet vises en oversikt over alle kravene til de ulike kapitalene,

⁵ Rating skala = AAA, AA, A, BBB, BB, B, CCC, CC, C, D, hvor AAA er best og D er dårligst.

hvor det også er en henvisning til fotnote 5, der formlene, som er benyttet i utregningen for de resterende kravene, blir presentert. (Knivsflå; BUS425, våren 2005).

Avkastningskravet til egenkapitalen:

Utgangspunktet for å finne avkastningskravet til egenkapitalen, r_e , er kapitalverdimodellen, CAPM. (Informasjon om CAPM, og antagelsene bak den; Bodie, Zvi. et al. 2005) Ved hjelp av CAPM regnes egenkapitalkravet ut på følgende måte:

$$r_e = r_f + \beta_e \cdot (E(r_m) - r_f) \quad ^6$$

Risikofri rente, r_f

For å finne den historiske risikofrie renten benyttes her en nominell risikofri rente etter skatt, hvor målet på risikofri rente er 3 måneders effektiv NIBOR rente (Norwegian Interbank Offered Rate), med fradrag av en 10 % risikopremie, og 28 % skatt. I og med at NIBOR renten ikke er helt risikofri, trekkes det i fra en risikopremie. Hvor stor denne risikopremien bør være er litt usikkert, men her benyttes lik 10 % av NIBOR. (Knivsflå; BUS 425, våren 2005, www.norgesbank.no)

Beta til egenkapitalen, β_e

For å finne beta til egenkapitalen for hver av analyseårene (2001 – 2005) må jeg først finne den gjennomsnittlige netto driftsbetaen over analyseperioden. Den gjennomsnittlige netto driftsbetaen benyttes som beste anslag på netto driftsbetaen for hver av analyseårene. Dette er en antagelse jeg tar. Antagelsen bygger på Miller & Modigliani sin ”Proposition 1”. I ”Proposition 1” argumenterer Miller & Modigliani for at verdien av et selskap er uavhengig av hvordan selskapet er finansiert. ”Proposition 1” bygger på en antagelse om at kapitalmarkedet er perfekt, og at det da blant annet ikke eksisterer skatt. Slik er det dog ikke i praksis. Jeg vil likevel benytte den gjennomsnittlige netto driftsbetaen som beste tilnærming på problemet med å finne netto driftsbetaen for hver av analyseårene. (Brealey, Richard A. et al. 2006)

⁶ r_f = risikofri rente, $E(r_m)$ = forventet markedsavkastning, β = mål på systematisk risiko. Det vil si hvor mye en aksje svinger i takt med markedet, der markedsporteføljen har en beta = 1, og beta til en risikofri plassering = 0. Dersom et selskap har en beta høyere enn 1, betyr dette at selskapets aksjer er mer risikable enn markedet. Beta verdi under 1, betyr at selskapets aksjer er mindre risikable enn markedet.

For å finne den gjennomsnittlige netto driftsbetaen må jeg først finne den gjennomsnittlige betaen til egenkapitalen, den gjennomsnittlige minoritetsbetaen samt netto finansiell gjeldsbeta. Dette på grunn av at netto driftsbetaen finnes som et vektet gjennomsnitt av de tre ovennevnte betaverdiene. For å finne den gjennomsnittlige betaen til egenkapitalen er databasen Datastream brukt. Ved å benytte månedlig aksjekurs for Solstad fra 2000 til og med 2005 relativt til Oslo Børs sin OBX - indeks, fant jeg gjennomsnittlig beta til egenkapitalen for Solstad (samt beta til minoritetsinteressene) lik 1,104. Året 2000 er tatt med her på grunn av at regnskapsdata fra dette året blir benyttet i utregningene av rentabilitet, se punkt 7.1 til 7.2. Beta til netto finansiell gjeld er lik 0. Dette fordi man implisitt har at den systematiske risikoen til finansiell gjeld er balansert med den systematiske risikoen til finansielle eiendeler. (Database: Datastream, Professor Jostein Lillestøl, Knivsflå; BUS 425, våren 2005)

Gjennomsnittlig netto driftsbeta blir da:

	Løsning med hensyn på NETTO DRIFTSBETA	Snitt 2001 - 2005
	Egenkapitalbeta	1,104
·	EK/NDK	0,531
+	Minoritetsbeta	1,104
·	MI/NDK	0,047
+	Netto finansiell gjeldsbeta	0
·	NFG/NDK	0,46
=	Gjennomsnittlig netto driftsbeta	0,638

Vektingen ovenfor er konsistent med $(IB \text{ kapital} + (\Delta \text{ kapital (UB} - \text{ IB)} - \text{ opptjent resultat i perioden})/2)$. Denne form for vekting benyttes gjennom hele analysen av avkastningskrav, samt i utregning av rentabilitet i lønnsomhetsanalysen i punkt 7.1 til 7.3. Ved å benytte denne formen for vekting får jeg et krav til avkastning som er regnet etterskuddsvis, og som kan sammenlignes med en etterskuddsrentabilitet. Det forutsettes at alle inn- og utbetalinger skjer i midten av året, derfor deles det på 2. (Knivsflå; BUS 425, våren 2005)

Etter å ha funnet gjennomsnittlig netto driftsbeta, benytter jeg som nevnt ovenfor Miller & Modigliani sin "Proposition 1". Dette fører til at netto driftsbetaen for alle årene fra 2001 til og med 2005 har en netto driftsbeta lik 0,638. Egenkapitalbetaen for hver av analyseårene er nå den ukjente, X. Tabell 2 nedenfor viser utregning av egenkapitalbetaen for hver av analyseårene.

	Løsning med hensyn på EGENKAPITALBETA	2001	2002	2003	2004	2005
X	Egenkapitalbeta	0,991	1,104	1,186	1,182	1,08
·	(EK + MI)/NDK	0,644	0,578	0,538	0,54	0,591
+	Netto finansiell gjeldsbeta	0	0	0	0	0
·	NFG/NDK	0,424	0,479	0,484	0,469	0,441
=	Netto driftsbeta	0,638	0,638	0,638	0,638	0,638

Tabell 2, Løsning med hensyn på egenkapitalbeta

Risikopremien til markedet, $E(r_m) - r_f$, og likviditetspremie

Etter at beta til egenkapitalen er kjent, gjenstår det å finne risikopremien til markedet, $E(r_m) - r_f$, samt en eventuell likviditetspremie, λ . Risikopremien til markedet måler differansen mellom forventet markedsavkastning og risikofri rente (her etter skatt). Jeg har i denne oppgaven basert meg på den normaliserte risikopremien på Oslo Børs fra 1958 – 2005, hvor benyttet risikopremie er et vektet gjennomsnitt av årlig risikopremie fra 1958 – 2005, lang sikt, (2/3) og årlig risikopremie fra 1995 – 2005, kort sikt, (1/3). (Knivsfå; BUS 425, våren 2006).

Likviditetspremien avhenger av grad av markedssvikt. Jeg vil her peke på ett forhold som fører til at jeg legger på en likviditetspremie til egenkapitalkravet. Solstad familien sitter på den største aksjeposten i forhold til andre investorer, og sitter som langsiktige eiere. Dette antar jeg er noe av årsaken til at Solstad går under betegnelsen et middels likvid selskap. (DagensNæringsliv; Børs & Marked). Ut i fra dette velges en likviditetspremie på 2 %. (Gjesdal, Frøstein og Thore Johnsen 1999, Eivind Kvilhaug i Solstad)

Utregning av kravet til egenkapitalen presenteres i tabell 3 nedenfor,

$$\text{hvor ekk} = r_e = r_f + \beta_e \cdot (E(r_m) - r_f) + \lambda$$

	Egenkapitalkravet 2001 - 2005	2001	2002	2003	2004	2005	Snitt 2001 - 2005
	Nibor - rente, 3 måneder	0,075	0,072	0,042	0,02	0,022	0,046
-	Risikotillegg; 10 % Nibor	0,008	0,007	0,004	0,004	0,002	0,005
=	Risikofri rente før skatt	0,067	0,065	0,038	0,016	0,02	0,041
-	28 % skatt	0,019	0,018	0,011	0,004	0,006	0,012
=	Risikofri rente etter skatt	0,048	0,047	0,027	0,012	0,014	0,03
+	beta til egenkapitalen	0,991	1,104	1,186	1,182	1,08	1,108
·	Risikopremie etter skatt	0,042	0,024	0,033	0,054	0,064	0,043
+	Likviditetspremie	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
=	Egenkapitalkrav	0,11	0,093	0,087	0,095	0,103	0,098

Tabell 3, Utregning av egenkapitalkravet over analyseårene; 2001 til og med 2005

Tabell 4 viser en oppsummering av alle kravene til de ulike kapitalene.⁷ Videre i oppgaven forutsettes det at disse kravene som jeg har kommet frem til for Solstad, også gjelder for bransjen generelt.

SOLSTAD						
Oppsummering av krav	2001	2002	2003	2004	2005	Snitt 2001 - 2005
Egenkapitalkrav, ekk	0,11	0,093	0,087	0,095	0,103	0,098
Netto driftskrav, ndk	0,099	0,083	0,067	0,065	0,078	0,078
Netto finansielt gjeldskrav, nfgk	0,064	0,058	0,039	0,024	0,034	0,044
Finansielt gjeldskrav, fgk	0,055	0,052	0,034	0,021	0,029	0,038
Finansielt eiendelskrav, fek	0,038	0,037	0,022	0,015	0,021	0,027
Minoritetsinteressekrav, mik	0,14	0,123	0,117	0,125	0,133	0,128

Tabell 4, Oppsummering av krav til de ulike kapitaler over analyseperioden; 2001 til og med 2005

⁷ fek = kontantkrav · kontantvekt + finansielt fordringskrav · finansiell fordringsvekt + investeringskrav · investeringsvekt

fgk = risikofri rente (etter skatt) + premie for systematisk risiko + premie for kredittrisiko.

ndk = egenkapitalkrav · (EK/NDK) + minoritetsinteressekrav · (MI/NDK) + netto finansiell gjeldskrav · (NFG/NDK), hvor EK = egenkapital, MI = minoritetsinteresser, NDK = netto driftskapital, NFG = netto finansiell gjeld

nfgk = fgk · (FG/NFG) – fek · (FE/NFG)

mik = ekk + likviditetspremie. Her er det benyttet en ekstra likviditetspremie = 3 %. (Knivsflå, BUS 425, forelesning 10, avkastningskrav, våren 2005)

7.0 ANALYSE AV LØNNSOMHET

Jeg vil her kartlegge hvor lønnsom Solstad har vært historisk sett, da i forhold til krav og bransje. Hovedsakelig vil jeg se på egenkapitalrentabiliteten, og dekomponering av denne rentabiliteten, for på den måten å finne de underliggende kildene til lønnsomhet. Før jeg begynner på selve analysen vil jeg først se om historisk rentabilitetsmåling har en verdi i en verdsettelse, og hvordan periodisering av investeringsutgifter påvirker rentabilitetsmålingen. Dersom regnskapsmessig rentabilitet uttrykker historisk lønnsomhet, og det er en sammenheng mellom historisk og fremtidig lønnsomhet, da vil rentabilitetsmåling ha en nytteverdi i en verdsettelse. Undersøkelser, og økonomisk teori, har kommet til den konklusjon at historisk lønnsomhet kan være svært relevant som utgangspunkt for en prognose over fremtidig lønnsomhet. (Gjesdal, Frøystein og Thore Johnsen 1999) På grunnlag av dette sees det her på som hensiktsmessig å foreta en analyse av den historiske lønnsomheten til Solstad. Til slutt er det viktig å være bevisst at rentabiliteten er sensitiv til periodiseringen av investeringsutgifter, og hvilken avskrivningsmetode som benyttes. I og med at Solstad foretar jevnlige investeringer i skip og selskap, og selskapet på den måten har eiendeler i ulike aldersgrupper, vil variasjonene i rentabilitet som skyldes investeringens alder bli nokså jevnet ut over tid. Derimot er rentabiliteten avhengig av avskrivningsplan, men som nevnt i punkt 5.4, analyse av målefeil og justering, vil det i denne oppgaven ikke bli foretatt noen justering av avskrivningsplanen til Solstad, da dette ikke ble sett på som hensiktsmessig. (Gjesdal, Frøystein og Thore Johnsen 1999)

7.1 Analyse av egenkapitalrentabilitet i forhold til egenkapitalkravet

Analysen av egenkapitalrentabiliteten i forhold til egenkapitalkravet deles her inn i tre. Først vil jeg se på egenkapitalrentabiliteten til Solstad (ekr)⁸ i forhold til egenkapitalkravet (ekk). Differansen mellom egenkapitalrentabiliteten til Solstad i forhold til egenkapitalkravet kan så deles i to: differansen mellom egenkapitalrentabiliteten til bransjen (ekr_B) og egenkapitalkravet (her forutsatt at kravet til Solstad er lik kravet til bransjen, jamfør punkt 6.4), pluss differansen mellom egenkapitalrentabiliteten til Solstad og egenkapitalrentabiliteten til bransjen. (I bransjen inngår verdiene til de komparative selskapene Farstad og DOF samt Solstad selv, som tidligere nevnt).

⁸ $ekr = NREt / (EK_{t-1} + (\Delta EK_t - NREt) / 2)$, der NRE = nettoresultat til egenkapitalen og EK = egenkapitalen.

Ved å foreta denne oppdelingen skal jeg prøve å avdekke om eventuell superprofitt Solstad måtte ha ($ekr > ekk$) skyldes en bransjefordel eller en ressursfordel for Solstad spesifikt.

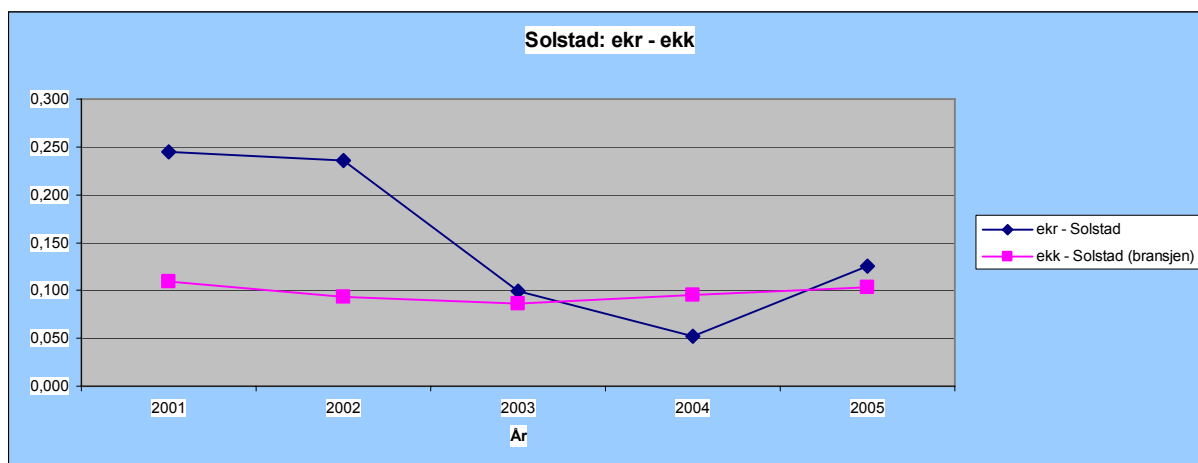
Oppdelingen blir som følger:

$$ekr - ekk = (ekr_B - ekk) + (ekr - ekr_B)$$

Bransjefordel + Ressursfordel

Analyse av $ekr - ekk$

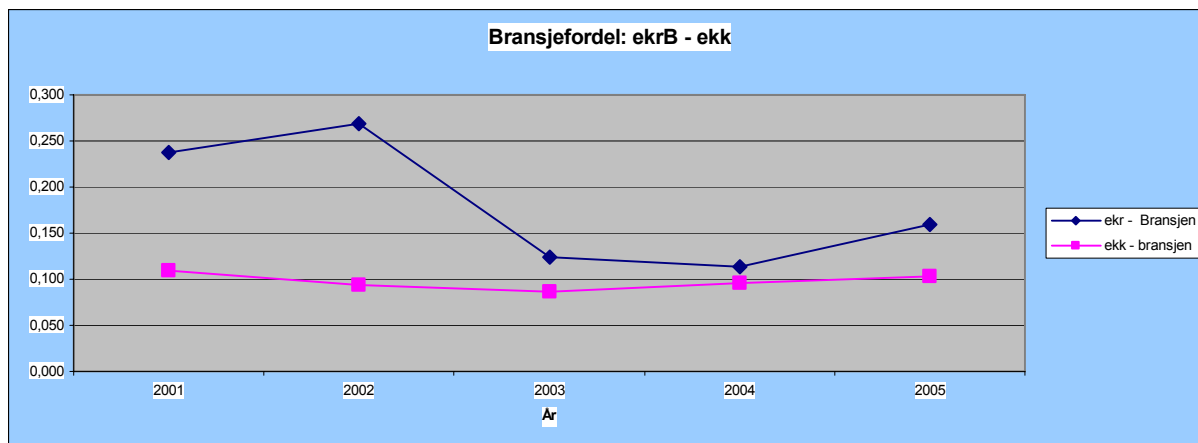
	ekr - ekk	2001	2002	2003	2004	2005	Snitt 2001 -2005
	Egenkapitalrentabilitet, ekr	0,245	0,236	0,099	0,052	0,125	0,151
-	Egenkapitalkravet, ekk	0,11	0,093	0,087	0,095	0,103	0,098
=	Superprofitt, ekr - ekk	0,135	0,143	0,012	-0,043	0,022	0,054



Diagrammet ovenfor viser at Solstad hadde en egenkapitalrentabilitet godt over kravet i perioden 2001 til 2003, men i 2004 var egenkapitalrentabiliteten under kravet. I 2005 oppnådde selskapet superprofitt igjen, $ekr > ekk$. Over analyseperioden har Solstad oppnådd en gjennomsnittlig superprofitt på 5,4 %.

Bransjefordel: $ekr_B - ekk$:

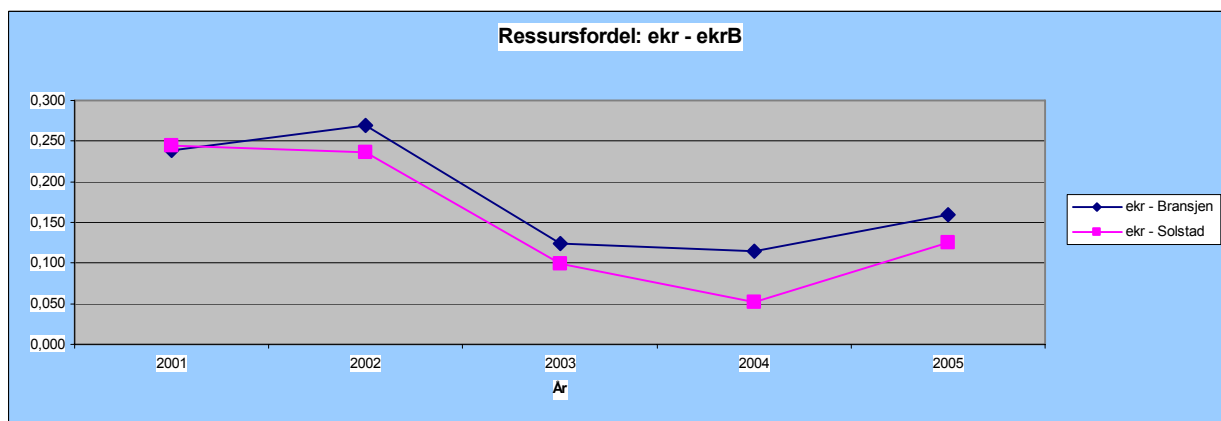
	$ekr_B - ekk$	2001	2002	2003	2004	2005	Snitt 2001 - 2005
	Egenkapitalrentabilitet Bransjen, ekr_B	0,238	0,269	0,124	0,114	0,16	0,181
-	Egenkapitalkravet, ekk	0,11	0,093	0,087	0,095	0,103	0,098
=	Superprofitt, $ekr_B - ekk$	0,128	0,176	0,037	0,019	0,056	0,083



Bransjen har gjennom hele analyseperioden en egenkapitalrentabilitet større enn kravet. Dette er positivt. Bransjen oppnår superprofitt i alle analyseårene. Gjennomsnittlig superprofitt for bransjen fra 2001 til 2005 er på 8,3 %.

Ressursfordel: ekr – ekr_B

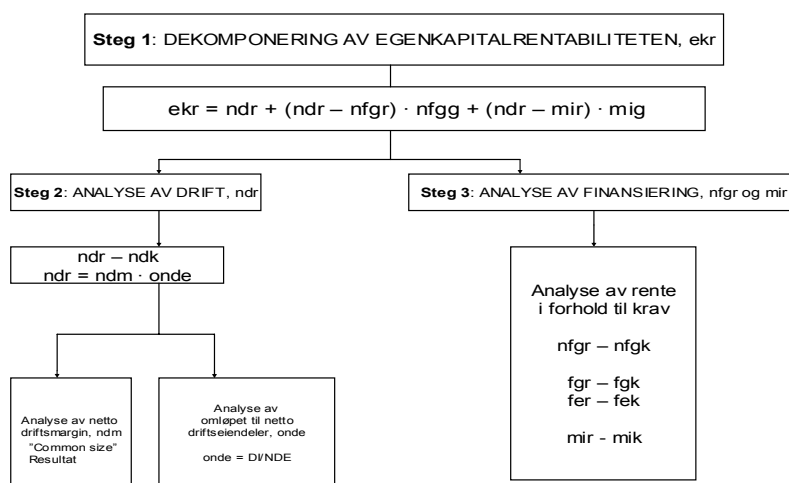
	ekr – ekr _B	2001	2002	2003	2004	2005	Snitt 2001 - 2005
	Egenkapitalrentabilitet Solstad, ekr	0,245	0,236	0,099	0,052	0,125	0,151
-	Egenkapitalrentabilitet Bransjen, ekr _B	0,238	0,269	0,124	0,114	0,16	0,181
=	Differanse; ekr – ekr _B	0,007	-0,033	-0,025	-0,062	-0,035	-0,03



Solstad sin egenkapitalrentabilitet ligger under bransjegenomsnittet i tilnærmet hele perioden fra 2001 til 2005. Dette er et faresignal, selskapet klarer ikke være like lønnsomme som resten av bransjen.

7.2 Dekomponering av egenkapitalrentabilitet i forhold til krav

For å få en dypere innsikt i de underliggende kildene til egenkapitalrentabiliteten til Solstad, foretar jeg en dekomponering. Her benyttes dekomponering i forhold til netto driftsrentabilitet. Dette på grunn av at jeg da får et klart skille mellom drift og finansiering, noe som da gjør det enkelt å finne ut hvor mye driften koster av seg, og hvor mye finansieringen koster. Figur 16 gir en oversikt over dekomponeringen av egenkapitalrentabiliteten som jeg kommer til å utføre⁹.



Figur 16, Dekomponering av egenkapitalrentabiliteten
(Knivsflå; BUS 425, våren 2005)

Steg 1, i figur 16, blir å dekomponere egenkapitalrentabiliteten til Solstad på et overordnet plan. Egenkapitalrentabiliteten blir da dekomponert i; netto driftsrentabilitet pluss netto finansiell gearing pluss minoritetsgearing => $ekr = ndr + (ndr - nfggr) \cdot nfgg + (ndr - mir) \cdot mig$. I steg 2 utfører jeg en analyse av driften. Jeg foretar da først en analyse av netto

⁹ Forklaring av forkortelser: ekr = egenkapitalrentabilitet, ndr = netto driftsrentabilitet, nfggr = netto finansiell gjeldrente, nfgg = netto finansiell gjeldsgrad, mir = minoritetsrentabilitet, mig = minoritetsgrad. ndm = netto driftsmargin, onde = omløpet til netto driftseiendeler, di = driftsinntekter, nde = netto driftseiendeler, fgr = finansiell gjeldsrente, fgk = finansielt gjeldskrav, fer = finansiell eiendelsrentabilitet, fek = finansielt eiendelskrav, mik = minoritetskravet. $ndr = NDRt / (NDKt - 1 + (\Delta NDKt - NDRt) / 2)$, der $NDR =$ netto driftsresultat, $NDK =$ netto driftskapital. $nfggr = (NFKt - NFI) / (NFGt - 1 + (\Delta NFGt - (NFKt - NFI) / 2))$, $NFK =$ netto finanskostnad, $NFI =$ netto finansinntekt, $NFG =$ netto finansiell gjeld, $nfgg = (NFGt - 1 + (\Delta NFGt - (NFKt - NFI) / 2)) / (EKt - 1 + (\Delta EKt - NREt) / 2)$, $EK =$ egenkapitalen, $NRE =$ nettoresultat til egenkapitalen, $mir = NMRt / (MI - 1 + (\Delta MI - NMRt) / 2)$, $NMR =$ netto minoritetsresultat, $MI =$ minoritetsinteressent, $mig = (MI - 1 + (\Delta MI - NMRt) / 2) / (EKt - 1 + (\Delta EKt - NREt) / 2)$

driftsrentabilitet i forhold til netto driftskrav, og bransjen. Deretter dekomponerer jeg netto driftsrentabiliteten i netto driftsmargin og omløpet til netto driftseiendeler, og sammenligner med bransjen. Netto driftsmarginen dekomponerer jeg videre til et ”common size resultat”, hvor alle størrelser i resultatet måles som andeler av driftsinntektene, også her sammenlignes det med bransjen. Til slutt kommenterer jeg en eventuell videre dekomponering av onde. I steg 3 foretar jeg en analyse av finansiering. Dette skjer ved at jeg analyserer netto finansiell gearing og minoritetsgearing. Ved analyse av netto finansiell gearing ser jeg på netto finansiell gjeldsrente i forhold til netto finansielt gjeldskrav. Jeg foretar så en videre dekomponering hvor jeg ser på finansiell gjeldsrentabilitet i forhold til finansielt gjeldskrav og finansiell eiendelsrentabilitet i forhold til finansielt eiendelskrav. Til slutt analyserer jeg minoritetsgearing, hvor jeg først og fremst analyserer minoritetsrentabiliteten i forhold til minoritetskravet. Jeg vil i tillegg til dekomponeringen av egenkapitalrentabiliteten ta med et avsnitt helt på slutten hvor jeg analyserer finansielle andeler. Dette tas med her først og fremst fordi innsikten fra denne analysen benyttes i budsjetteringen i punkt 8.2.

Steg 1: Dekomponering av egenkapitalrentabilitet

$$\Rightarrow ekr = ndr + (ndr - nfgr) \cdot nfgg + (ndr - mir) \cdot mig$$

	Dekomponering av egenkapitalrentabilitet	2001	2002	2003	2004	2005
	Netto driftsrentabilitet, ndr	0,15	0,121	0,07	0,033	0,099
+	Netto finansiell gearing, (ndr – nfgr)*nfgg	0,106	0,135	0,032	0,019	0,026
+	Minoritetsgearing, (ndr – mir)*mig	-0,012	-0,021	-0,003	-0,01	0,000
=	Egenkapitalrentabilitet	0,245	0,236	0,099	0,042	0,125

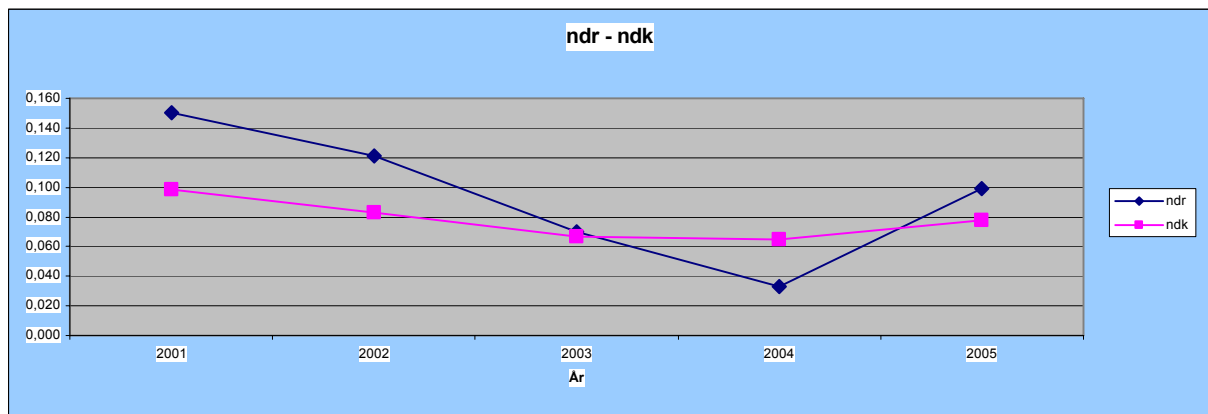
Egenkapitalrentabiliteten over analyseperioden varierer ganske kraftig, høyeste ekr over analyseperioden var i 2001, med en ekr lik 24,5 %. I 2004 var ekr lik 4,2 %, som er den laveste egenkapitalrentabiliteten over analyseårene.

Steg 2: Analyse av drift, ndr

For å få innsikt i om Solstad klarer å oppnå en eventuell superprofitt på driften, analyseres netto driftsrentabiliteten i forhold til netto driftskravet.

=> ndr - ndk

	Analyse av Drift	2001	2002	2003	2004	2005
	Netto driftsrentabilitet, ndr	0,15	0,121	0,07	0,033	0,099
-	Netto driftskrav, ndk	0,099	0,083	0,067	0,065	0,078
=	Superprofitt, ndr - ndk	0,052	0,038	0,003	-0,031	0,021



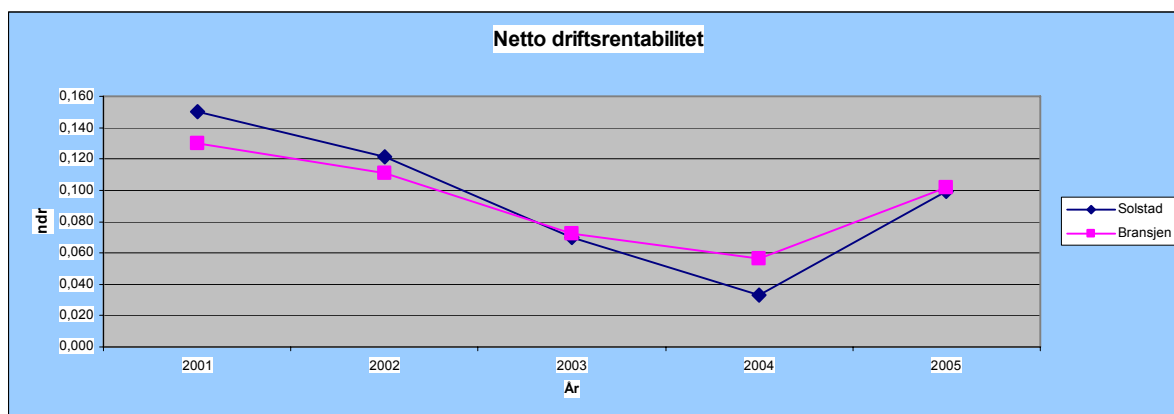
2004 er det eneste året Solstad ikke oppnår en superprofitt på driften. Da er ndr < ndk. I 2005 derimot snudde den negative utviklingen fra 2004, og selskapet oppnådde en superprofitt på 2,1 %.

For å få en dypere innsikt i de underliggende faktorer til netto driftsrentabiliteten til Solstad, dekomponeres netto driftsrentabiliteten inn i; netto driftsmarginen og omløpet til netto driftseiendeler. Jeg kommer her til å foreta en konkret sammenligning med bransjen.

$$\Rightarrow ndr = ndm \cdot onde^{10}$$

	SOLSTAD	2001	2002	2003	2004	2005	Snitt 2001 - 2005
	Netto driftsmargin, ndm	0,363	0,354	0,259	0,159	0,312	0,289
·	Omløpet til netto driftseiendeler, onde	0,414	0,343	0,269	0,21	0,318	0,311
=	Netto driftsrentabilitet, ndr	0,150	0,121	0,070	0,033	0,099	0,095
	BRANSJEN						
	ndm Bransjen	0,358	0,324	0,241	0,208	0,292	0,285
·	onde Bransjen	0,363	0,343	0,301	0,271	0,349	0,325
=	ndr, Bransjen	0,130	0,111	0,073	0,056	0,102	0,094

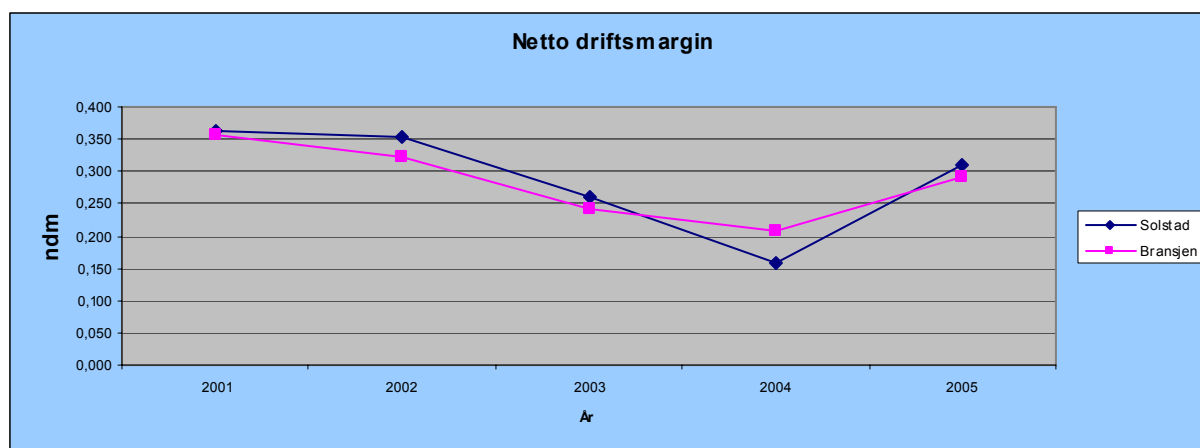
Netto driftsrentabilitet; Solstad sammenlignet med Bransjen



Solstad hadde frem til 2003 en netto driftsrentabilitet som lå over bransjen, men i årene etter det har Solstad lagt under bransjen. Dette er et faresignal. Netto driftseiendelene til Solstad har de siste par årene gitt en lavere avkastning enn bransjen. Trendutviklingen er derimot positiv, samt at gjennomsnittlig netto driftsrentabilitet til Solstad over analyseårene ligger marginalt over gjennomsnittet for bransjen. Dette er bra, selskapet viser over tid at de har evne til å skape netto driftsrentabilitet på lik linje med bransjen.

¹⁰ $ndm = \text{netto driftsmarginen} = \text{NDRt}/\text{DI}$, der $\text{DI} = \text{driftsinntekter}$. $onde = \text{omløpet til netto driftseiendeler} = \text{DI}/(\text{NDKt-1} + (\Delta\text{NDKt} - \text{NDRt})/2)$.

Netto driftsmargin; Solstad sammenlignet med Bransjen



I de fleste av årene har Solstad hatt en netto driftsmargin over bransjegjennomsnittet. Dette er positivt for selskapet. Solstad har en bedre evne til å generere netto driftsresultat per krone omsatt enn det bransjen har.

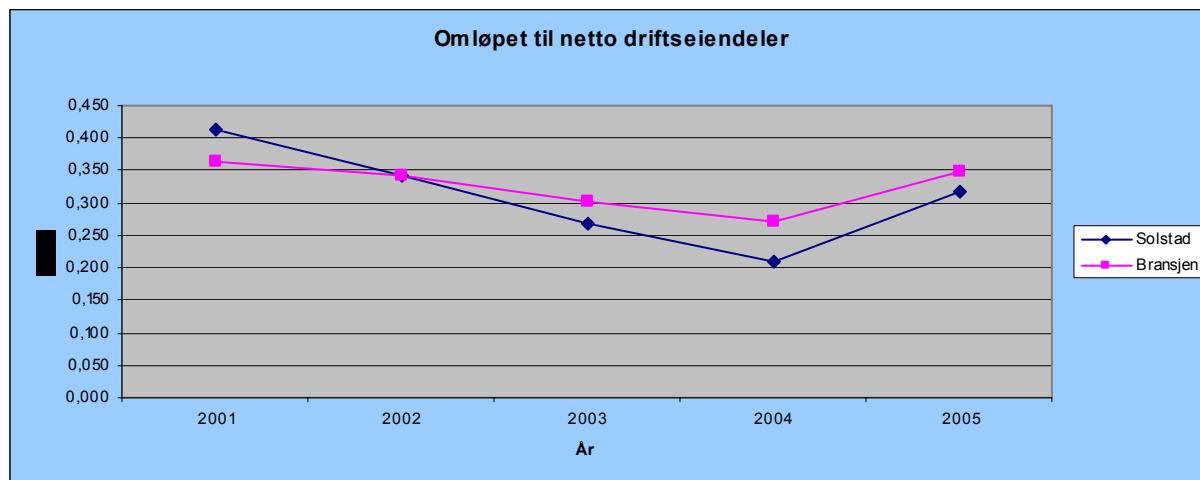
For nærmere analyse av netto driftsmarginen benyttes en "Common Size" – Resultat analyse, hvor alle størrelser i resultatet måles som andeler av driftsinntektene:

	2001	2002	2003	2004	2005	Snitt Solstad 2001 - 2005	Snitt Bransjen 2001 - 2005
"Common size" - resultat: Solstad vs. Bransjen							
Fraktinntekter	0,994	0,980	0,980	0,956	0,911	0,964	0,967
+ Andre inntekter	0,006	0,020	0,020	0,044	0,089	0,036	0,033
= Driftsinntekter	1	1	1	1	1	1	1
Personalkostnader	0,271	0,288	0,303	0,326	0,258	0,289	0,287
+ Ordinære avskrivninger	0,136	0,164	0,205	0,265	0,194	0,193	0,204
+ Avskrivning balanseført periodisk vedlikehold	0,030	0,037	0,037	0,053	0,038	0,039	
+ Andre driftskostnader	0,160	0,145	0,175	0,209	0,154	0,169	0,181
= Driftskostnader	0,597	0,634	0,720	0,852	0,644	0,689	0,672
= Driftsresultat	0,403	0,366	0,280	0,148	0,356	0,311	0,328
- Driftsrelatert skatt i egen virksomhet	0,048	0,034	0,033	0,017	0,042	0,035	0,034
= Netto driftsresultat i egen virksomhet	0,356	0,332	0,247	0,130	0,313	0,276	0,294
Nettoresultat fra tilknyttet/felleskontrollert virksomhet	0,008	0,022	0,012	0,029	-0,002	0,014	0,014
= Netto driftsresultat	0,363	0,354	0,259	0,159	0,312	0,289	0,308
+ Netto finansinntekt	0,048	0,151	0,020	0,070	0,158	0,089	0,061
= Nettoresultat til sysselsatt kapital	0,411	0,505	0,279	0,228	0,469	0,378	0,369
- Netto finanskostnad	0,058	0,130	0,091	0,102	0,255	0,127	0,116
- Netto minoritetsresultat	0,022	0,042	0,020	0,033	0,018	0,027	0,01
= Nettoresultat til egenkapitalen	0,331	0,332	0,168	0,093	0,196	0,224	0,243
+ Unormalt netto driftsresultat	0,009	0,039	-0,079	0,195	0,074	0,048	0,047
= Fullstendig nettoresultat til egenkapitalen	0,340	0,371	0,089	0,288	0,270	0,272	0,290
- Netto betalt utbytte	0,059	0,068	0,052	-0,109	0,027	0,019	0,046
= Endring i EK	0,281	0,303	0,037	0,397	0,244	0,252	0,244

"Common Size" – resultatanalysen viser ingen vesentlige forskjeller mellom Solstad og bransjen. Jeg vil bare peke på noen marginale forskjeller. Solstad har driftskostnader som utgjør en større andel av driftsinntektene enn bransjen. Dette fører til at netto driftsresultatet

til Solstad er lavere enn bransjen. Selskapets nettoresultat til sysselsatt kapital er derimot høyere enn bransjen, på grunn av høyere andel av netto finansinntekter.

Omløpet til netto driftseiendeler; Solstad sammenlignet med Bransjen



Siden 2002 har Solstad hatt et omløp til netto driftseiendeler under bransjegjennomsnittet. Dette er et faresignal. Solstad klarer ikke å være like effektiv i kapitalbruken som resten av bransjen. Selskapet har altså en dårligere evne til å skape driftsinntekter per krone investert.

En mulig videre dekomponering av onde hadde vært som følger:

$onde = DI/NDK = (supply\ rate \cdot mengde + ADI)/NDK$, hvor mengde er en kontrakt på ett skip, ADI = andre driftsinntekter og supply rate = spot rate eller periode rate for hver kontrakt. Denne dekomponeringen ville krevd kartlegging av alle kontraktene for alle skipene over analyseperioden. På grunn av vanskelig tilgang på informasjon om supply rate og mengde til en hver tid, vil jeg ikke utføre denne videre dekomponeringen. Ett bestemt skip som for eksempel opererer i spot markedet, kan på en og samme dag være på flere kontrakter, og oppnå svært ulike ratenivå.

Steg 3: Analyse av finansiering, nfggr og mir

Ved å analysere finansieringen til Solstad, får jeg et innblikk i om bruken av netto finansiell gjeld (finansiell gjeld – finansielle eiendeler), og minoritetsinteresser virker positivt eller negativt inn på egenkapitalrentabiliteten. Jeg vil først analysere bruken av netto finansiell gjeld ved hjelp av finansiell gearing, for deretter å se på bruken av minoritetsinteresser, ved minoritetsgearing.

$$\text{Finansiell gearing} = (\text{ndr} - \text{nfgr}) \cdot \text{nfgg}$$

	2001	2002	2003	2004	2005	Snitt 2001 - 2005
Finansiell gearing						
Netto driftsrentabilitet - netto finansiell gjeldsrente, ndr - nfgr	0,140	0,136	0,030	0,019	0,029	0,071
· Netto finansiell gjeldsgrad, nfgg	0,758	0,988	1,064	1,005	0,882	0,940
= Finansiell gearing	0,106	0,135	0,032	0,019	0,026	0,064
Netto finansiell gjeldsrente, nfgr	0,010	-0,015	0,039	0,014	0,070	0,024
- Netto finansielt gjeldskrav, nfgk	0,064	0,058	0,039	0,024	0,034	0,044
= Superprofitt, nfggr - nfgk	-0,054	-0,073	0,001	-0,009	0,036	-0,020

Analysen av finansiell gearing viser at bruken av netto finansiell gjeld hele veien har en positiv innvirkning på egenkapitalrentabiliteten til Solstad ($\text{ndr} - \text{nfgr} > 0$). Dette er på grunn av at lånte penger koster mindre enn det de gir i netto driftsrentabilitet. I snitt over analyseperioden er superprofitten, $\text{nfggr} - \text{nfgk}$, lik negative 2 %. Dette er bra. Solstad oppnår i snitt relativ billig finansiering.

Videre dekomponering av $\text{nfgr} \Rightarrow \text{nfgr} = \text{fgr} \cdot (\text{FG}/\text{NFG}) - \text{fer} \cdot (\text{FE}/\text{NFG})$, hvor netto finansiell gjeldsrente er en vektet rente på basis av finansiell gjeldsrentabilitet og finansiell eiendelsrentabilitet¹¹:

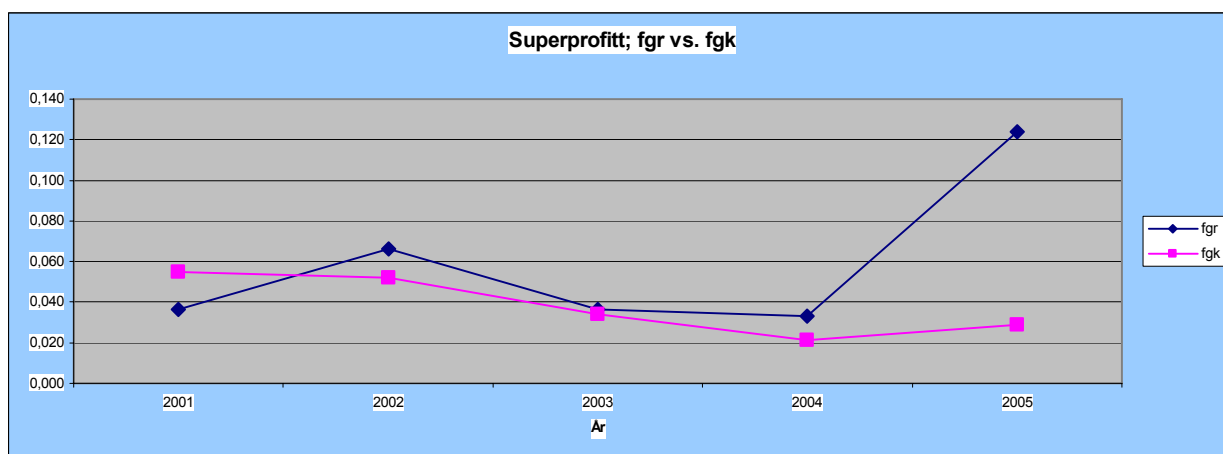
	2001	2002	2003	2004	2005	Snitt 2001 - 2005	Snitt 2001 - 2005 Krav
Analyse av netto finansiell gjeldsrente							
Finansiell gjeldsrentabilitet, fgr (NFK/FG)	0,036	0,066	0,036	0,033	0,124	0,059	0,038
· FG/NFG	1,544	1,408	1,389	1,373	1,483	1,439	1,439
- Finansiell eiendelsrentabilitet, fer (NFI/FE)	0,085	0,266	0,028	0,084	0,236	0,140	0,026
· FE/NFG	0,544	0,408	0,389	0,373	0,483	0,439	0,439
= nfggr	0,010	-0,015	0,039	0,014	0,070	0,024	0,044

(Knivsflå, BUS 525, våren 2005)

¹¹ $\text{fgr} = \text{NFKt}/(\text{FGt}-1 + (\Delta\text{FG} - \text{NFKt})/2)$, $\text{fer} = \text{NFI}/(\text{FEt}-1 + (\Delta\text{FE} - \text{NFI})/2)$, hvor FG = finansiell gjeld, FE = finansielle eiendeler.

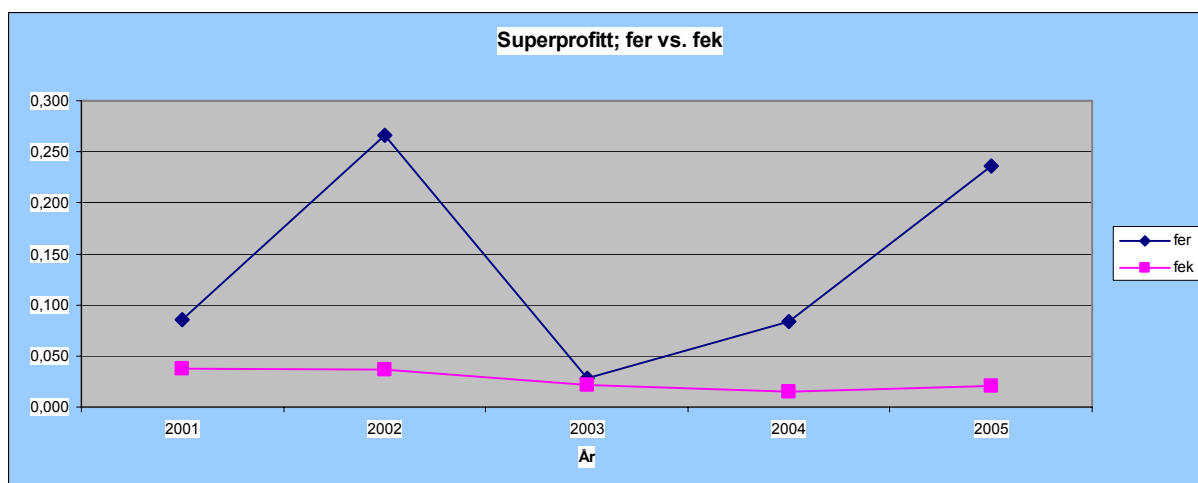
Et faresignal er at Solstad i snitt over analyseperioden betaler en finansiell gjeldsrente over kravet – kreditorene tar seg for godt betalt. Positivt er det at Solstad har en gjennomsnittlig finansiell eiendelsrentabilitet godt over kravet, noe som slår seg positivt ut i netto finansiell gjeldsrentabilitet, som er under kravet i snitt.

Finansiell gjeldsrente i forhold til finansielt gjeldskrav



Diagrammet ovenfor viser at fgr historisk sett er over fgk i tilnærmet alle årene analysen er utført (unntaket er 2001). Dette er en indikasjon på at kreditorene tar seg for godt betalt, og at Solstad på den måten muligens ikke er flinke nok til å oppnå lån til lav rente.

Finansiell eiendelsrentabilitet i forhold til finansielt eiendelskrav



Ved å se på fer versus fek ser man at Solstad oppnår en superprofitt på deres finansielle eiendeler over hele analyseperioden. Dette er bra.

Til slutt i finansieringsanalysen vil jeg se på hvilken effekt bruken av minoritetsinteresser har på ekr, såkalt minoritetsgearing.

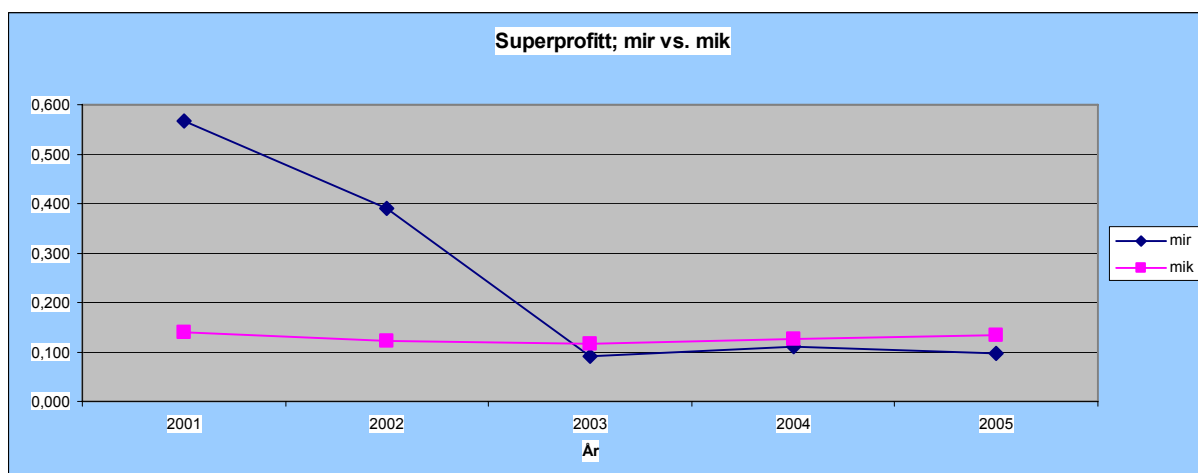
Minoritetsgearing => $(ndr - mir) \cdot mig$

	Analyse av minoritetsgearing	2001	2002	2003	2004	2005	Snitt 2001 – 2005	Krav	
	Netto driftsrentabilitet, ndr	0,150	0,121	0,070	0,033	0,099	0,095	0,078	
-	Minoritetsrentabilitet, mir	0,567	0,390	0,091	0,110	0,097	0,251	0,128	
=	ndr - mir	-0,417	-0,268	-0,022	-0,077	0,002	-0,156	-0,050	
·	Minoritetsinteressegrad, mig	0,028	0,077	0,132	0,136	0,119	0,099		
=	(ndr - mir)*mig	-0,012	-0,021	-0,003	-0,010	0,000	-0,009		

(Knivsflå, BUS 525, forelesning 11, analyse av lønnsomhet, 2005)

I alle årene bortsett fra 2005 var $mir > ndr$, dette virker negativt inn på egenkapitalrentabiliteten. Minoritetsinteressene blir en kostnad for majoritetseierne da de må betale ut til minoriteten en "rente" som er større enn den som er generert fra driften. I 2005, får minoriteten en rentabilitet på kapitalen som er mindre enn det driften kaster av seg, noe som er en fordel for majoriteten.

Minoritetsrenabilitet i forhold til minoritetskrav



Det er positivt for majoritetseierne i Solstad at minoritetseierne er med å dele tap. Men når datterselskapene begynner å tjene penger blir minoritetseierne en byrde. Fra 2003 til og med 2005 ligger mik over mir, noe som er positivt for majoritetseierne.

Analyse av finansielle andeler:

Jeg foretar her en analyse av finansielle andeler; hvor jeg da spesielt ser på finansiell eiendelsdel, finansiell gjeldsdel og finansiell minoritetsdel for Solstad. Jeg foretar også en konkret sammenligning med bransjen¹²:

Analyse av andeler	2001	2002	2003	2004	2005	Snitt 2001 - 2005
Finansiell eiendelsdel, fed	0,236	0,188	0,181	0,177	0,271	0,211
fed, bransjen	0,165	0,224	0,191	0,175	0,249	0,201
Differanse:	0,071	-0,036	-0,010	0,002	0,022	0,010
Finansiell gjeldsdel, fgd	0,671	0,646	0,676	0,614	0,704	0,662
fgd, bransjen	0,724	0,747	0,783	0,708	0,710	0,734
Differanse:	-0,053	-0,101	-0,107	-0,094	-0,006	-0,072
Finansiell minoritetsdel, mid	0,017	0,060	0,061	0,070	0,050	0,052
mid, bransjen	0,006	0,020	0,020	0,023	0,044	0,023
Differanse:	0,011	0,040	0,041	0,047	0,005	0,029

Solstad har hatt mer finansielle eiendeler enn bransjen i snitt, noe som er positivt. Også positivt er det at Solstad over analyseperioden har hatt en lavere finansiell gjeldsdel enn bransjen. Dette innebærer lavere finansiell risiko. Solstad er det eneste selskapet i analysert bransje som har en minoritetsandel som er av større betydning, og som tilnærmet utelukkende danner grunnlaget for bransjegenomsnittet. Innsikten jeg har fått ved å analysere de finansielle andelene til Solstad i forhold til bransjen, benyttes i budsjetteringen i punkt 8.2.

7.3 Analyse av vekst

For å analysere veksten benyttes fundamental vekstanalyse. Fundamental vekstanalyse deles inn i to: analyse av kapitalvekst og analyse av resultatvekst. Vekst defineres her som prosentvis endring i et regnskapstall fra ett år til et annet. Årsaken til at det legges inn et avsnitt for å analysere veksten hos Solstad er blant annet på grunn av at vekst er en av de underliggende budsjettdriverne i den fundamentale verdsettelsen, og innsikt som analysen av veksten gir benyttes i budsjetteringen i punkt 8.2. (Knivsfå; BUS 425, våren 2005)

¹² fed = finansiell eiendelsdel = FEt/NDEt, fgd = finansiell gjeldsdel = FGt/NDEt, mid = minoritetsinteressdelen = Mit/NDEt. (Knivsfå; BUS 425, våren 2005)

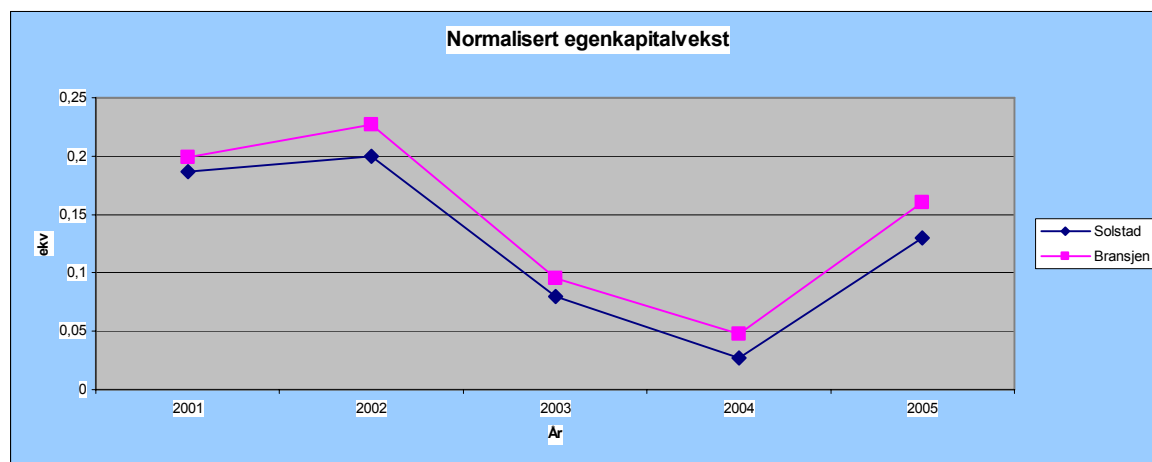
Kapitalvekst:

I denne oppgaven vil fokuset være på vekst i egenkapitalen. Her sees det både på fullstendig egenkapitalvekst (bare oppsummert i tabellen nedenfor) samt normalisert egenkapitalvekst.¹³ Skillet er at ved normalisert egenkapitalvekst trekkes vekst som kommer fra kapitalinnskudd/-uttak samt unormalt nettoresultat til egenkapitalen ut. På den måten får jeg et mål på veksten i egenkapitalen til Solstad som er mest relevant for fremskriving i den videre verdsettelsesprosessen. (Knivsflå; BUS 425, våren 2005)

Tabell 5 nedenfor viser en oppsummering av egenkapitalveksten, både den fullstendige og den normaliserte, hvor jeg ser på den normaliserte egenkapitalveksten mer nøye i diagrammet som følger etter tabellen:

Fundamental vekstanalyse	2001	2002	2003	2004	2005	Snitt 2001 - 2005
Fullstendig egenkapitalvekst						
fekv Solstad	0,204	0,213	0,021	0,108	0,246	0,158
fekv Bransjen	0,178	0,217	0,072	0,088	0,337	0,178
Normalisert egenkapitalvekst						
ekv Solstad	0,187	0,2	0,08	0,027	0,13	0,125
ekv Bransjen	0,199	0,227	0,095	0,048	0,16	0,146

Tabell 5, Analyse av fullstendig og normalisert egenkapitalvekst

Normalisert egenkapitalvekst for Solstad sammenlignet med Bransjen

¹³ fekv = fullstendig egenkapitalvekst = $(EK_t - EK_{t-1})/EK_{t-1}$, ekv = normalisert egenkapitalvekst = $(1 - eku) \cdot ekr$, der $eku = (eku_1 + eku_2 + \dots + eku_T)/T$, og $eku_t = FUT_t/NRE_t$, der eku = et estimat på normalisert utbytteforholdet, FUT_t = foreslått utbytte. (Knivsflå; BUS 425, våren 2005)

Solstad har en normalisert egenkapitalvekst som ligger under bransjegjennomsnittet i alle årene hvor analysen er utført. Dette er et faresignal. Derimot ser man at Solstad følger utviklingen i bransjen over tid, og ligger jevnt under bransjegjennomsnittet.

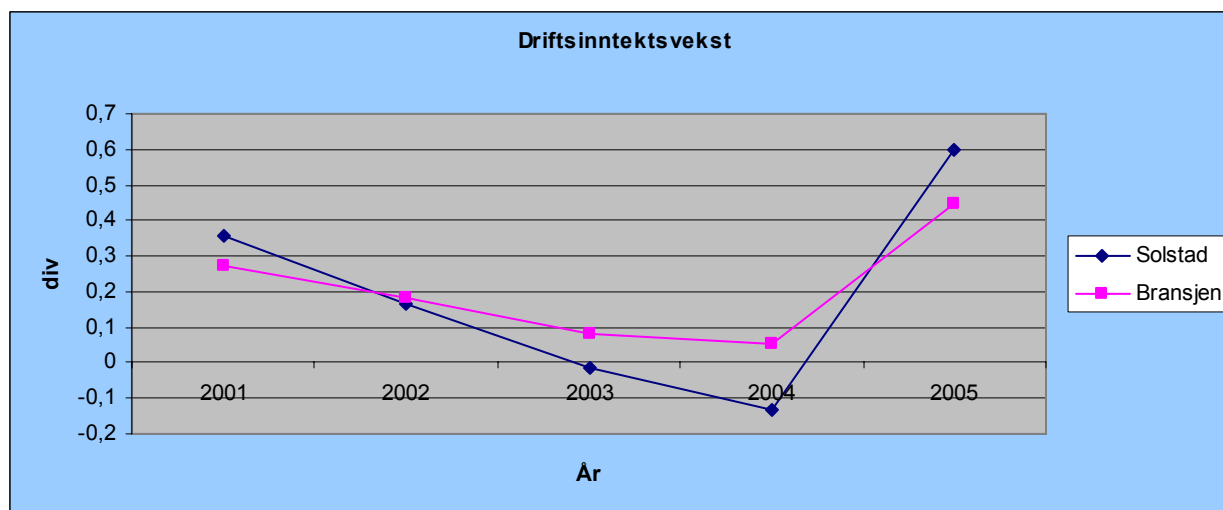
Resultatvekst:

Tabell 6 nedenfor viser driftsinntektsveksten til Solstad og Bransjen over analyseperioden¹⁴:

Driftsinntektsvekst (resultatvekst)	2001	2002	2003	2004	2005	Snitt 2001 - 2005
div, Solstad	0,356	0,163	-0,016	-0,135	0,597	0,193
div, Bransjen	0,272	0,185	0,084	0,052	0,445	0,208

Tabell 6, Analyse av driftsinntektsvekst

Driftsinntektsvekst for Solstad sammenlignet med Bransjen



Ved å se på driftsinntektsveksten over tid, ser man at Solstad fra 2002 til 2004 har hatt en div under bransjegjennomsnittet, mens i 2001 og 2005 hadde selskapet en div over bransjen. Selskapet følger trendutviklingen i bransjen, men har større utslag i begge retninger. Trenden er positiv for Solstad og bransjen. (Solstad Årsrapport for 2005)

¹⁴ div = driftsinntektsveksten = (DI_t - DI_{t-1})/DI_{t-1}

7.4 Oppsummering – konklusjon

Forholdstallsanalysen i kapittel 6.0 til 7.3, har gitt innsikt i hvor risikabel Solstad har vært over analyseperioden fra 2001 til og med 2005, samt hvor lønnsomt selskapet har vært.

Ved å foreta en likviditets- og soliditetsanalyse (risikoanalyse) fant jeg at Solstad oppnår en syntetisk rating på ca BBB over hele analyseperioden. Dette er også snittet for bransjen. Sannsynligheten for å gå konkurs med en BBB rating er 0,37 %, altså minimal. Solstad sin finansielle situasjon historisk sett, vurderes derfor til å være god

Ved å utføre lønnsomhetsanalysen av Solstad fant jeg at selskapet over analyseperioden har en tendens til å oppnå en egenkapitalrentabilitet over kravet. Dette er meget bra. Investorer oppnår en superprofitt på investeringene sine i selskapet. Gjennomsnittlig superprofitt over analyseperioden er på 5,4 %. Superprofitten som selskapet oppnår over analyseperioden ser derimot ut til å være en bransjefordel, og ingen ressursfordel for Solstad spesielt. Dette på grunn av at egenkapitalrentabiliteten til bransjen hele tiden ligger over egenkapitalrentabiliteten til Solstad.

For å få dypere innsikt i de underliggende faktorene i egenkapitalrentabiliteten til Solstad, foretok jeg et skille mellom analyse av drift og analyse av finansiering. Under analyse av driften ble det fokusert på netto driftsrentabiliteten. Her fant jeg ut at den viktigste årsaken til at netto driftsrentabiliteten i årene fra slutten av 2002 til 2005 tenderer å ligge under bransjegjennomsnittet, er på grunn av omløpet til netto driftseiendeler. Solstad har historisk sett en dårligere evne til å skape driftsinntekter per krone investert (i netto driftseiendeler) enn det resten av bransjen har. Under analysen av finansiering så jeg på hvilken innvirkning bruken av netto finansiell gjeld og minoritetsinteresser har på egenkapitalrentabiliteten. Analysen viser at bruk av netto finansiell gjeld i snitt over analyseperioden virker positivt inn på egenkapitalrentabiliteten til Solstad. Bruken av minoritetsinteresser har derimot en negativ innvirkning på egenkapitalrentabiliteten i snitt over analyseperioden. Det er altså omløpet til netto driftseiendeler og bruken av minoritetsinteressene som trekker ned egenkapitalrentabiliteten til Solstad, hvorav omløpet til netto driftseiendelene har størst påvirkning.

Analysen av andeler viser at Solstad har hatt en større andel finansielle eiendeler enn bransjen, samt en lavere finansiell gjeldsdel. Dette er bra, da det innebærer lavere finansiell risiko. Minoritetsandelen til Solstad er betraktelig høyere enn bransjen, da de komparative selskapene Farstad og DOF tilnærmet lik ikke har minoritetsiere.

Til slutt i forholdstallsanalysen foretok jeg en fundamental vekstanalyse. Her viste det seg at Solstad har en lavere normalisert egenkapitalvekst enn bransjen. Selskapet tenderer historisk til også å ha en driftsinntektsvekst lavere enn bransjegjennomsnittet.

Forholdstallsanalysen av Solstad har gitt et godt innblikk i selskapets underliggende økonomiske forhold historisk sett, og på den måten gitt innsikt i den historiske utviklingen til alle budsjettdriverne til fremtidsregnskapet; div, ndm, onde, fgr, fer, fgd, fed, mir og mid. Denne innsikten benytter jeg i budsjetteringen og fremskrivningen av budsjettdriverne i punkt 8.2 til 8.4.

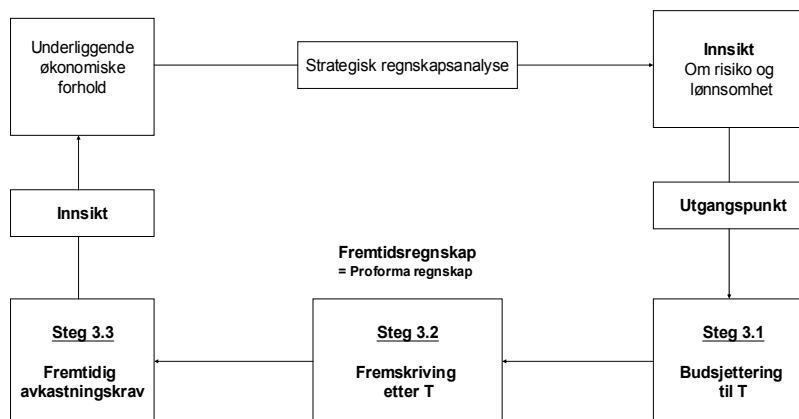
8.0 FREMTIDSREGNSKAP

For å kunne foreta en verdsettelse av egenkapitalen til Solstad ved bruk av fundamental verdsettelse, må jeg nå utarbeide et fremtidsregnskap. Dette på grunn av at jeg i den fundamentale verdsettelsen må komme frem til en forventet fremtidig kontantstrøm som benyttes til neddiskontering, og verdifastsettelse av egenkapitalen.

8.1 Rammeverk for fremtidsregnskap

Figur 17 gir en oversikt over rammeverket som jeg vil benytte for å komme frem til et fremtidsregnskap til Solstad.

Rammeverk for fremtidsregnskap



Figur 17, Rammeverk for fremtidsregnskap
(Knivsflå; BUS 425, våren 2005)

Jeg kommer først til å foreta en budsjettering av fremtidsregnskapet til Solstad frem til budsjetthorisonen T. I steg to vil jeg foreta en fremskriving av det budsjetterte regnskapet utover budsjetthorisonen T. Budsjetteringen og fremskrivingen vil bygge på mye av kunnskapen jeg fikk fra både den strategiske analysen samt regnskapsanalysen. I steg 3 beregnes fremtidige avkastningskrav, som benyttes i neddiskontering av kontantstrømmene til de ulike kapitaler. (Penman, Stephen H. 2004, Knivsflå, BUS 425, våren 2005)

8.2 Budsjettering til budsjetthorisonen

Før jeg går i gang med budsjetteringen må jeg bestemme en passende budsjetthorison, T. Budsjetthorisonen er det året jeg går fra budsjettering til enkel fremskriving av budsjettdriverne, for å oppnå konstant rentabilitet, vekst og avkastningskrav. Valg av budsjetthorison avhenger hovedsakelig av to forhold: tid til "steady state" og kvaliteten på

regnskapsføringen. ”Steady state” oppstår på det tidspunkt det er rimelig å tilnærme veksten med den langsiktige veksten i økonomien generelt. Fra den strategiske analysen fant jeg at Solstad opererer i en tilnærmet moden bransje, men med vekst innen blant annet markedet for CSV’ere samt at selskapet vokser internasjonalt. Jeg vil ut i fra dette anta at selskapet kommer i ”steady state” en plass mellom 5 – 10 år. Siste forholdet som budsjettthorisonten var avhengig av var kvaliteten på regnskapsføringen. Her kan man foreta en inndeling i 4: verdibasert regnskap => T = 0, korrekt historisk kost => T = 5 – 10, god regnskapsskikk => T = 6 – 14 og kontantprinsippet => 10 – 18 år. Jeg vil ut i fra dette velge en budsjettthorisont lik 7 år, da årsregnskapet til Solstad er en blanding av føring etter virkelig verdi, korrekt historisk kost og god regnskapsskikk (fra 2005 IFRS), samt at tid til ”steady state” er forventet til ca 7 år. I budsjetteringen vil jeg benytte en positiv til nøktern utviklingsbane, med lineær fremskriving av budsjett driverne i forhold til tre budsjettpunkt, 1 = 2006 = første året for budsjettering, M = 2008 og T = 2012 = siste året for budsjettering. Verdiene vil som regel konvergere mot det gjennomsnittlige bransjesnitt, eller historisk snitt for Solstad selv, dersom det ikke er nødvendig med strategisk overstyring. (Knivsfå; BUS 425, våren 2005)

Jeg vil utføre budsjetteringen ved hjelp av ni budsjett drivere. Budsjetteringen kommer til å skje på basis av inngående kapital. Dette på grunn av at jeg i budsjetteringen for fundamental verdsettelse forutsetter at kontantstrømmen skjer den 31.12, og ikke midt i året slik det er blitt gjort til nå i oppgaven.

Oversikt over budsjettdriverne:

- 1. Driftsinntekstveksten*
- 2. Omløpet til netto driftseiendeler*
- 3. Netto driftsmargin*
- 4. Finansiell gjeldsdel*
- 5. Finansiell eiendelsdel*
- 6. Finansiell gjeldsrente*
- 7. Finansiell eiendelsrentabilitet*
- 8. Minoritetsdel*
- 9. Netto minoritetsrentabilitet*

(Penman, Stephten H. 2004)

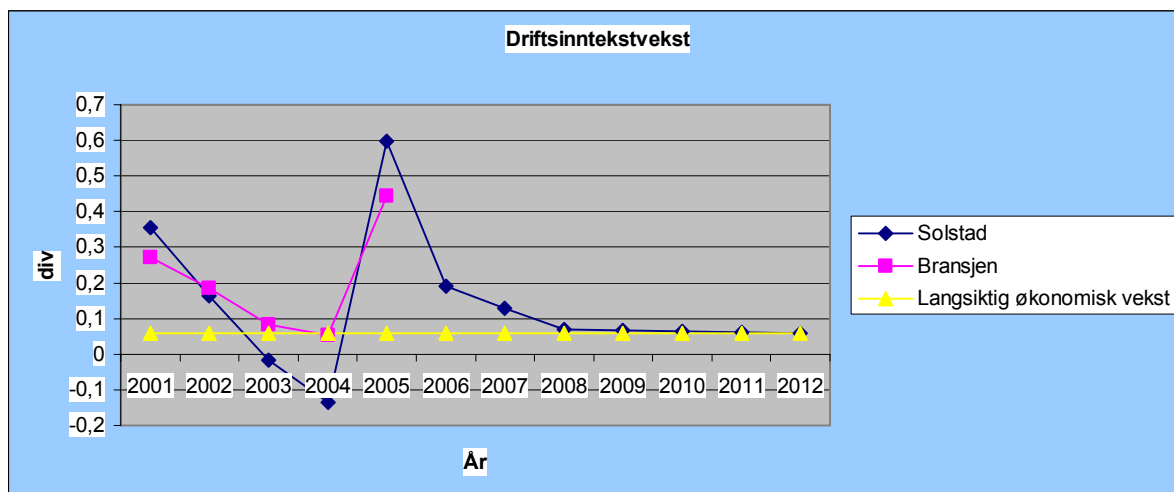
Steg 1: Driftsinntekter

For å komme frem til driftsinntektene benyttes: $DI_t = (1 + div_t) \cdot DI_{t-1}$, der $div_t = (DI_t - DI_{t-1})/DI_{t-1}$, hvor DI = driftsinntekter og div = driftsinntektsveksten. Driftsinntektsveksten er budsjettdriveren.

Veksten i driftsinntektene til Solstad avhenger av flere faktorer, som påpekt i den strategiske analysen. Disse er blant annet oljeprisen, og graden av lete- og utbyggingsaktivitet. Analyse av disse faktorene, som direkte påvirker ratenivået supply selskapene kan oppnå i markedet, indikerer at driftsinntektsveksten skulle vært ganske høy de neste årene. Derimot er det forventet at selskapene i supply bransjen vil ødelegge markedsforholdene noe, på grunn av økt nybyggingsaktivitet. Flere av skipene som er under konstruksjon blir ferdigstilt i løpet av de neste tre årene. Analyse av driftsinntektsveksten i punkt 7.3 viser at bransjetrenden er stigende. Gjennomsnittlig over analyseperioden har Solstad en driftsinntektsvekst på 19,3 %, hvorav driftsinntektsveksten i 2005 var på hele 59,7 %. Solstad viser til en vekst på 19,5 % i driftsinntektene deres for første kvartal 2006 i forhold til første kvartal 2005. Dette gir gode indikasjoner om at driftsinntektene for 2006 vil overstige driftsinntektene fra 2005. (Solstad, Kvartalsrapport fra 1. kvartal 2006). Jeg vil legge inn et anslag på veksten i driftsinntektene på 19 % for hele 2006, på grunn av historisk sett lavere etterspørsel sent på høsten. I løpet av et par år forventer jeg derimot en kraftig reduksjon av driftsinntektsveksten, mye på grunn av at markedsforholdene til en viss grad er forventet å ødelegges. I 2008 vil derfor driftsinntektsveksten budsjetteres til 7 %. På horisonten, $T = 2012$ (det tidspunkt som jeg går over til fremskriving av budsjettdriverne) kan veksten maksimalt være lik langsiktig økonomisk vekst, lik 6 %. Jeg vil derfor overstyre i forhold til historisk snitt, slik at veksten i driftsinntektene vil ligge på 6 % etter budsjettthorisonten.¹⁵ (Knivsflå; BUS 425, våren 2005)

¹⁵ En annen mulig måte å budsjettere driftsinntektene på kunne vært: $DI_t = supplyrate_t \cdot mengde_t + (1 + annen\ driftsinntektsveks_t) \cdot andre\ driftsinntekter_{t-1}$. Jeg mener denne måten derimot ikke vil gi et bedre anslag på fremtidige driftsinntekter enn den måten jeg allerede har benyttet. Dette på grunn av at flere av skipene til Solstad stadig inngår nye kontrakter, og oppnår ulike rater. Bare på en dag kan et skip ha vært på flere ulike kontrakter, med svært ulike rater.

Faktisk driftsinntektsvekst fra 2001 til 2005, og forventet driftsinntektsvekst for 2006 til 2012:

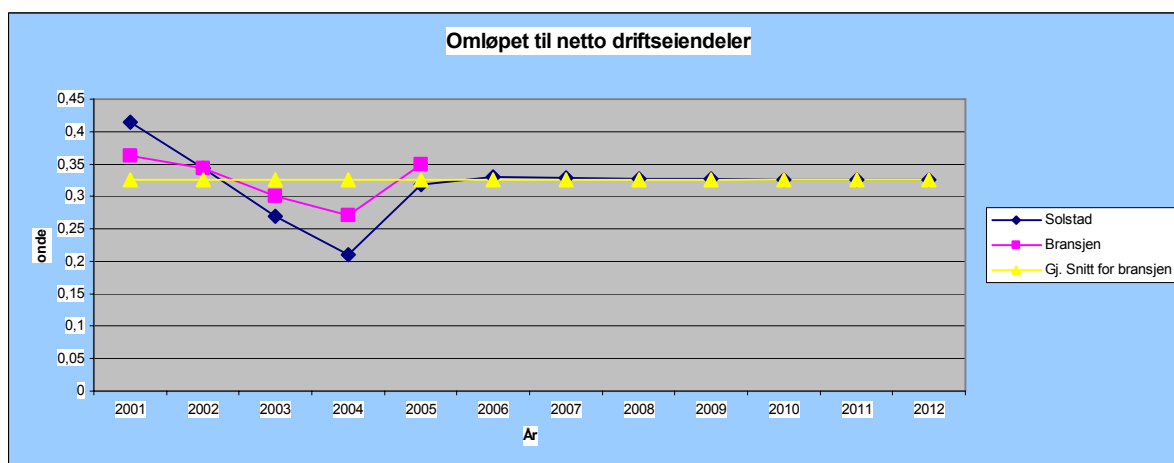


Steg 2: Netto driftseiendeler

Utviklingen av netto driftseiendeler er som følger: $NDE_{t-1} = DI_t / onde_t$, der $onde_t = DI_t / NDE_{t-1}$.

NDE = netto driftseiendeler og onde = omløpet til netto driftseiendeler. Omløpet til netto driftseiendeler, som her er budsjettdriveren, vil avhenge av effektiviteten i bruken av netto driftskapital. I gjennomsnitt over analyseperioden har Solstad en onde lik 0,311, versus onde til bransjen på 0,325. Det er rimelig å tro at omløpet til netto driftseiendeler konvergerer mot bransjegjennomsnittet på horisonten, T. På kort sikt er trenden derimot noe stigende. Det budsjetteres derfor inn en marginal økning på kort sikt i analyseperioden. For 2006 legger jeg inn en forventning på $onde = 0,33$. I 2008 forventer jeg en reduksjon i onde, og legger inn en forventning lik 0,327. (Knivsflå, BUS 425, forelesning 14, våren 2005)

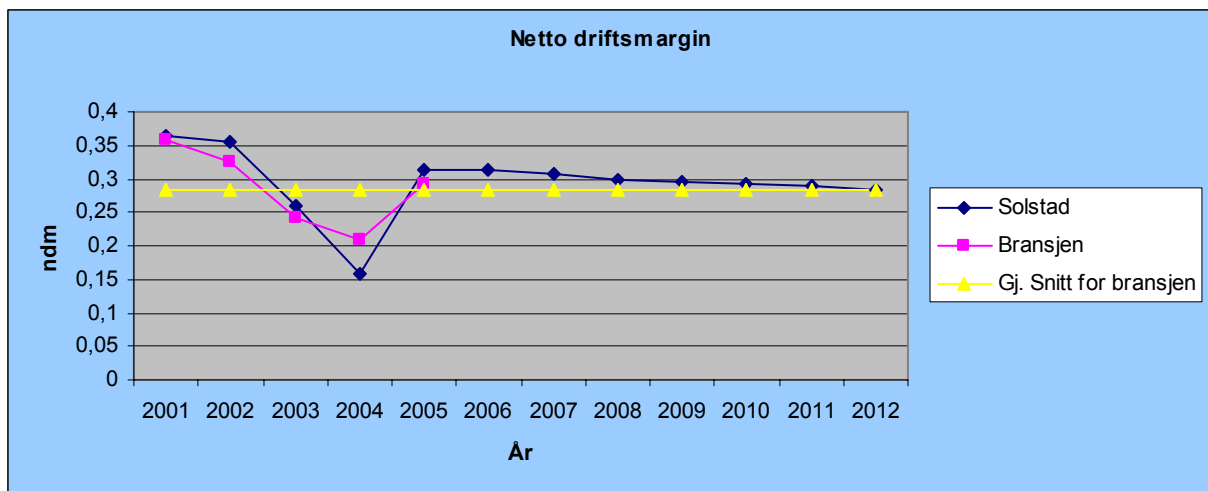
Faktisk omløp til netto driftseiendeler fra 2001 til 2005, og forventet omløp til netto driftseiendeler for 2006 til 2012:



Steg 3: Netto driftsresultat

Budsjettdriveren her er netto driftsmarginen. $NDR_t = ndm_t \cdot DI_t \Rightarrow ndm_t = NDR_t/DI_t$. NDR = netto driftsresultat og ndm = netto driftsmargin. På kort sikt vil jeg budsjettere inn noe høyere ndm enn den Solstad oppnådde i 2005, da trenden indikerer dette. Forventet ndm for 2006 = 0,313, og forventet ndm for 2008 = 0,3. På lengre sikt antar jeg at netto driftsmarginen til Solstad vil konvergere mot bransjegjennomsnittet på 0,285, som er så vidt lavere enn Solstad sitt gjennomsnitt over analyseperioden. (Knivsfå; BUS 425, våren 2005)

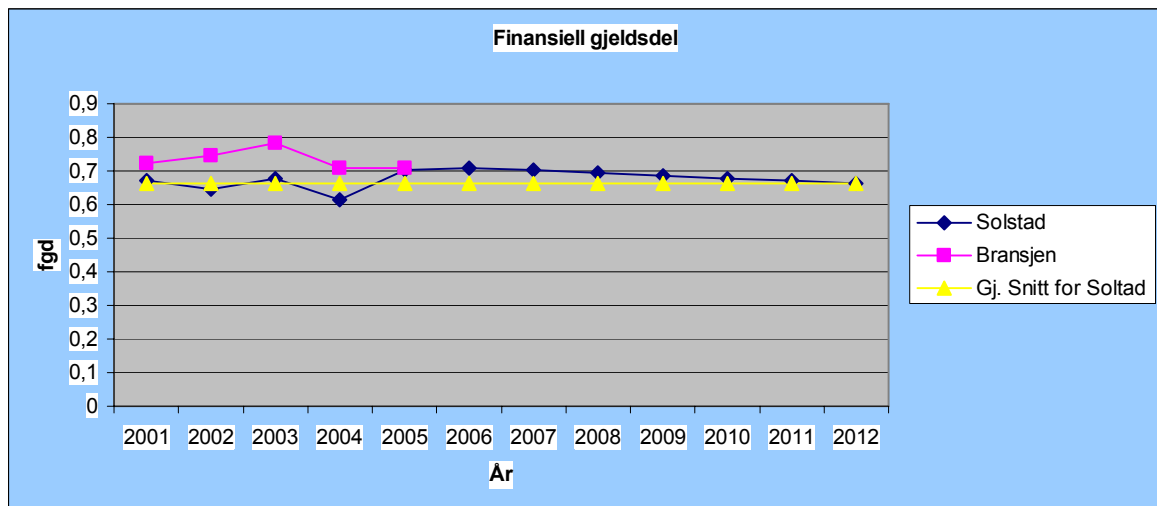
Faktisk netto driftsmargin fra 2001 til 2005, og forventet netto driftsmargin for 2006 til 2012:



Steg 4: Finansiell gjeld

Budsjettdriveren her er finansiell gjeldsdel. $FGt = fgdt \cdot NDEt \Rightarrow fgdt = FGt/NDEt$. FG = finansiell gjeld, og fgdt = finansiell gjeldsdel. I snitt over analyseperioden har Solstad en finansiell gjeldsdel lik 0,662. Dette er lavere enn gjennomsnittet for bransjen, som er 0,734. Solstad har noen skip under konstruksjon, og har derfor måttet ta på seg en del langsiktig gjeld det siste året. Jeg antar derfor at finansiell gjeldsdel for 2006 ligger hakket over fgdt fra 2005. Etter 2006 vil jeg derimot benytte Solstad sitt historiske gjennomsnitt på budsjetthorisonten, og en nøytral budsjettering til horisonten, altså lineær. Forventet fgdt for 2006 = 0,71, og for 2012 er forventet fgdt = 0,662. (Knivsflå; BUS 425, våren 2005)

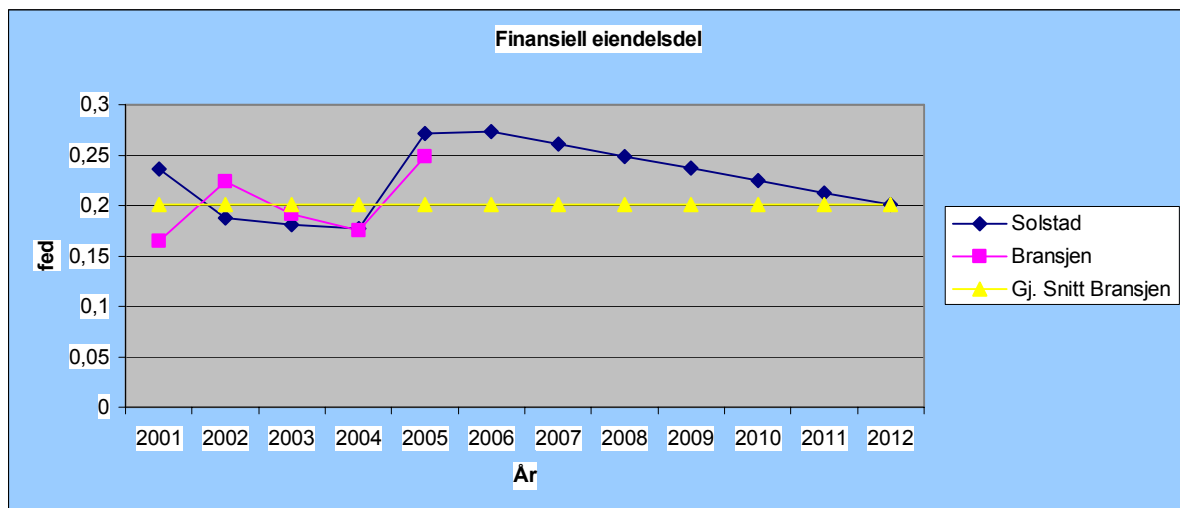
Faktisk finansiell gjeldsdel fra 2001 til 2005, og forventet finansiell gjeldsdel for 2006 til 2012:



Steg 5: Finansielle eiendeler

Budsjettdriveren for finansielle eiendeler er her finansiell eiendelsdel. $F_{Et} = fed_t \cdot NDE_t \Rightarrow fed_t = F_{Et}/NDE_t$. FE = finansielle eiendeler og fed = finansiell eiendelsdel. Solstad har over analyseperioden en gjennomsnittlig finansiell eiendelsdel litt over bransjen. På horisonten vil jeg anta at fed for Solstad vil være lik bransjesnittet på 0,201. Derfor velges bransjesnittet som horisontverdi. På veldig kort sikt derimot ser man en trend til at de finansielle eiendelene til Solstad vil øke noe, derfor vil det for 2006 budsjetteres en fed litt over 2005. Forventet fed for 2006 = 0,273, og for 2012 forventes fed = 0,201. (Knivsflå; BUS 425, våren 2005)

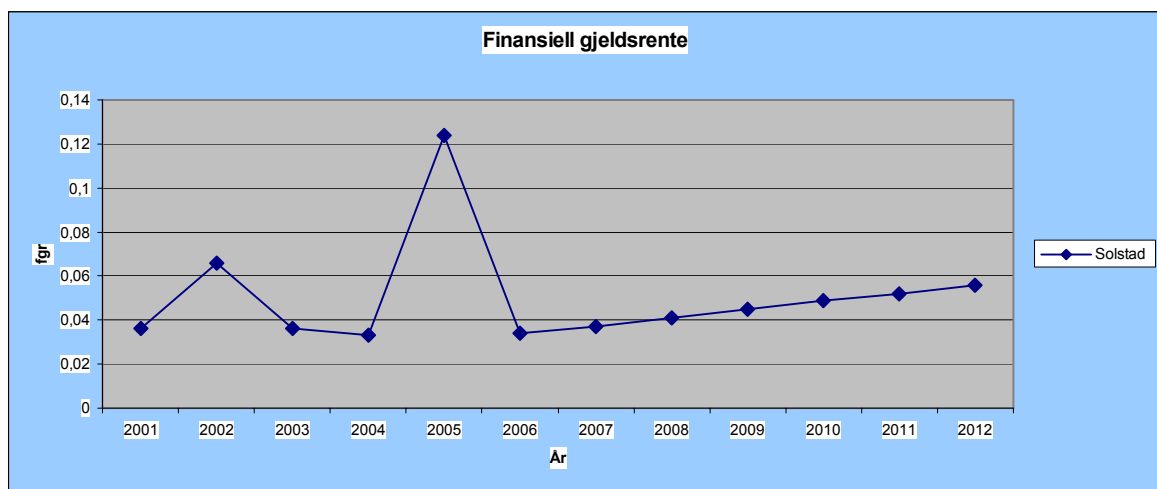
Faktisk finansiell eiendelsdel fra 2001 til 2005, og forventet finansiell eiendelsdel for 2006 til 2012:



Steg 6: Netto finanskostnad

Budsjettdriveren her er finansiell gjeldsrente. $NFK_t = fgr_t \cdot FG_{t-1} \Rightarrow fgr_t = NFK_t / FG_{t-1}$.
NFK = netto finanskostnad, og fgr = finansiell gjeldsrente. Så lenge kapitalmarkedet er velfungerende og netto finansiell gjeld er balanseført til beste anslag for virkelig verdi (en vurdering som ble gjort i punkt 5.4), vil det være rimelig å forutsette at $fgr = fgk$ for hvert av årene i budsjetteringsperioden. Se punkt 8.4 for oversikt over fremtidige avkastningskrav. (Knivsflå; BUS 425, våren 2005)

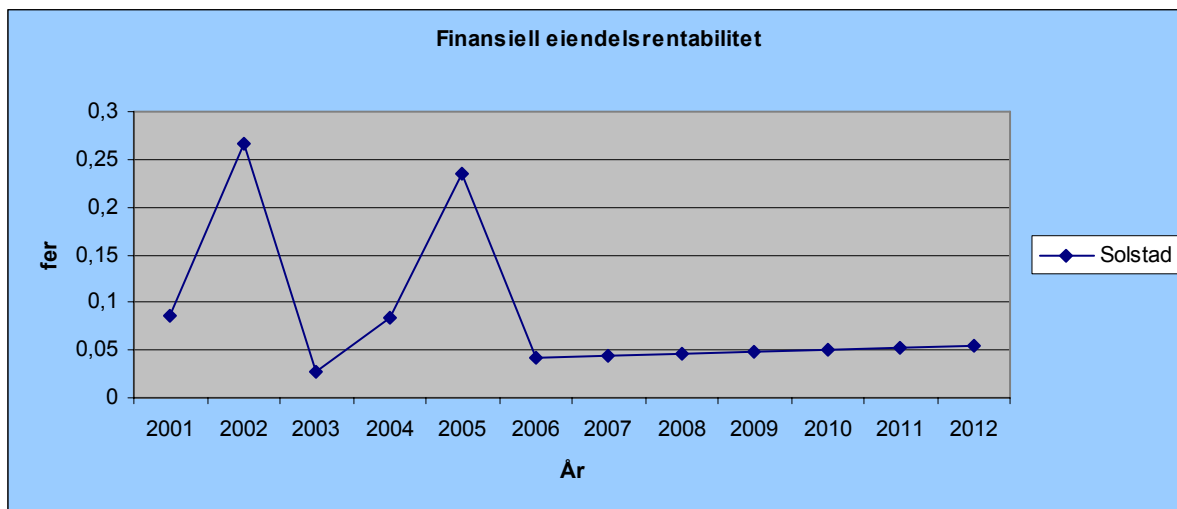
Faktisk finansiell gjeldsrente fra 2001 til 2005, og forventet finansiell gjeldsrente for 2006 til 2012:



Steg 7: Netto finansinntekt

Budsjettdriveren her er finansiell eiendelsrentabilitet. $NFI_t = fert \cdot FE_{t-1} \Rightarrow fert = NFI_t / FE_{t-1}$. NFI = netto finansinntekt, og fer = finansiell eiendelsrentabilitet. Her er det rimelig å anta at fer = fek over budsjetteringsperioden, da jeg i punkt 5.4 argumenterte for at finansielle eiendeler var balanseført til beste anslag på virkelig verdi. Budsjettert fremtidig finansielt eiendelskrav presenteres i punkt 8.4. (Knivsflå; BUS 425, våren 2005)

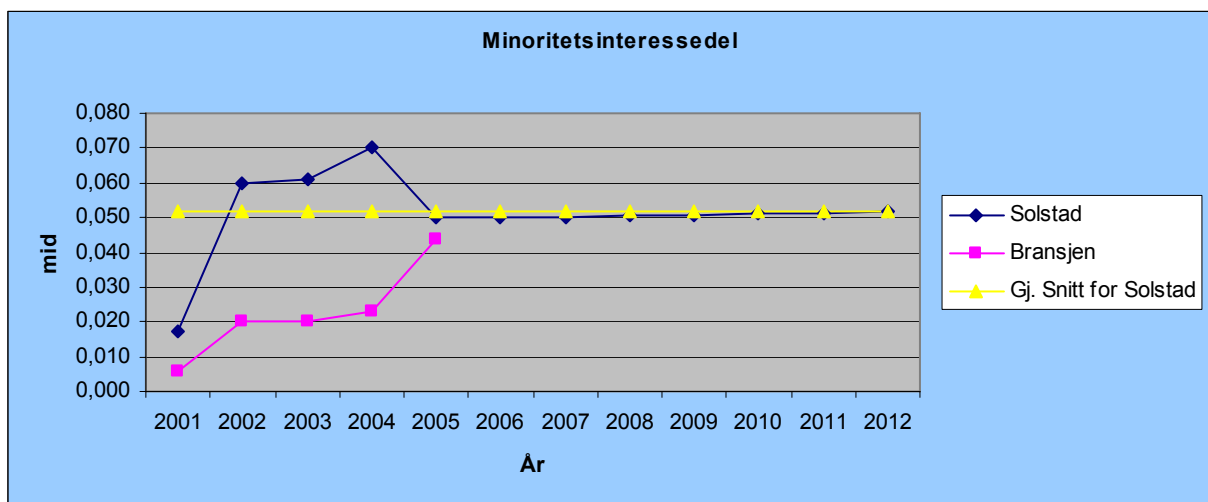
Faktisk finansiell eiendelsrentabilitet fra 2001 til 2005, og forventet finansiell eiendelsrentabilitet for 2006 til 2012:



Steg 8: Minoritetsinteresser

For å komme frem til minoritetsinteressene over budsjettperioden, benyttes minoritetsinteressedelen som budsjettdriver. $MI_t = \text{midt} \cdot NDE_t \Rightarrow \text{midt} = MI_t / NDE_t$. MI = minoritetsinteresser, og mid = minoritetsinteressedelen. Minoritetsinteressedelen har over de siste 4 årene vært nokså stabil. I og med at det tilnærmet lik bare er Solstad som har minoritetsinteresser av selskapene i bransjen, benyttes her Solstad sin gjennomsnittlige mid = 0,052 over analyseperioden, som en passende horisontverdi. Forventet mid for 2006 = mid i 2005 = 0,050. Fra 2006 forventer jeg at mid vil følge en nøytral, lineær, bane til horisonten. (Knivsflå; BUS 425, våren 2005)

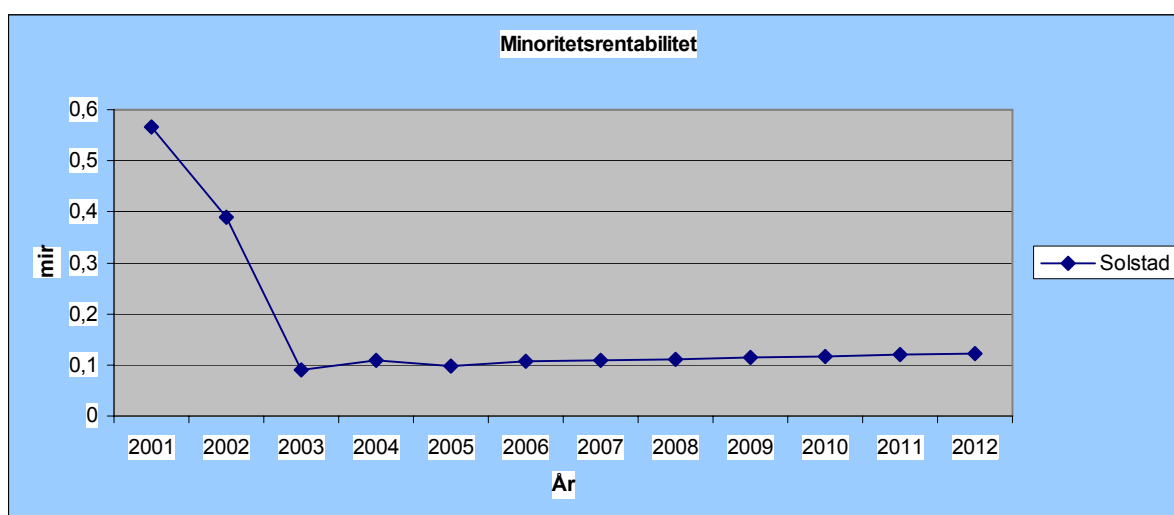
Faktisk minoritetsinteressedel fra 2001 til 2005, og forventet minoritetsinteressedel for 2006 til 2012:



Steg 9: Netto minoritetsresultat

Budsjettdriveren for netto minoritetsresultat er netto minoritetsrentabilitet. $NMR_t = mirt \cdot MI_{t-1} \Rightarrow mirt = NMR_t / MI_{t-1}$. NMR = netto minoritetsresultat, og mir = minoritetsrentabilitet. Basert på antagelsen om at kapitalmarkedet er velfungerende, samt at minoritetsinteressene er balanseført til tilnærmet virkelig verdi vil mir = mik, jamfør antagelsen i punkt 5.4. Jeg vil derfor budsjettere med at netto minoritetsrentabiliteten er lik minoritetskravet år for år over budsjetteringsperioden. (Se punkt 8.4 for budsjetterte avkastningskrav) (Knivsflå; BUS 425, våren 2005)

Faktisk minoritetsrentabilitet fra 2001 til 2005, og forventet minoritetsrentabilitet for 2006 til 2012:

**8.3 Avkastningskrav til budsjetthorisonten, T**

For å kunne verdsette alle delkapitaler til Solstad er det nå viktig å estimere avkastningskravet til følgende kapitaler: egenkapitalen, minoritetsinteresser, netto finansiell gjeld, netto driftskapital og sysselsatt kapital. Estimeringen skjer over budsjettperioden, for så å fremskrive kravene på budsjetthorisonten, $T+1 = 2013$. Fremgangsmåten for utregning av avkastningskravene vil være nokså lik den gjort i del 6.4. Det viktigste skillet fra det som ble gjort i 6.4, er at nå må avkastningskravene være fremoverskuende, da i motsetning til det krav som tidligere i oppgaven skulle sammenlignes med historiske regnskapstall. I fremtidsregnskapen er det derfor budsjettert i forhold til inngående kapital.

Egenkapitalkravet:

På grunn av at det fra og med 2006 innføres utbytteskatt har jeg tatt hensyn til dette ved beregning av egenkapitalkravet. Investorer vil kreve kompensasjon for denne utbytteskatten i form av et høyere krav. For utbytte utbetalt fra og med i år, 2006, må det betales utbytteskatt på 28 % på utbytte over en bestemt grense. Men på grunn av skjerming og skattetilpasning for å unngå utbytteskatten, vil den effektive skattesatsen være mye lavere enn 28 %. Beste anslag for en marginal investor er 0 – 5 % skatt, hvor jeg fra 2012 har budsjettert inn en utbytteskatt lik 5 %. I årene før dette skjer det en gradvis økning i utbytteskatten for hvert år. (Knivsfå; BUS 425, våren 2005).

Minoritetsinteressekravet:

Minoritetsinteressekravet er lik egenkapitalkravet pluss en ekstra likviditetspremie. Likviditetspremien avhenger av graden av innlåsing av minoritetseierne. Fra analysen av minoritetsinteressedelen ser det ut som om mid er noe fallende, altså at minoriteten er mindre innlåst. På grunn av dette vil jeg på horisonten sette likviditetspremien til 2 %, og at minoritetsinteressedelen faller lineært over budsjettperioden fra 3 % i 2006.

Netto finansielt gjeldskrav:

Når jeg skal finne kravet til netto finansiell gjeld, forutsetter jeg at beta til netto finansiell gjeld = 0. Antagelsen er da at den systematiske risikoen i finansiell gjeld er balansert med den systematiske risikoen til finansielle eiendeler. Netto finansielt gjeldskrav, $nfgk = fgk \cdot (FG/NFG) - fek \cdot (FE/NFG)$, hvor $fek = r_f + \beta_{FE} \cdot mrp$, og $fgk = r_f + \beta_{FG} \cdot mrp + krp$. NIBOR rente på horisonten settes lik 5,5 %, og for 2006 = 2,7 %. En gradvis økning budsjetteres inn over budsjetteringsperioden. Fra NIBOR trekkes 10 % risikopremie og 28 % skatt, akkurat som tidligere. Markedets risikopremie, $mrp = 6,5 \%$, etter skatt. Dette er gjennomsnittlig risikopremie på Oslo Børs fra 1958 til 2004, hvor de 10 % høyeste og laveste årene er fjernet. For å finne finansielt eiendelskrav, fek , må jeg nå finne β_{FE} . β_{FE} er tidligere satt lik INV/FE . På grunn av at jeg ikke budsjetterer for kontanter, fordringer og investeringer (INV), vil jeg for 2006 benytte finansiell eiendelsbeta for 2005 = 0,445. På horisonten benytter jeg gjennomsnittlig finansiell eiendelsbeta fra 2001 til 2005 = 0,34, og kalkulerer inn en lineær nedgang fra 2006 til horisonten. I og med at fed går ned over budsjettperioden, vil det være rimelig å anta at finansiell eiendelsbeta vil falle over tid. Jeg kan nå regne ut $fek = r_f + \beta_{FE} \cdot mrp$. I og med at jeg har forutsatt at $\beta_{NFG} = 0$, og jeg nå har β_{FE} , kan jeg finne β_{FG} . $\beta_{NFG} = \beta_{FG} \cdot (FG/NFG) - \beta_{FE} \cdot (FE/NFG)$. Jeg kan da løse med hensyn på β_{FG} . Det eneste som mangler da

for å finne fgk er kredittrisikopremien, krp, som er lik en kredittrisikofaktor · risikofri rente. Kredittrisikofaktoren hentes fra rating analyse, hvor jeg er kommet frem til en konstant risikofaktor over analyseperioden lik 0,4. (Kredittrisikofaktoren på = 0,4 kommer fra en BBB rating per år over budsjetterings- og fremskrivingsperioden, hvor jeg har sett på netto driftsrentabiliteten og egenkapitalprosenten. Denne ratingen er for øvrig lik til den ratingen jeg kom frem til i del 6.0 – analyse av risiko). Når jeg så har funnet fek og fgk, finner jeg nfgk ved å løse ligningen som presentert i starten av avsnittet.

Netto driftskravet:

Netto driftskravet er et vektet avkastningskrav av kravet til egenkapitalen, minoritetsinteressekravet og netto finansielt gjeldskrav: $ndk = ekk \cdot (EK/NDK) + mik \cdot (MI/NDK) + nfgk \cdot (NFG/NDK)$. (Knivsflå; BUS 425, våren 2005 og våren 2006)

For oppsummering av kravene til de ulike kapitalene – se punkt 8.4, tabell 7.

8.4 Fremskriving etter budsjetthorisonen

For å få et fullstendig fremtidsregnskap har jeg først budsjettert ved hjelp av budsjettdriverne presentert i punkt 8.3. Budsjetteringen ble gjort over 7 år, fra 2006 til og med 2012. Etter budsjetthorisonen, lik 2012, har jeg fremskrevet budsjettdriverne i tre år, fra 2013 til og med 2015. Budsjetteringsperioden blir på den måten en bro mellom det rapporterte regnskapet og regnskapet hvor jeg fremskriver budsjettdriverne – altså det tidspunkt T +1, her 2013, hvor jeg antar at Solstad er i ”steady state”. Avkastningskravet til de ulike kapitalene har jeg estimert over budsjetteringsperioden, jamfør 8.3, samt fremskrevet for årene 2013 til og med 2015. (Knivsflå; BUS 425, våren 2005).

Oppsummering av kravene til de ulike kapitalene, samt en oversikt over superprofitten på egenkapitalen, og egenkapitalveksten over budsjetteringsperioden og fremskrivingsperioden:

År	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
KRAV TIL DE ULIKE KAPITALER										
Egenkapitalkrav, ekk	0,091	0,092	0,096	0,101	0,105	0,109	0,114	0,115	0,115	0,115
Minoritetskrav, mik	0,121	0,12	0,123	0,126	0,129	0,131	0,134	0,135	0,135	0,135
Netto finansielt gjeldskrav, nfgk	0,029	0,033	0,038	0,043	0,048	0,052	0,057	0,056	0,056	0,056
Finansielt gjeldskrav, fgk	0,036	0,039	0,043	0,046	0,05	0,053	0,057	0,057	0,057	0,057
Finansielt eiendelskrav, fek	0,046	0,048	0,05	0,052	0,054	0,056	0,058	0,058	0,058	0,058
Netto driftskrav, ndk	0,063	0,068	0,072	0,076	0,081	0,084	0,089	0,089	0,089	0,089
Egenkapitalrentabilitet vs. krav										
ekr	0,172	0,156	0,148	0,141	0,134	0,129	0,122	0,123	0,123	0,123
- ekk	0,091	0,092	0,096	0,101	0,105	0,109	0,114	0,115	0,115	0,115
= Superprofitt	0,082	0,065	0,051	0,04	0,029	0,019	0,008	0,008	0,008	0,008
Egenkapitalvekst										
ekv	0,173	0,066	0,059	0,057	0,055	0,052	0,051	0,06	0,06	0,06

Tabell 7 Oppsummering av krav, egenkapitalrentabilitet og egenkapitalvekst over budsjetteringsperioden og fremskrivingsperioden

Tabell 7 viser en oversikt oversikt over blant annet kravet til egenkapitalen, egenkapitalrentabiliteten og egenkapitalveksten. Jeg vil her se litt nærmere på disse tre faktorene. Egenkapitalkravet vil fra og med 2013, være lik 10,3 %. Egenkapitalrentabiliteten blir på 12,4 % fra samme år. Dette gir en superprofitt i fremskrivingsperioden på 2,1 %. Dette stemmer bra med anslaget fra den strategiske analysen, om en varig superprofitt i det lange løp på 2 %. Samtidig ser man at Solstad oppnår en gjennomsnittlig superprofitt på 3,7 % i løpet av de fire siste budsjetteringsårene. Dette stemmer meget bra med anslaget fra den strategiske analysen om en superprofitt i det korte løpet på 4 %. Egenkapitalveksten som er lik driftsinntektsveksten fra og med 2013, er estimert lik 6 %. Her var det viktig med overstyring slik at driftsinntektsveksten ikke oversteg langsiktig økonomisk vekst i økonomien generelt.

8.5 Analyse av fremtidsregnskap

Nedenfor vises en oppsummering av fremtidsregnskapet, både for budsjetteringsperioden 2006 til og med 2012, samt fremskrivingsperioden 2013 til 2015, hvor det antas at Solstad er i ”steady state”. I tillegg har jeg tatt med reelle regnskapsførte tall fra 2005.

Fremtidsregnskapet for Solstad Offshore ASA 2006 – 2015 (Tall i 1000 NOK):*Fremtidsresultat*

FREMTIDSRESULTAT												
Ar	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	
(Tall i 1000 NOK)												
Driftsinntekter	1373064	1633946	1846359	1975604	2108958	2246040	2386417	2529602	2681379	2842261	3012797	
→ Netto driftsresultat	427762	511425	565909	592681	624568	656517	688362	719925	763120	808908	857442	
+ Netto finansinntekt	216552	59757	73461	78798	83716	88382	91641	95532	95539	101271	107348	
= Nettoresultat til SSK	644314	571183	639370	671479	708284	744899	780003	815457	858659	910179	964790	
- Netto finanskostnad	349986	119021	154866	180532	207695	236874	263542	296447	308753	327278	346915	
- Netto minoritetsresultat	24993	28403	33724	37101	41019	45006	49055	53578	57332	60772	64418	
= Nettoresultat til EK	269335	423759	450780	453846	459570	463019	467406	465433	492575	522129	553457	
+ Unormalt netto driftsresultat	101745	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
+ Unormalt netto finansresultat	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
= Fullstendig nettoresultat	371080	423759	450780	453846	459570	463019	467406	465433	492575	522129	553457	
- Fri kontanstrøm til EK	36612	-1649	259161	271754	273214	274810	278203	271616	251696	266798	284768	
= Endring i EK	334468	425407	191619	182093	186355	188209	189203	193817	240879	255332	268689	

Fremtidsbalanse

FREMTIDSBALANSE												
Ar	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	
(Tall i 1000 NOK)												
Netto driftseiendeler	4746826	5620576	6041603	6457310	6885469	7324792	7773824	8240254	8734669	9258749	9814274	
+ Finansielle eiendeler	1287292	1534417	1576657	1607440	1631167	1647102	1654529	1654643	1753921	1859157	1970706	
= Sysselsatte eiendeler	6034118	7154993	7618260	8064750	8516636	8971894	9428353	9894896	10488590	11117906	11784980	
Egenkapital	2457948	2883355	3074975	3257067	3443423	3631632	3820835	4014652	4255531	4510862	4779551	
+ Minoritetsinteresser	235589	281029	302080	326309	349782	374053	399056	425197	450709	477751	506417	
+ Finansiell gjeld	3340581	3990609	4241206	4481373	4723431	4966209	5208462	5455048	5782351	6129292	6499012	
= Sysselsatt kapital	6034118	7154993	7618260	8064750	8516636	8971894	9428353	9894896	10488590	11117906	11784980	

Fremtidig fri kontantstrøm

FREMTIDIG FRI KONTANTSTRØM												
Ar	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	
(Tall i 1000 NOK)												
Netto driftsresultat	427762	511425	565909	592681	624568	656517	688362	719925	763120	808908	857442	
+ Unormalt netto driftsresultat	101745	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
- Endring i netto driftseiendeler	436898	873750	421028	415707	428158	439324	449032	466429	494415	524080	555525	
= Fri kontantstrøm fra drift	92608	-362325	144882	176974	196410	217194	239330	253495	268705	284827	301917	
+ Netto finansinntekt	216552	59757	73461	78798	83716	88382	91641	95532	95539	101271	107348	
+ Unormal netto finansresultat	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
- Endring i finansielle eiendeler	522316	247125	42240	30783	23728	15934	7427	114	99279	105235	111549	
= Fri kontantstrøm til SSK	-213155	-549693	176103	224990	256398	289641	323544	348914	264966	280864	297715	
- Netto finanskostnad	349986	119021	154866	180532	207695	236874	263542	296447	308753	327278	346915	
+ Endring i finansiell gjeld	692803	650028	250597	240168	242058	242778	242253	246586	327303	346941	369720	
- Netto minoritetsresultat	24993	28403	33724	37101	41019	45006	49055	53578	57332	60772	64418	
+ Endring i minoritetsinteresser	-68057	45440	21051	24229	23472	24271	25004	26141	25512	27043	28665	
= Fri kontantstrøm til EK	36612	-1649	259161	271754	273214	274810	278203	271616	251696	266798	284768	

For å analysere fremtidsregnskapet litt nærmere vil jeg her sammenligne mitt budsjetterte earnings per share (EPS = nettoresultat til egenkapitalen/antall utestående aksjer) med forventet konsensus analytikerestimat for 2006 og 2007:

	ESPe2006	ESPe2007
Mitt		
NRE	423 759 000	450 780 000
· Antall utestående aksjer	37 791 266	37 791 266
= EPS	11,21	11,93
Konsensus	9,75	13

(Datastream)

Forventet konsensus EPS for 2006 er på 9,75. Dette er noe lavere enn mitt forventede EPS på 11,21. For 2007 er forventet konsensus analytiker estimat lik 13. Dette er noe høyere enn mitt estimat på 11,93. Konsensus analytikerestimatet har altså et noe høyere forventet nettoresultat til egenkapitalen for 2007 enn det jeg forventer. I snitt over 2006 og 2007 ligger mitt og konsensus EPS nokså likt, hvor mitt gjennomsnittlige EPS for 2006 og 2007 er lik 11,57, og konsensus har en gjennomsnittlig EPS lik 11,38. Over de to neste årene er altså forventningene i snitt til EPS veldig likt mellom det jeg har budsjettert og det som er konsensus analytiker estimat.

9.0 FUNDAMENTAL VERDSETTELSE

I punkt 8.5 presenteres fremtidsregnskapet som jeg er kommet frem til ved hjelp av den strategiske analysen og regnskapsanalysen. Det som gjenstår nå er selve verdifastsettelsen av egenkapitalen til Solstad, og å finne verdien per utestående aksje. Jeg vil først foreta verdsettelsen basert på fundamentale verdsettelsesmetoder, for deretter å foreta verdsettelse ved hjelp av de komparative metodene; substans og multiplikator, jamfør kap 3.0.

9.1 Oversikt over fundamentale verdsettelsesmetoder – og modeller

Innenfor fundamental verdsettelse har man to metoder man kan benytte. Disse er verdsettelse etter egenkapitalmetoden, og totalkapitalmetoden. Egenkapitalmetoden innebærer direkte verdsettelse av egenkapitalen, mens Totalkapitalmetoden er en indirekte verdsettelsesmetode. Metodene skal gi samme verdiestimat dersom avkastningskravet (ekke, i henholdsvis egenkapitalmetoden og ndk, i totalkapitalmetoden) som benyttes til diskonteringen av kontantstrømmene er vektet på basis av virkelige verdiestimat. Forskjeller i verdiestimatet mellom de to metodene oppstår derimot når avkastningskravene er vektet på grunnlag av budsjetterte vekter, slik som det blir gjort i første delen av verdsettelsen, se punkt 9.2 og 9.3.

Dersom egenkapitalmetoden benyttes har man fire ulike verdsettelsesmodeller. Disse er; netto betalt utbyttmodellen, fri kontantstrøm til egenkapitalmodellen, superprofitt til egenkapitalmodellen og superprofittvekst til egenkapitalmodellen. Alle de fire modellene skal gi samme verdiestimat.

Totalkapitalmetoden er som nevnt ovenfor en indirekte verdsettelsesmetode. Egenkapitalen estimeres ved først å finne en verdi på virksomheten ved hjelp av en av to følgende metoder; netto driftskapitalmetoden eller sysselsatt kapitalmetoden, for deretter å trekke fra verdien av gjelden og minoritetsinteressene. Verdien av egenkapitalen basert på sysselsatt kapital metoden $\Rightarrow VEK_0 = VSSK_0 - VFG_0 - VMI_0$, og verdien av egenkapitalen basert på netto driftskapitalen $\Rightarrow VEK_0 = VNDK_0 - VNFG_0 - VMI_0$ ¹⁶. Disse to metodene vil gi ulike verdiestimat på egenkapitalen dersom vektingen ikke skjer på bakgrunn av estimerte virkelige verdier.

¹⁶ VEK = virkelig verdi på egenkapitalen. VSSK = virkelig verdi på sysselsatt kapital, VNDK = virkelig verdi av netto driftskapital, VFG = virkelig verdi av finansiell gjeld, VMI = virkelig verdi av minoritetsinteressene. Hvor virkelig verdi er beste estimat på virkelig verdi.

I punkt 9.4 vil jeg utføre en konvergeringsprosess, der jeg oppdaterer alle vekter bak alle krav (samt vekting av betaverdier som indirekte inngår i kravene) som benyttes til diskonteringen. Oppdateringen av vektene skjer på basis av estimerte virkelige verdier fra trinnet før. Ved å gjøre konvergeringsprosessen kommer jeg frem til ett verdiestimat, uavhengig av metode som benyttes i verdsettelsen; egenkapitalmetoden og totalkapitalmetoden vil da gi samme verdiestimat. Dette estimatet er det korrekte estimatet, forutsatt mine vurderinger og antagelser som drøftet tidligere i oppgaven, blant annet utviklingen av budsjettdriverne. (Knivsflå; BUS 425, våren 2005. Penman, Stephen H. (2004), Damodaran, Aswath (1996))

9.2 Verdsettelse etter egenkapitalmetoden

Jeg vil her benytte fri kontantstrømmodellen og superprofittmodellen til å verdsette egenkapitalen til Solstad. Begge modellene skal gi samme verdiestimat. Årsaken til at det benyttes to modeller, er for å sjekke at verdiestimatet på egenkapitalen faktisk blir likt, slik at jeg kan være trygg på korrekt bruk av formlene.

Fri kontantstrømmodellen

$$VEK_0 = \sum_{t=1}^T \frac{FKE_t}{(1 + ekk_1) \cdot \dots \cdot (1 + ekk_t)} + \frac{FKE_{T+1}}{(1 + ekk_1) \cdot \dots \cdot (1 + ekk_T) \cdot (ekk - ekv)}$$

ekk – ekv i fremskrivingsperioden fra og med T + 1 = 0,115 – 0,06 = 0,055.

FKE - modellen	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Fri kontantstrøm til egenkapitalen, FKE		-1649	259161	271754	273214	274810	278203	271616	251696	266798
/ Diskonteringsfaktor		1,0906	1,1905	1,3050	1,4364	1,5877	1,7615	1,9628	2,1882	
= Nåverdien over budsjettperioden + 1	1199037	-1512	217685	208241	190205	173084	157931	138380	115023	
+ Horisontverdien	2223445								2223445	
= Verdien av egenkapitalen	3422482									

Superprofittmodellen

$$VEK_0 = EK_0 + \sum_{t=1}^T \frac{(ekr_t - ekk_t) \cdot EK_{t-1}}{(1 + ekk_1) \cdot \dots \cdot (1 + ekk_t)} + \frac{(ekr_T - ekk_T) \cdot EK_T}{(1 + ekk_1) \cdot \dots \cdot (1 + ekk_T) \cdot (ekk - ekv)}$$

SPE - modellen	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Balanseført egenkapital	2457948									
Superprofitt til egenkapitalen		201168	186469	158185	131563	100305	69822	28860	31550	33443
Diskonteringsfaktor		1,0906	1,1905	1,3050	1,4364	1,5877	1,7615	1,9628	2,1882	
Nåverdien over budsjettperioden + 1	685828	184463	156627	121214	91591	63175	39637	14703	14418	
Horisontverdien	278706								278705,5	
Verdien av egenkapitalen	3422482									

Verdiestimatet etter egenkapitalmetoden er på 3 422 482 000 NOK (her foretas avrunding opp til nærmeste 1000). Fri kontantstrømmodellen og superprofittmodellen gav samme svar => korrekt bruk av formlene.

9.3 Verdsettelse etter totalkapitalmetoden

Jeg benytter her netto driftskapitalmetoden til å verdsette egenkapitalen. $VEK_0 = VNKD_0 - VNFG_0 - VMI_0$. Innen netto driftskapitalmetoden benyttes fri kontantstrøm i fra drift modellen og superprofitt i fra drift modellen. To modeller benyttes også her for å sjekke om jeg får likt estimat på verdien av egenkapitalen. (Knivsflå; BUS 425, våren 2005)

Fri kontantstrøm i fra drift modellen:

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

ndk – ndv i fremskrivingsperioden fra og med T +1 = 0,089 – 0,06 = 0,029. (ndv = ekv = 0,06).

NDK - FKD - modellen	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Fri kontantstrøm i fra driften		-362325	144882	176974	196410	217194	239330	253495	268705	284827
/ Diskonteringsfaktor		1,063	1,135	1,217	1,310	1,416	1,536	1,672	1,821	
= Nåverdien over budsjettperioden	690568	-340694	127601	145394	149904	153369	155836	151582	147575	
+ Horisontverdien	5435348								5435348	
= VNDK2005	6125916									
- VNFG = NFG2005	2053289									
- VMI = MI2005	235589									
= Verdien av egenkapitalen	3837038									

Superprofitt i fra drift modellen:

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

Her er superprofitten i fra driften, $SPD_t = NDR_t - ndk_t \cdot NDE_{t-1}$

NDK - SPD - modellen	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Balanseført netto driftskapital	4746826									
Superprofitt fra netto driftskapital		210042	185734	157545	131038	99915	69560	28772	31550	33443
/ Diskonteringsfaktor		1,063	1,135	1,217	1,310	1,416	1,536	1,672	1,821	
= Nåverdien over budsjettperioden	740905	197502	163581	129432	100011	70554	45293	17205	17327	
+ Horisontverdien	638185								638185	
= VNDK2005	6125916									
- VNFG = NFG2005	2053289									
- VMI = MI2005	235589									
= Verdien av egenkapitalen	3837038									

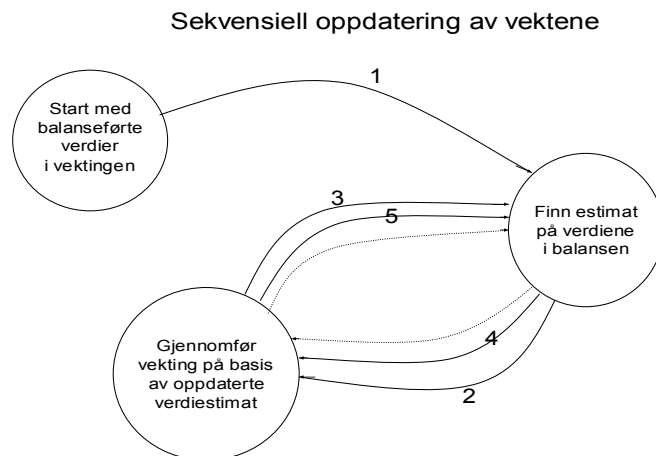
Verdiestimatet etter total kapitalmetoden er på 3 837 038 000 NOK (her foretas avrundning opp til nærmeste 1000). Fri kontantstrømmodellen og superprofittmodellen gav samme svar => korrekt bruk av formlene.

I denne oppgaven har jeg ikke foretatt noen justering av netto finansiell gjeld (NFG) eller minoritetsinteresser (MI). I punkt 5.4 argumenterte jeg for at balanseførte verdier av NFG og MI var tilnærmet lik virkelige verdier. Altså at $VNFG = NFG_{2005}$ og $VMI = VM_{2005}$. Skulle dette vise seg i realiteten å være feil, vil for eksempel en høyere virkelig verdi av minoritetsinteressene enn balanseført verdi, føre til et lavere verdiestimat på egenkapitalen. Dette gjelder både ved fundamental verdsettelse og komparativ verdsettelse. Det samme gjelder dersom virkelig verdi av netto finansiell gjeld i realiteten skulle vise seg å være høyere enn balanseført verdi.

9.4 Første verdiestimat og konvergens mot endelig verdiestimat

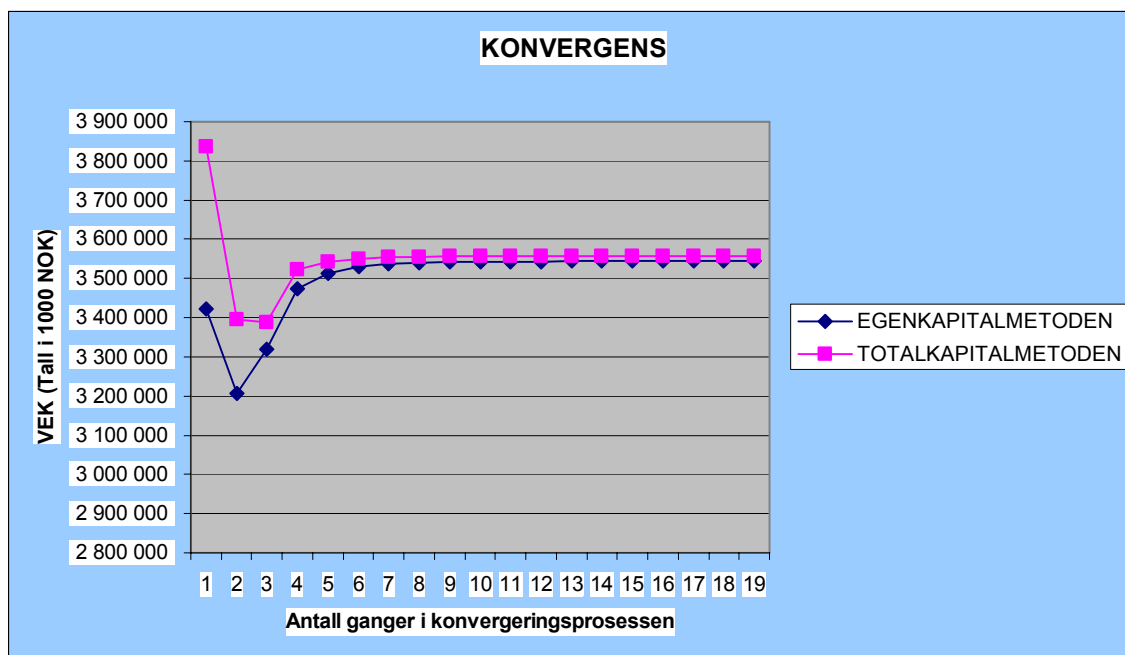
På bakgrunn av første verdiestimatet er jeg kommet frem til to ulike verdier på egenkapitalen per aksje. Etter egenkapitalmetoden får jeg et verdianslag per 31.12.2005 = $3\,422\,482\,000 / (37\,791\,266) = 90,56$. Per 1.6.2005 => VEK per aksje = $90,56 \cdot (1 + ekk_{2006})^{(m/n)}$, hvor m/n er andelen av et år. => VEK per aksje = $90,56 \cdot (1 + 0,091)^{(5/12)} = 93,91$. Etter total kapitalmetoden får jeg et verdianslag per 31.12.2005 lik $3\,837\,038\,000 / (37\,791\,266) = 101,53$. Per 1.6.2006 => VEK per aksje = $101,53 \cdot (1 + 0,091)^{(5/12)} = 105,28$. Disse verdiene derimot er basert på diskontering av krav som er vektet, enten direkte eller indirekte (da via betaverdier) på bakgrunn av budsjetterte vekter, og er på den måten ikke korrekte verdiestimat. Jeg vil nå utføre konvergeringsprosedyren som nevnt i punkt 9.1.

Fremgangsmåten blir som presentert nedenfor:



Figur 18, Fremgangsmåte for konvergering, sekvensiell oppdatering av vektene (Knivsflå; BUS 425, våren 2005)

Jeg starter først med de balanseførte verdiene i vektingen av kravene (samt vekting av betaverdiene som inngår i kravene). Dette er de verdier som er presentert i fremtidsregnskapet. På bakgrunn av disse verdiene finner jeg nye estimer på verdiene i balansen (hvor utgangspunktet er første estimat på virkelig verdi av egenkapitalen, da som gjennomsnittlig verdi av estimatet fra egenkapitalmetoden og totalkapitalmetoden). Disse nye estimatene brukes så til å gjennomføre ny vekting av kravene. Denne prosessen foretar jeg helt til jeg får ett og samme verdiestimat fra egenkapitalmetoden og totalkapitalmetoden.



Ved å utføre konvergeringsprosessen 19 ganger har jeg fått til at egenkapitalmetoden og totalkapitalmetoden tilnærmet lik konvergerer mot ett og samme verdiestimat. Verdien på egenkapitalen per utestående aksje per 31.12.2005 etter egenkapitalmetoden konvergerer mot $3\,543\,630\,000 / (37\,791\,266) = 93,77$, mens totalkapitalmetoden konvergerer mot $3\,557\,261\,000 / (37\,791\,266) = 94,12$. Årsaken til at det her en marginal forskjell mellom de to metodene er på grunn av at det er forskjeller i horisontleddene i vektingene. Dette skjer i femte og sjette desimaler i vektene på horisonten, og skyldes mest sannsynlig at ikke alle desimaler er tatt med ett sted i prosessen, og som på den måten skaper en følgefeil. Som en løsning på dette problemet tar jeg snittverdien av disse to for å komme frem til ett estimat på endelig kurs per 31.12.2005. Jeg får da en verdi per utestående aksje lik 93,95 NOK. Per 1.6.2006 er dette lik; $93,95 \cdot (1,091)^{(5/12)} = \mathbf{97,42\ NOK}$. Dette verdiestimatet innebærer derimot noe usikkerhet, noe som vil bli belyst i punkt 9.5.

9.5 Sensitivitetsanalyse

Fremtidsregnskapet som jeg utarbeidet i kapittel 8, innebærer mye usikkerhet. Både avkastningskravene til de ulike kapitalene og budsjett drivere er estimerte og usikre verdier. Budsjett driverne bygger i stor grad direkte på den innsikten jeg fikk fra den strategiske analysen samt regnskapsanalysen. Avkastningskravene til de ulike kapitalene er indirekte påvirket av disse verdidriverne, da de er direkte vektet på bakgrunn av de estimerte verdiene over budsjetterings og fremskrivingsperioden og indirekte via beta verdier. Her vil jeg foreta en sensitivitetsanalyse av noen av budsjett driverne, for å se hvilken innvirkning endringer av disse har på verdiestimatet, samt en sensitivitetsanalyse på noen av de faktorer som inngår i avkastningskravet, spesielt da i ekk. 1 er som tidligere 2006, M = 2008 og H = 2012, hvor det fra 2012 foretas en fremskriving av budsjett driverne.

Sensitivitetsanalyse av budsjett drivere

Sensitivitetsanalyse av budsjett drivere:	1	M	H	VEK pr aksje1	% Δ fra Base Case1	VEK pr aksjeM	% Δ fra Base CaseM	VEK pr aksjeH	% Δ fra Base CaseH
Driftsinntektsveksten, div									
Optimistisk	0,21	0,09	0,08	94,78	1 %	94,98	1 %	240,92	156 %
Base Case	0,19	0,07	0,06	93,95					
Pessimistisk	0,17	0,05	0,04	93,13	-1 %	92,96	-1 %	88,18	-5 %
Omløpet til netto driftseiendeler, onde									
Optimistisk	0,36	0,36	0,36	94,38	0 %	96,56	3 %	143,05	52 %
Base Case	0,33	0,33	0,33	93,95					
Pessimistisk	0,3	0,3	0,3	93,48	-1 %	90,97	-3 %	36,78	-61 %
Netto driftsmargin, ndm									
Optimistisk	0,33	0,32	0,31	95,2	1 %	96,54	3 %	136,97	46 %
Base Case	0,31	0,3	0,29	93,95					
Pessimistisk	0,28	0,28	0,27	92,08	-2 %	91,36	-3 %	54,19	-42 %
Finansiell gjeldsdel, fgd									
Optimistisk	0,81		0,76	93,4	-1 %			86	-8 %
Base Case	0,71		0,66	93,95					
Pessimistisk	0,61		0,56	94,43	1 %			102,19	9 %
Minoritetsinteressdelen, mid									
Optimistisk	0,06		0,06	93,81	0 %			92,6	-1 %
Base Case	0,05		0,05	93,95					
Pessimistisk	0,04		0,04	94,08	0 %			95,22	1 %

En sensitivitetsanalyse av budsjett drivere; div, onde, ndm, fgd og mid viser at VEK per aksje er mest sensitiv til endringer på horisonten, H, når det gjelder div, onde og ndm. Det kan her

dreie seg om store prosentvise forskjeller. Endringer i disse budsjettdriverne i budsjettpunktene 1 og M har mindre betydning for VEK per aksje.

Endringer av fgd og mid, viser mindre forskjeller i VEK per aksje i forhold til base case.

Dette gjelder både på kort sikt og for endringer på horisonten. Mest innvirkning her har fgd på horisonten. Men VEK per aksje ser tilsynelatende ut til ikke i så stor grad å være påvirket av hvordan selskapet finansierer seg. (Knivsflå; BUS 425, våren 2005)

Sensitivitetsanalyse av risikofri rente og risikopremien til aksjemarkedet

Sensitivitetsanalyse av faktorer som påvirker avkastningskravet:		VEK pr aksje	% Δ fra Base Case
Risikofri rente lang sikt, H			
Optimistisk	0,045	176,77	88 %
Base Case	0,055	93,95	
Pessimistisk	0,065	52,72	-44 %
Risikopremien til aksjemarkedet			
Optimistisk	0,055	169,4	80 %
Base Case	0,065	93,95	
Pessimistisk	0,075	55,72	69 %

Sensitivitetsanalysen av faktorene; risikofri rente (på horisonten) og risikopremien til aksjemarkedet om inngår i avkastningskravet til ekk direkte, og andre krav indirekte (kravet til minoritetsinteresser og netto driftskravet), viser at selv mindre endringer i både risikofri rente (på horisonten) og risikopremien til aksjemarkedet gir store utslag i VEK per aksje. (Knivsflå; BUS 425, våren 2005)

9.6 Oppsummering og konklusjon

Jeg har ved hjelp av fundamental verdsettelse kommet frem til et verdianslag på egenkapitalen per aksje for Solstad per 1.6.2006 lik 97,42 NOK. Dette verdianslaget innebærer en viss grad av usikkerhet. Ved å foreta en sensitivitetsanalyse, fant jeg at endringer på horisonten, 2012, av budsjettdriverne; div, onde og ndm gav relativt store utslag i forhold til endringer av disse budsjettdriverne i budsjetteringspunktene 1 (2006) og M (2008). Endringer i budsjettdriverne; fgd og mid gav relativt små endringer i VEK per aksje både på horisonten samt på kort sikt. I

tillegg foretok jeg en sensitivitetsanalyse av faktorene; risikofri rente (på horisonten) og risikopremien til aksjemarkedet. Sensitivitetsanalysen her viser at høyere (lavere) risikofri rente og risikopremie til aksjemarkedet fører til en lavere (høyere) VEK per aksje.

10.0 SUPPLERENDE VERDIVURDERING

I avsnitt 3.1 gav jeg en oversikt over de ulike verdsettelsesmetodene; fundamental, komparativ og opsjonsbasert verdsettelse. Til nå i oppgaven har fokuset vært å verdsette Solstad etter den fundamentale verdsettelsesmetoden. Dette er en meget tidkrevende metode, og i praksis benyttes ofte komparative verdsettelsesmodeller ene og alene, eller som supplerende verdsettelsesteknikker til fundamental verdsettelse. Her vil jeg benytte komparativ verdsettelse som supplerende verdsettelse. (Knivsfå; BUS 425, våren 2005, www.dnbnor.no; DNB NOR Markets, Pål Dahl i SEB Enskilda).

10.1 Komparativ verddivurdering

Komparativ verdsettelse kan utføres ved multiplikatormetoden og substansverdimetoden. Jeg vil her foreta verdsettelse ved bruk av begge metodene. Fokuset vil være på disse to metodene, på grunn av at de benyttes mye i praksis til verdsettelse av supply selskaper. Det som karakteriserer substansverdimetoden og multiplikatormetoden er at de er relativt enkle og ikke så omfattende som fundamental verdsettelse. (Damodaran, Aswath (1996), www.dnbnor.no; DNB NOR Markets, Pål Dahl i SEB Enskilda).

10.2 Substansverdimetoden

Vanlig praksis i supply bransjen, samt for børsnoterte rederiselskaper generelt, er å benytte meglerfirmaer en til to ganger i året (per 31.12 og eventuelt 30.06) til å gi en verdiansettelse på flåten deres, da skipene er der mesteparten av verdien av eiendelene deres ligger. Det mest vanlige er å benytte tre ulike meglere, og bruke gjennomsnittlig verdi fra disse. Av meglerbedrifter som utfører denne type oppdrag kan nevnes; Hagland Shipbrokers, R.S. Platou Shipbrokers, Johan G. Olsen og Fearnley. Hvorav Solstad per 31.12.2005 benyttet de tre sistnevnte.

Jeg vil i denne oppgaven foreta en verdiberegning av egenkapitalen til Solstad på bakgrunn av gjennomsnittlige verdiestimer på Solstad sin flåte per 31.12.2005, gitt fra de ovennevnte tre siste meglerbedriftene. Unntaket er selskapet NorOffshore Ltd, hvor Solstad har en eierandel på 33,33 %. Her er bare Fearnley benyttet som meglerfirma. Deres verdiestimat benyttes som

beste estimat i denne oppgaven. Dette er rimelig, da det ikke bruker å være så store skiller i verdiesestimaterne mellom de ulike meglerbedriftene.

For å komme frem til verdien av egenkapitalen per 31.12.2005, finner jeg først verdien av skipene, så plusser jeg på verdien av andre netto driftseiendeler. Fra eiendelene trekker jeg verdien av utsatt skatt (28 %) på merverdien (hvor merverdien er estimert virkelig verdi på skipene fratrukket den balanseførte verdien av skipene), netto finansiell gjeld og minoritetsinteresser => $VEK_{2005} = \sum V_{\text{Skip}} + VANDE - VUS - VNFG - VMI$. Jeg har i denne verdiberegningen tatt hensyn til selskapets eierandel i de ulike skipene. I tillegg plusser jeg på verdien av skip som er under bygging. Jeg benytter da verdien av allerede betalte terminer. 3 av skipene er oppført med beløpet på betalte terminer i USD. Per 31.12.2005 var USD/NOK = 6,77. Også her er noen av skipene delvis eid, noe som tas hensyn til. (Solstad årsrapport fra 2005). Verdien av andre netto driftseiendeler, netto finansiell gjeld og minoritetsinteresser finner jeg fra omgruppert balanse i 2005, jmfør punkt 5.3. Nedenfor vises oversikt over utregningene, hvor jeg kommer frem til verdien av egenkapitalen per 31.12.2005 samt verdien av egenkapitalen per aksje per 31.12.2005:

SUBSTANSVERDIMETODEN			NOK
	Meglerverdi skip (her er det justert for Solstad sine andeler i skipene), inklusiv betalte terminer på nybyggingskontrakter		6 143 209 394,00
+	VANDE		(59 893 000,00)
-	Utsatt skatt på merverdi		348 640 000,00
-	VNFG		2 053 289 000,00
-	VMI		235 589 000,00
=	VEK eksklusiv minoritetsinteresser		3 445 798 394,00
	Totalt antall aksjer		37 794 160,00
-	Egne aksjer		2 894,00
=	Netto antall utestående aksjer		37 791 266,00
	VEK pr aksje pr 31.12. 2005		91,18

(På grunn av sensitiv informasjon, blir ikke megleranslagene på skipene presentert i denne oppgaven)

Ved å utføre substansverdimetoden fant jeg en verdi på egenkapitalen per aksje per 31.12.2005 lik 91,18 NOK. Per 1.6.2006 blir verdien lik $91,18 \cdot (1 + 0,091)^{(5/12)} = \mathbf{94,55}$. Dette vil jeg derimot anslå til å være et for lavt verdiesimat. Dette på grunn av at det på skipene er foretatt en certepartifri verdsettelse. Det vil si at verdifastsettelsen av skipene er gjort uten å ta hensyn til verdien av kontraktene samt befrakters opsjoner til fornyelse av kontraktene. Det er heller ikke vanlig praksis i bransjen å foreta verdifastsettelse inklusiv

kontrakter og opsjoner, når substansverdimetoden benyttes. Dette fører til at verdien, på 94,55 NOK per aksje, vil virke som en minimumsgrense for hva jeg mener er virkelig verdi av egenkapitalen til Solstad, altså en minimumsgrense for hva Solstad kunne oppnå dersom selskapet ville avvikle og selge virksomheten. (Solstad årsrapport 2005, Eivind Kvilhaug i Solstad, Arne W. Aanensen i Hagland Shipbrokers, Pål Dahl i SEB Enskilda, Knivsflå; BUS 425, våren 2005)

10.3 Multiplikatormetoden

Multiplikatormetoden kan utføres ved hjelp av egenkapitalmetoden og/eller selskapskapitalmetoden. Jeg kommer her til å benytte begge metoder. I egenkapitalmetoden verdsettes verdien av egenkapitalen per aksje direkte som: $\text{Pris} = m \cdot \text{BASIS}$ (hvor basisen kan for eksempel kan være fortjeneste per aksje). Jeg vil benytte multiplikatorene P/E (Price/Earnings) og P/B (Price/Book). I selskapskapitalmetoden verdsettes verdien av egenkapitalen per aksje indirekte ved å finne verdien av selskapskapitalen først (enten netto driftskapitalen eller sysselsatt kapital) for så å trekke i fra gjelden (dersom det er store skiller i kapitalstruktur mellom selskapene bør det justeres for skiller i forhold til dette) $\Rightarrow \text{Pris} = m \cdot \text{BASIS} - \text{Gjeld}$, jamfør punkt 3.1. Her har jeg valgt å benytte multiplikatoren EV/EBIT (Enterprise value/Earnings before interest and taxes). (Knivsflå, forelesning 20, 2006)

Multiplikatorene jeg har valgt å se på i denne oppgaven; P/E, P/B og EV/EBIT, er valgt på bakgrunn av at de brukes mye i praksis blant analytikere som følger supply bransjen. (DnB NOR Markets; www.dnbnor.no).

Nedenfor vises en oversikt over multiplikatorene, samt de komparative selskapene som blir benyttet i denne oppgaven. Nærmere forklaring blir gitt under egenkapitalmetoden og selskapskapitalmetoden:

Multiplikatormetoden:					
Selskap	EPS e2006	Pris 1.6.2006	P/E e2006	P/B e2006	EV/EBITe2006
Farstad	12	107,25	8,94	1,1	7,6
DOF	6,01	47,4	7,89	1,6	6,1
Eidesvik Offshore	8,64	53	6,13	1,1	-
Havila Shipping	6,69	56	8,37	1,1	6,1
Solstad	9,75	110,5	11,33	1,5	8,1

(www.dnbnor.no; DNB NOR Markets, Databasen – Datastream)

10.3.1 Egenkapitalmetoden

For å komme frem til et verdierestimert på egenkapitalen per utestående aksje ved bruk av egenkapitalmetoden, valgte jeg å benytte multiplikatoren P/E og P/B.

P/E:

Steg 1: Valg av komparative virksomheter

Her er det naturlig å velge Farstad og DOF som komparative virksomheter. Dette på grunn av at de gjennom hele analysen min tidligere i oppgaven har vært den komparative bransjen, (da også inklusiv Solstad selv). I kapittel 5.0 argumenterte jeg for hvorfor det ville være fornuftig å sammenligne med Farstad og DOF. I tillegg vil jeg inkludere to andre norske børsnoterte offshore supply selskaper. Dette gjøres for å ha en bredere komparativ bransje. Jeg velger da å ta inn Eidesvik Offshore og Havila Shipping i den komparative bransjen. Disse selskapene er tilbydere av nokså lik, men mindre, flåte som Farstad, DOF og Solstad., samt at de begge er norske selskaper, og notert på Oslo Børs.

DNB NOR Markets utgir hver dag en morgenrapport over aksjemarkedet (hovedsakelig fokus på det norske), hvor de blant annet viser en oversikt over selskaper i supply bransjen. I tillegg til ovennevnte 5 selskaper presenteres 5 andre selskaper. Disse har jeg valgt å ikke ta med i den komparative verdsettelsen på grunn av at disse selskapene ikke er tilbydere av de samme/lignende tjenestene som Solstad selv, eller at de tilbyr de samme tjenestene men i tillegg et bredt spekter av andre offshore supply tjenester. (www.dnbnor.no; DNB NOR Markets)

Steg 2: Utrekning av komparativ multiplikator

Jeg benytter her konsensus analytikerestimert for de komparative selskapene på forventet P/E for 2006. Det vil være rimelig å benytte forventet P/E for fremtiden på grunn av at det er fremtidig fortjeneste som er i fokus hos en potensiell investor (dette gjelder også for P/B og EV/EBIT). Jeg velger her også å sette den komparative multiplikatoren til gjennomsnittlig verdi av de komparative selskapene. (Penman, Stephen H. 2004)

$$m_k = (8,94 + 7,89 + 6,13 + 8,37)/4 = 7,83.$$

Steg 3: Utregning av komparativt verdiestimat for Solstad

$P = (\text{EPS}_{e2006} \text{ for Solstad}) \cdot m_k \Rightarrow (\text{NRE}_{2006}/\text{antall utestående aksjer}) \cdot 7,83 = (423\,759\,000/37\,791\,266) \cdot 7,83 = \mathbf{87,80}$ per 1.6.2006. (Her er mitt forventede estimat på earnings per share (EPS) for 2006 benyttet, alternativet hadde vært å benytte forventet konsensus analytikerestimat for EPSe2006 lik 9,75, som da ville gitt en verdi lik 76,34 NOK. Dette er dog etter mine vurderinger et for lavt anslag på EPSe2006) (Database; Datastream)

P/B:*Steg 1: Valg av komparative virksomheter*

For P/B forholdet benyttes samme komparative selskaper som presentert i steg 1 under P/E.

Steg 2: Utregning av komparativ multiplikator

$$m_k = (1,1 + 1,6 + 1,1 + 1,1)/4 = 1,23$$

Steg 3: Utregning av komparativt verdiestimat for Solstad

$P = m_k \cdot (\text{balanseført egenkapital } e2006 \text{ for Solstad}/\text{antall utestående aksjer})$, hvor den balanseførte egenkapitalen er mitt budsjetterte estimat for 2006, se punkt 8.5. Det er her ikke tatt med foreslått eller avsatt utbytte.

$$\Rightarrow 1,23 \cdot (2\,883\,355\,000/37\,791\,266) = \mathbf{93,85 \text{ NOK.}}$$

10.3.2 Selskapskapitalmetoden

For å komme frem til et verdiestimat på egenkapitalen per utestående aksje ved bruk av selskapskapitalmetoden, valgte jeg å benytte multiplikatoren EV/EBIT.

EV/EBIT*Steg 1: Valg av komparative virksomheter*

Her benyttes Farstad, DOF og Havila som komparative virksomheter. DnB NOR Markets presenterer ikke EV/EBIT for Eidesvik, og jeg har heller ikke på annen måte fått tak i dette estimatet.

Steg 2: Utregning av komparativ multiplikator

$$m_k = (7,6 + 6,1 + 6,1)/3 = 6,6$$

Steg 3: Utregning av komparativt verdiestimat

Prisen per utestående aksje blir her regnet ved at selskapskapitalen settes lik netto driftskapitalen, og uttrykkes her før skatt $\Rightarrow \text{VEK}_{2005} = m_k \cdot \text{NDR}_{2006}/(1-\text{ndss}) - \text{NFG}_{2005} - \text{MI}_{2005}$ ¹⁷. For Solstad er den normaliserte driftsskattesatsen over analyseårene 2000 – 2005 lik 0,1184. NDR har jeg hentet fra mitt budsjetterte estimat for 2006. NFG og MI er verdiene fra 2005 slik de er presentert i omgruppert balanse, se punkt 5.3. (Knivsflå; BUS 425, våren 2006)

$\Rightarrow \text{VEK}_{2005} = 6,6 \cdot 511\,425\,000 / (1 - 0,1184) - 2\,053\,289\,000 - 235\,589\,000 = 1\,539\,935\,040$
 Dette gir en pris per utestående aksje lik: $1\,539\,935\,040 / (37\,791\,266) = 40,75$. Verdi per 1.6.2006 = $40,75 \cdot (1,091)^{(5/12)} = 42,26$ NOK.

I forhold til de estimater som er beregnet ved hjelp av fundamental verdsettelse, substansverdimetoden og multiplikatorene; P/B og P/E skiller dette verdiestimatet seg mye ut. Jeg velger derfor å se nærmere på forholdstallet EV/EBIT som DnB NOR Markets har benyttet. Det er uklart hvordan DnB NOR Markets regner ut deres EBIT, jeg vil derfor se hvilket estimert EV/EBIT jeg får for Solstad, ved å benytte meg av følgende formel: $\text{EBIT} = \text{NDR}_{2006} / (1 - \text{ndss}) = 511\,425\,000 / (1 - 0,1184) = 580\,110\,027$ ¹⁸. Dette virker rimelig i forhold til et driftsresultat på 488 160 000 NOK i 2005. $\text{EV} = \text{VEK} + \text{VNFG}_{2005} + \text{VMI}_{2005} = 110,50 \cdot 37\,791\,266 + 2\,053\,289\,000 + 235\,589\,000 = 6\,464\,812\,893$ NOK. Dette gir en $\text{EV/EBIT} = 6\,464\,812\,893 / 580\,110\,027 = 11,1$. Dette er en mye høyere EV/EBIT i forhold til DnB NOR Markets sitt estimat på 8,1 for Solstad. Jeg vil på grunnlag av denne innsikten justere EV/EBIT for de komparative selskapene med den prosentvise økningen for EV/EBIT gitt fra DnB NOR Markets og mitt estimerte EV/EBIT. Den prosentvise økningen = $(11,14 - 8,1) / 8,1 = 0,3753 = 37,53\%$.

¹⁷ NDR = netto driftsresultatet, NFG = netto finansiell gjeld, MI = minoritetsinteresser, ndss = normalisert driftsskattesats.

¹⁸ Implisitt EBIT fra DnB NOR Markets $\Rightarrow \text{VEK} = m \cdot \text{EBIT} - \text{NFG} - \text{MI} \Rightarrow \text{EBIT} = (110,50 \cdot 37\,791\,266 + 2\,053\,289 + 235\,589) / 8,1 = 798\,125\,049$. Dette virker urimelig i forhold til et driftsresultat på 488 160 000 NOK i 2005.

Justerte EV/EBIT for de komparative selskapene blir da som gitt i tabellen nedenfor:

Selskap	EV/EBIT _{e2006}	Justering	EV/EBIT _{e2006} justert
Farstad	7,6	7,6 · 1,3753	10,5
DOF	6,1	6,1 · 1,3753	8,4
Eidesvik Offshore	-	-	-
Havila Shipping	6,1	6,1 · 1,3753	8,4
Solstad	8,1	8,1 · 1,3753	11,1

Etter å ha justert EV/EBIT_{e2006}, følger jeg steg 2 og 3 på samme måte som tidligere:

Steg 2: Utregning av komparativ multiplikator

$$(10,5 + 8,4 + 8,4) / 3 = 9,1$$

Steg 3: Utregning av komparativt verdiestimat

$$\begin{aligned} \Rightarrow \text{VEK}_{2005} &= m_k \cdot \text{NDR}_{2006} / (1 - \text{ndss}) - \text{NFG}_{2005} - \text{MI}_{2005} = 9,1 \cdot 580\,110\,027 - 2\,053\,289\,000 \\ &- 235\,589\,000 = 2\,990\,123\,246. \text{ VEK per utestående aksje} = 2\,990\,123\,246 / 37\,791\,266 = \\ &79,12. \text{ Per 1.6.2006} \Rightarrow \text{VEK per utestående aksje} = 79,12 \cdot (1,091)^{(5/12)} = \mathbf{82,04 \text{ NOK}}. \end{aligned}$$

10.4 Oppsummering og konklusjon

Jeg har i denne delen verdsatt Solstad Offshore ASA ved hjelp av de komparative verdsettelsesmetodene; substansverdimetoden og multiplikatormetoden.

Substansverdimetoden baserte seg på virkelige verdiestimat, fra tre uavhengige meglerhus, på skipene som inngikk i Solstad sin flåte per 31.12.2005. Verdi per utestående aksje per 1.6.2006 ble ved bruk av denne metoden på 94,55 NOK. Dette verdiestimatet er etter min vurdering en minimumsgrense for hva jeg mener selskapet kunne oppnå ved eventuell avvikling og salg av virksomheten.

I tillegg foretok jeg en verdsettelse basert på multiplikatormetoden. Da ved hjelp av tre multiplikatorer; P/E, P/B og EV/EBIT, hvor EV/EBIT slik det er gitt fra DnB NOR Markets ble justert. De komparative virksomhetene som ble benyttet var Farstad Shipping, District DOF, Eidesvik Offshore og Havila Shipping. P/E multiplikatoren gav en VEK per aksje per 1.6.2006 på 87,80 NOK. P/B multiplikatoren gav en VEK per aksje per 1.6.2006 på 93,85 NOK, og EV/EBIT multiplikatoren gav en VEK per aksje per 1.6.2006 på 82,04 NOK.

Jeg vil her påpeke et moment som er av vesentlig betydning når det gjelder verdsettelse ved bruk av multiplikatorer. Verdiestimater som jeg er kommet frem til ved å benytte de ulike multiplikatorer er meget sensitive til hvilke selskap som benyttes i den komparative bransjen. (Penman, Stephen H. (2004)) Etter min vurdering anså jeg Farstad, DOF, Eidesvik og Havila til å være de mest komparative selskapene til Solstad. I forhold til disse ser det dog ut som om Solstad er noe overvurdert komparativt sett. Dette på grunn av at Solstad sine multiplikatorer, se punkt 10.3, ligger en del høyere i forhold til gjennomsnittet fra valgt komparativ bransje. (Penman, Stephen H. (2004))

Oppsummering av de komparative verdiestimater er som følger:

Komparative metoder	VEK per 1.6.2006 i NOK
Substans	94,55
P/E	87,80
P/B	93,85
EV/EBIT	82,04

11.0 OPPSUMMERING OG KONKLUSJON – HANDLINGSSTRATEGI

11.1 Oppsummering og konklusjon

Verdiestimatet mitt per utestående aksje for Solstad Offshore ASA per 1.6.2006 er på 94 NOK. Dette verdiestimatet er det jeg kom frem til både ved bruk av substansverdimetoden samt et vektet verdiestimat av verdiestimatet fra fundamental verdsettelse og multiplikatormetoden. (Substansverdimetoden gav et estimat på 94,55 NOK og det vektete estimatet = 94,25 NOK. Jeg har her avrundet begge estimatene ned til nærmeste krone på grunn av flere avrundinger i utregningene for å komme frem til estimatene, blant annet avrundinger til nærmeste 1000 fra tall i fremtidsregnskapet.)

Det vektete verdiestimatet er basert på 2/3 vekt på verdiestimatet fra fundamental verdsettelse og 1/3 vekt på gjennomsnittet av verdiestimatene fra multiplikatormetodene. Dette gir en verdi på 94,25 NOK:

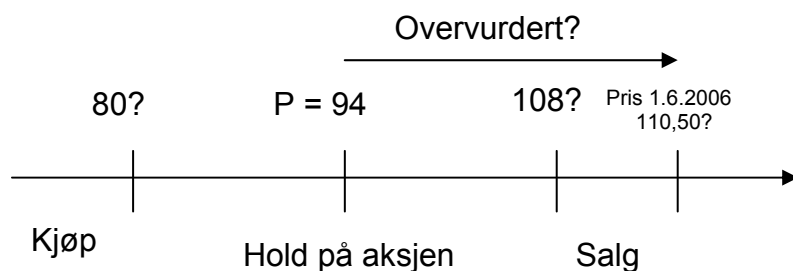
Verdsettelsesmetode	Vekt	VEK per 1.6.2006
FUNDAMENTAL	2/3	97,42
KOMPARATIV:		
Multiplikatormetoden:	1/3	
P/E		87,80
P/B		93,85
EV/EBIT		82,04
Vektet verdiestimat	$(2/3) \cdot 97,42 + (1/3) \cdot ((87,80 + 93,85 + 82,04)/3)$	94,25

Årsaken til at jeg tilegner størst vekt (2/3) på verdiestimatet fra den fundamentale verdsettelsen, er fordi denne metoden bygger i stor grad på innsikt jeg fikk fra den strategiske analysen samt regnskapsanalysen. Fundamental verdsettelse er på den måten en mye grundigere metode enn multiplikatormetodene, der verdiestimatet på sin side bærer preg av valg av komparative virksomheter, samt hvilke multiplikatorer som benyttes i verdiestimeringen.

11.2 Handlingsstrategi

Verdien av egenkapitalen per utestående aksje for Solstad Offshore ASA er etter mine vurderinger lik **94 NOK**. På bakgrunn av dette anbefaler jeg å **selge aksjen**.

I estimatet på 94 NOK er det en del usikkerhet. Jeg har derfor lagt til et 15 % intervall for anbefaling lik hold av aksjen. Øvre grense på hold anbefaling blir da en pris lik 108 NOK. Solstad tradet for en pris lik 110,50 NOK per 1.6.2006 på Oslo Børs, og jeg vurderer ut i fra min analyse dette til å være en noe overvurdert pris.



Dersom investor av spesielle årsaker ønsker å ha plasseringer i supply bransjen generelt, vil jeg anbefale å investere i ett av de komparative selskapene Farstad eller DOF. Spesielt er det indikasjoner på at Solstad er overvurdert i forhold til Farstad, da alle multiplikatorer (P/E, P/B og EV/EBIT) er høyere for Solstad enn for Farstad.

Ved å foreta en strategisk analyse samt regnskapsanalyse av Solstad og bransjen (Farstad og DOF, inklusiv Solstad selv) har jeg avdekket at Solstad har en ressursulempe ($e_{kr} < e_{kr_B}$)¹⁹ i forhold til den komparative bransjen (Farstad og DOF). Ut i fra dette ville man anta at Solstad skulle ha lavere multiplikatorer enn Farstad og DOF. Solstad har derimot relativt mye høyere multiplikatorer enn de komparative selskapene (P/B er hakket høyere for DOF enn for Solstad, P/E og EV/EBIT er derimot en god del lavere hos DOF enn for Solstad), og ser tilsynelatende ut til å være noe overvurdert komparativt sett.

¹⁹ Ressursulempen ligger hovedsakelig i at Solstad har en dårligere evne til å skape driftsinntekter per krone investert i netto driftseiendeler enn resten av bransjen. I løpet av de siste årene har Solstad foretatt en kraftig fornyelse av deres flåte. Spørsmålet til ledelsen blir da om det har vært en god strategi å investere i nye, moderne, men svært kapitalintensive skip. Den strategiske analysen indikerer derimot at en moderne flåte er viktig for å være en konkurransedyktig aktør i bransjen.

12.0 KILDER

BØKER

Barney, Jay B. (1997): *Gaining and Sustaining Competitive Advantage*, Addison-Wesley Publishing Company, Inc.

Bodie, Zvi. et al. (2005): *Investments*, 6th ed. The McGraw-Hill Companies, Inc. New York.

Brealey, Richard A. et al. (2006): *Corporate Finance*, 8th ed. The McGraw-Hill Companies, Inc. New York.

Damodaran, Aswath (1996): *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*. John Wiley & Sons, Inc, New Jersey

Gjesdal, Frøystein og Thore Johnsen (1999): *Kravsetting, lønnsomhetsmåling og verdivurdering*. Cappelen Akademisk forlag, Oslo.

Hill, Charles W. L. og Gareth R. Jones (2004): *Strategic Management Theory, An Integrated Approach*, 6th ed. Houghton Mifflin Company, Boston.

Penman, Stephen H. (2004): *Financial Statement Analysis and Security Valuation*, 2nd ed. The McGraw-Hill Companies, Inc, New York.

White, Gerald I. et al. (2003): *The Analysis and Use of Financial Statements*, 3rd ed. John Wiley & Sons.

Young, S. D., and S. F. O'Byrne (2001): *EVA and Value-Based Management: A Practical Guide to Implementation*. McGraw-Hill Companies, Inc.

ÅRSRAPPORTER

District Offshore (DOF), Årsrapport fra 1999 - 2005

Farstad Shipping, Kvartalsrapport fra 4. kvartal, 2005

Farstad Shipping, Kvartalsrapport fra 1. kvartal 2006

Farstad Shipping, Årsrapport fra 1999 – 2005

Gulfmark Offshore, Årsrapport fra 2004

Solstad Offshore ASA, Årsrapport fra 1998 – 2005

Solstad Offshore ASA, Kvartalsrapport fra 1. kvartal 2006.

NORSK HYDRO, Årsrapport fra 2004

ANDRE RAPPORTER /ARTIKLER

Aftenposten, 25. april, 2006

BOURBON: Presentasjon 28. februar 2005: Offshore Horizon 2010 slideshow presentation.

BOURBON: Rapport fra 4. kvartal 2005 source: Dougla-Westwood; The World Offshore Oil and Gas Forecast 2005-2015.

Bjørnland, Dag. et al. (2002): Structural changes in the organisation of world trade and implications for the shipping industry, Research Report 18/2002, Norwegian School of Management BI – Department of Innovation and Economic Organisation.

DagensNæringsliv; Børs & Marked

DagensNæringsliv, 17. 03. 2005

DagensNæringsliv, 23.1.2006

DagensNæringsliv, artikkel fra 25.2.2006

ODS – Petrodata Ltd (2004): The OMEGA Report; North Sea Supply Vessels. December 2004. Volume 15, Nummer 12.

R.S. Platou: Markedsrapport fra 2004

R.S. Platou Offshore A.S. (31.12.2005): Monthly Report, December 2005. Editor: Lars Middelthun.

Solstad Offshore ASA, IFRS Transition Report Final version May 2006

VEIDEKKE, Transition to IFRS, VEIDEKKE, 21. april 2004

PERSONER

Arne W. Aanensen i R.G. Hagland

David Bichard i ODS-Petrodata

Eivind Kvilhaug, Finansdirektør i Solstad Offshore ASA

Jostein Lillestøl, Professor ved Norges Handelshøyskole

Odd Sverre Samulesen i R.G. Hagland

Pål Dahl i SEB Enskilda

INTERNET ADRESSER

<www.gulfmark.com>

<http://library.corporate-ir.net/library/11/112/112293/items/151667/GulfMark_2004.pdf>

<<http://www.dn.no/forsiden/article700831.ece>> (Espen Bjerked (23.1.2006); Ser Hydro aksjen i 900. DagensNæringsliv)

<<http://www.dn.no/forsiden/article675535.ece>> (Espen Bjerke (14.12.2005); Goldman spår kraftig oljeprishopp. DagensNæringsliv)

<<http://www.statoil.com>>

<<http://bourbon-online.com/media/presentations/slideshow-horizon-2010-en.pdf>>

<www.deepocean.no>

<[www.oslobors.no+?blobtable=Document&blobheader=application%2Fmsword&blobwhere=1108804264399&blobcol=urlblob&blobkey=id&1108804264399.msword](http://www.oslobors.no/?blobtable=Document&blobheader=application%2Fmsword&blobwhere=1108804264399&blobcol=urlblob&blobkey=id&1108804264399.msword)> (DnBNOR Markets; "DnB NOR OBX – børs-handlet fond (ETF))

<www.pareto.no>

<www.hydro.no>

<http://www.norgesbank.no/publikasjoner/penger_og_kreditt/2005-04/hele_heftet.pdf>

<www.nordea.no>

<www.statoil.no>

<www.solstad.no>

DATABASER

Datastream

FORELESNINGSNOTATER

Fag: BUS 424, Strategisk Regnskapsanalyse (høsten 2004), ved NHH, med foreleser; førsteamanuensis Kjell Henry Knivsflå.

Fag: BUS 425, Regnskapsanalyse og Verdsettelse (våren 2005 og 2006), ved NHH, med foreleser; førsteamanuensis Kjell Henry Knivsflå

Fag: FIE402E, Corporate Finance (våren 2006), ved NHH, med foreleser; assisterende professor Per Östberg (Emne 2: Capital Structure Irrelevance, Valuation under Uncertainty)