

NORGES HANDELSHØYSKOLE

Bergen, høst 2006

Utredning i fordypnings-/spesialfagområde: Regnskap og økonomisk styring

Veileder: Førsteamanuensis Bjørn Svendsen



Green Reefers

En regnskapsbasert verdsettelse av Green Reefers ASA

av

Eivind Myrseth

Denne utredningen er gjennomført som et ledd i masterstudiet i økonomi og administrasjon 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.

Sammendrag

Denne utredningen er en strategisk regnskapsanalyse og verdsettelse av Green Reefers ASA, som opererer et globalt logistikknettverk for transport av kjølevarer. Formålet med utredningen er å gi et verdiestimat på aksjekursen til Green Reefers ut fra to verdsettelsesmetoder, fundamental og komparativ verdsettelse. Dette verdiestimatet vil så bli vurdert opp mot aksjekursen for å kunne foreslå en handlestrategi for en investor.

Verdsettelsen har tatt for seg de underliggende kildene til verdi i selskapet. Disse er identifisert gjennom en analyse av blant annet selskapets konkurranseforhold, historisk lønnsomhetsutvikling og vurdering av fremtidsutsiktene til Green Reefers. Innsikt fra analysene ble benyttet for å foreta en fundamental verdsettelse av Green Reefers, som gav et verdiestimat på 4,40 kroner pr. aksje utestående pr. 8.12.2006. Ved å vekte fundamentalt verdiestimat mot komparativt verdiestimat ble det estimert et endelig verdiestimat for Green Reefers aksjen på 4,12 kroner pr. utestående aksje den 8.12.2006.

Sensitivitetsanalysen avslørte at verdiestimatet funnet i denne utredningen inneholdt relativt store usikkerhetsfaktorer, blant annet vedrørende driftsmargin og omløp til driftseiendeler. Ved å se verdiestimatet opp mot Green Reefers aksjekurs på Oslo Børs 8.12.2006, som var 4,45 kroner, kan det ikke foreslås en kjøps- eller salgsanbefaling på aksjen. Dette fordi verdiestimatet er innefor en +/- 10% intervall av aksjekursen, noe som skal ta hensyn til den usikkerheten som ligger i tallene. For en investor som allerede har Green Reefers aksjer blir anbefalingen å holde på aksjene.



Forord

I denne utredningen er det lagt vekt på kunnskap tilegnet i fagene Strategisk regnskapsanalyse (BUS 424), Regnskapsanalyse og verdsettelse (BUS 425) og Strategisk analyse (STR404) ved Norges Handelshøyskole. Arbeidet med utredningen har spesielt gitt en større forståelse for sammenhengen mellom strategi og regnskapstall.

Oppgaven bygger på offentlig tilgjengelig informasjon fra hovedsakelig årsrapporter, kvartalsrapporter og annen informasjon fra Green Reefers, Star Reefers og Lauritzens hjemmesider.

Regnskapsanalysen bygger på tall til og med 2. kvartal 2006. 3. kvartalsrapporten ble offentliggjort først ved slutten av arbeidet med utredningen, og det er derfor valgt å ikke innarbeide disse tallene i oppgaven.

En takk rettes til veileder Bjørn Svendsen for konstruktive og gode tilbakemeldinger i arbeidet med denne utredningen.

Bergen, 15.12.2006

Eivind Myrseth

Innholdsfortegnelse

1.0	Introduksjon.....	1
1.1	Innledning	1
1.2	Struktur på oppgaven	2
1.3	Avgrensing.....	3
2.0	Presentasjon av bransjen og Green Reefers.....	5
2.1	Bransjen	5
2.2	Green Reefers.....	7
2.2.1	Kursutvikling	9
3.0	Verdsettelsesteknikker	10
3.1	Innledning	10
3.2	Valg av teknikk.....	10
4.0	Strategisk analyse	13
4.1	Innledning	13
4.2	Ekstern Analyse	14
4.2.1	Konkurrentanalyse	14
4.2.2	PEST-analyse.....	20
4.2.3	Konklusjon av industrianalysen.....	22
4.3	Intern analyse	23
4.3.1	KIKK.....	24
4.3.2	SVIMA.....	27
4.3.3	Oppsummering av internanalyse.....	29
4.4	Konklusjon av strategisk analyse.....	30
5.0	Regnskapsanalyse	31
5.1	Rammeverk for regnskapsanalysen	31
5.2	Rapporterte tall.....	32
5.2	”Trailing” årsregnskap	34



5.3	Omgruppering for investororientert analyse.....	35
5.4	Målefeil.....	37
5.4.1	Aktuelle justeringer.....	38
5.4.2	Omgruppert og justert finansregnskap.....	44
5.5	Forholdstallsanalyse.....	46
5.5.1	Rammeverk for forholdstallsanalyse	46
5.5.2	Tidsvekting	47
5.5.3	Analyse av selskapsspesifikk risiko.....	47
5.5.4	Analyse av lønnsomhet og vekst.....	55
5.6	Innsikt fra regnskapsanalysen.....	73
6.0	Fremtidsregnskap.....	75
6.1	Valg av budsjettthorison	75
6.2	Budsjettering til budsjettthorisonen	76
6.3	Fremtidsregnskap.....	83
6.4	Krav til avkastning over budsjettthorisonen	84
6.4	Fremskriving av krav og verdidrivere etter budsjettthorisonen.....	88
7.0	Verdsettelse	90
7.1	Fundamentale verdsettelsesmetoder	90
7.2	Direkte verdsettelse av egenkapitalen.....	91
7.2.1	Fri kontantstrøm-modell	91
7.2.2	Superprofitt til egenkapital-modellen	92
7.3	Indirekte verdsettelse av egenkapitalen	93
7.3.1	Netto driftskapitalmetoden.....	93
7.4	Konvergens til et verdiestimat	95
7.5	Sensitivitetsanalyse.....	97
7.6	Simulering.....	106
8.0	Komparativ verdsettelse	109
8.1	Pris/Bok.....	111
8.2	Pris/Fortjeneste	112



8.3	Oppsummering komparativ verdsettelse.....	113
9.0	Oppsummering og handlingsstrategi.....	114
10.0	Referanselise.....	117
11.0	Appendiks.....	119

1.0 Introduksjon

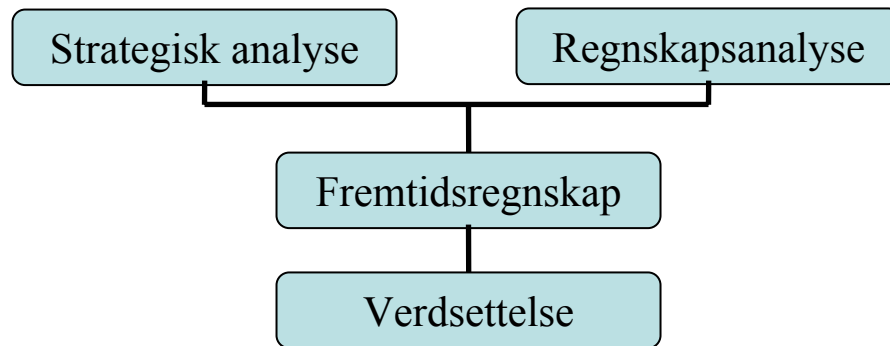
1.1 Innledning

Hensikten med denne masterutredningen er å finne et fundamentalt verdiestimat på egenkapitalen til det børsnoterte selskapet Green Reefers ASA. Den strategiske regnskapsanalysen og verdsettelsen vil være basert på offentlig tilgjengelig informasjon. Utgangspunkt for regnskapsanalysen vil være årsrapporter og kvartalsrapporter fra 2000 til 2006. Verdiestimatet fra denne analysen vil bli sammenlignet med børsverdien til Green Reefers, og på den måten avgjøre om selskapet synes å være over- eller undervurdert på Oslo Børs. For å illustrere noe av usikkerheten knyttet til analysen, vil det til slutt foretas en sensitivitetsanalyse.

Motivasjonen for å skrive en verdsettelsesoppgave innen shipping er bransjens lange tradisjoner i Norge, og at flere av de store globale aktørene har sin opprinnelse og hovedkontor i Bergen. Det har ikke blitt skrevet oppgave på NHH om noen av kjøle- og frysetransportørene før, og disse selskapene har hatt en lavere verdistigning på Oslo Børs i forhold til andre shippingselskaper. Det vil derfor være interessant å undersøke om dette kan skyldes en undervurdering fra investorene av den fundamentale verdien til disse selskapene. Ettersom Green Reefers har lokal tilhørighet i Bergen, har dette selskapet blitt valgt ut som verdsettingsmål.

1.2 Struktur på oppgaven

Det overordnede rammeverket for utredningen vil bestå av fire hoveddeler. Følgende inndeling av oppgaven benyttes:



Figur 1.1 Rammeverk for utredningen

Kapittel 2 vil begynne med å presentere det markedet som Green Reefers opererer i, reefermarkedet (kjølemarkedet), hvor det også undersøkes ulike utviklingstrekk i bransjen de senere årene og hvilke mekanismer som ser ut til å påvirke meravkastningen i dette markedet. Her vil oppgaven også se nærmere på et par selskaper som det er relevant å sammenligne Green Reefers med som ledd i verdsettelsen. Videre vil det gis en presentasjon av Green Reefers som selskap. Herunder vil man se på historikk og selskapsstruktur, strategiske målsetninger og visjoner samt litt om de ulike virksomhetsområdene Green Reefers opererer innen. Deretter vil det i kapittel 3 bli vist noen ulike verdsettelsesteknikker, for så å bli foretatt et valg av hvilke teknikker som vil danne rammeverket for resten av oppgaven. Den strategiske analysen i kapittel 4 vil bli delt inn i en ekstern og en intern analyse. Trusler og muligheter som Green Reefers står ovenfor fra omgivelsene vil bli undersøkt i den eksterne analysen. Den interne analysen vil omhandle selskapets sterke og svake sider, og hvilke innvirkning dette vil kunne komme til å ha i Green Reefers konkurranseevne.

I regnskapsanalysen i kapittel 5 vil finansregnskapet bli omgruppert slik at en lettere kan få en forståelse for de forutsetninger og vurderinger som ligger bak regnskapstallene, og for at tallene skal gjenspeile en verdirelevant måling som kan brukes i en investororientert analyse. Analysen vil da ha fokus på egenkapital. Fordi finansregnskapet ofte inneholder målefeil som kan gi et feilaktig bilde på avkastningen, vil det bli foretatt justeringer for disse målefeilene i det omgrupperte regnskapet for å få et mer riktig bilde av virkelig resultat. Det vil så bli gjennomføre en risikoanalyse basert på det justerte og omgrupperte regnskapet, hvor oppgaven vil se på aktuelle forholdstall som vil danne grunnlag for en syntetisk rating. Videre vil det foretas en lønnsomhets- og vekstanalyse.

Fremtidsregnskapet i kapittel 6 vil bygge på den strategiske analysen i kapittel 4, regnskapsanalysen og forholdstallene fra kapittel 5. Fremtidsregnskapet vil da være basert på budsjettering til budsjettperioden og fremskriving av verdidrivere fra budsjettthorisonen.

Kapittel 7 vil bestå av verdsettelsen og sensitivitetsanalyse av selskapet. Som en konklusjon av dette vil den fundamentale verdien til Green Reefers estimeres, hvor det samtidig vises hva små endringer i verdidriverne har av innvirkning på dette verdiestimatet. Kapittel 8 vil ta for seg alternative verdsettingsmetoder, som komparativ verdsetting. Handlingsstrategi og avsluttende kommentarer vil bli presentert i kapittel 9.

1.3 Avgrensing

Analysen vil bli foretatt på konsernnivå, hvor konsernets ulike virksomhetsområder blir presentert samlet. Dette fordi noen av selskapene i analysen opererer innen flere forretningsområder, men hvor en utskillelse av disse ville være for krevende på grunn av mangelfull informasjon i regnskapet. Fokuset vil allikevel være transport- og logistikkjenester innen kjølemarkedet, også kalt reefermarkedet. I resten av utredningen vil disse to betegnelsene på markedet bli brukt synonymt.

I regnskapsanalyse er det to tilnærminger som er aktuelle: investor- og kreditororientert. I sistnevnte tilnærming er fokus på selskapets risiko, slik at faktiske verdier og de kontantstrømmer de generer blir tillagt stor vekt. Denne oppgaven vil derimot ha et investororientert fokus. Fokuset vil derfor være på selskapets rentabilitet og evne til å skape eventuelle meravkastninger i fremtiden, enn å vurdere selskapet i forhold til risiko.

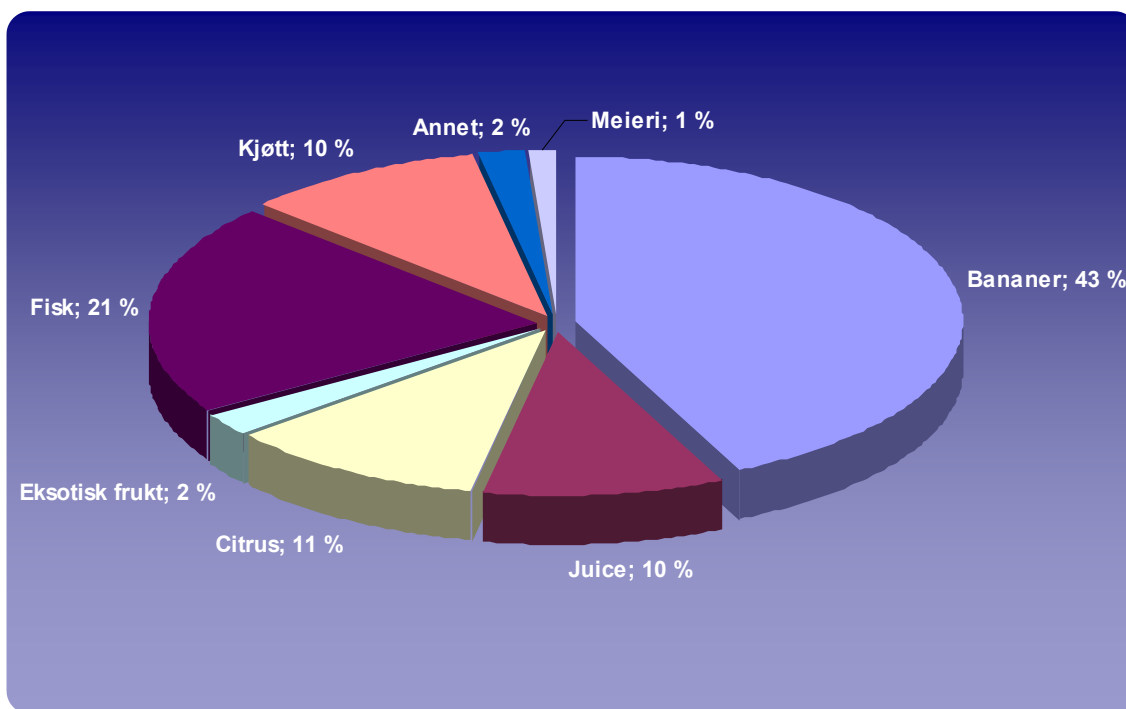
Oppgaven vil ta utgangspunkt i de 6 siste regnskapsårene (går tilbake til 2000) i regnskapsanalysen, og kvartalsrapportene for 1. og 2. kvartal 2006. Ettersom reefermarkedet ikke preges av veldig høy vekst, nye teknologiske nyskapninger eller annen turbulens vil dette være en rimelig tidshorison som vil være tilstrekkelig for å frem hovedtrekkene i forholdstallene i analysen. Det er videre valgt en fremskrivningshorison på 7 år i fremtidsregnskapet. Dette er valgt basert på en formening om at dette bør være tilstrekkelig for at Green Reefers skal befinne seg i ”steady state”. (Mer om dette i kapittel *6.1 Valg av budsjetthorison*).

2.0 Presentasjon av bransjen og Green Reefers

2.1 Bransjen

Reefershipping, eller kjøleskipsfart er fellesbetegnelsen for transport av nedkjølte eller frosne varer som fraktes sjøveien. Reefermarkedet er i utgangspunktet et industrielt drevet marked, hvor spotprisen på transport av kjølevarer er veldig avgjørende for selskapenes lønnsomhet. Markedet består i likhet med de øvrige shippingmarkeder av både store og små importforetak og mange tilbydere av transporttjenester.

Reefermarkedets viktigste vareslag er bananer (Green Reefers delårsrapport 4.kvartal 2005), som utgjør over 40 prosent av tonn-mil-etterspørselen i reefermarkedet. Andre viktige varer er kjøtt og fisk.



Figur 2.1 Andel av transport for ulike produkter (kilde: Star Reefers presentasjon fra 2005 – Drewry)

Flere av de store shippingsselskapene opererer innenfor flere segmenter, deriblant reefermarkedet, mens andre som Green Reefers kun har reeferskip i sin flåte. Andre store

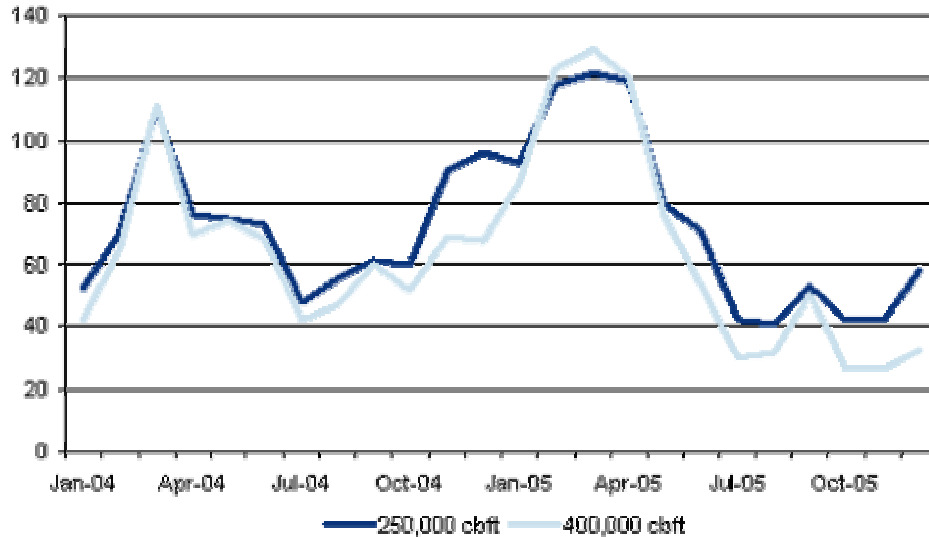
aktører innen markedet blant europeiske selskap er (NYK) LauritzenCool (svensk selskap), Seatrade (nederlandsk selskap), Maersk Sealand (dansk selskap), Hapag-Lloyd (tysk), GoReefers (nederlandsk selskap) og Star Reefers (norsk).

Det skilles også mellom spesialiserte reeferskip og containerskip som har mulighet for også å frakte kjølevarer. Green Reefers flåte består kun av spesialiserte skip. Dette har gjort at reefermarkedet har blitt mer ”volatilt” på grunn av mer tilbud av moderne reeferskip. Samtidig får flere nye containerskip en betydelig mulighet til også å frakte kjølevarer. Green Reefers indikerer i en markedsrapport fra 2005 at disse skipene har økt sin reefer kapasitet med omtrent 10% de siste årene, og at dette vil kunne føre til en redusert bygging av spesialiserte reeferskip, og mer fokus på mer fleksible skip.

Av volum i reefermarkedet, kommer ca. 60% av dette fra land med som bruker dollar som valuta, mens land med Euro representerer omtrent 50% av import. Utvikling i forholdet mellom usd og Euro er derfor en avgjørende faktor i etterspørselen i markedet. (Markedsrapport Green Reefers)

I sitt årsregnskap for 2005 hevder Star Reefers at markedet ikke helt har kommet seg etter orkaner som har rammet spesielt banan plantasjer, og at det derfor vil være lite etterspørsel i forhold til tilbud av transporttjenester for kjølevarer. Samtidig hevdes det ratene vil øke når produksjon- og transportvolum tar seg opp og når man vraker mer av de gamle skipene. I 2005 ble det kun foretatt vraking av 11 skip som var av betydelig størrelse. Når da over 50% av verdensflåten over 350,000 cbft er mer enn 15 år gamle vil det være naturlig å forvente mer utrangering av gamle skip i fremtiden (Årsrapport 2005 – Star Reefers). Hvis disse skipene ikke blir erstattet med nye skip vil tilbudet av transporttjenester reduseres, noe som vil kunne øke spotprisen på transport av kjølevarer. Green Reefers har i sitt årsregnskap for 2005 utalt at de har gode prognoser for utviklingen for spotprisen de neste årene. Samtidig indikerer OECD at den økonomiske veksten de neste 5 årene vil ligge på 3-4%, og at verdenstransporten av lett bedervelige varer vil vokse tilsvarende.

Figur 2.2 viser fraktrater for kjøleskip med størrelse på 250.000 cbft og 400.000 cbft. Benevnelse y akse er cents/ft³.



Figur 2.2 Fraktrater (kilde: NYKLauritzenCool – Orion, E. Russ og ORSL)

2.2 Green Reefers

27.5.2003 skiftet Nomadic Shipping ASA navn til Green Reefers ASA. Green Reefers er en totalleverandør av transporttjenester med ansvar for lasten gjennom hele logistikkjeden. Tanken er at kunden da kan konsentrere seg om sin egen kjernedrift og minimere ressursbruk knyttet til logistikkoppfølging. Green Reefers forreretningsidé er å tilrettelegge og utføre rasjonelle logistikk-løsninger av kjøle- og frysevarer til konkurransedyktige priser og betingelser. (Green Reefers årsrapport 2002). Deres visjon er å være den ledende operatøren av mellomstore kjøleskip og den fremste logistikkleverandør for transport av fisk fra nordlige farvann. Kjerneverdier til selskapet er glimt i øyet, drivkraft og pålitelighet.

Selskapet driver en betydelig aktivitet både i spotmarkedet samtidig som de har kunder på langtidskontrakter. De har dessuten utviklet egne transportsystemer for blant annet juiceprodukter, kjøtt/kylling, frukt og bananer samt fisk fra nordområdene. Selskapet fokuserer på å videreutvikle dette konseptet (Green Reefers Årsrapport 2005). Ved hele tiden å utvikle et mer effektivt logistikksystem vil Green Reefers skape merverdier for



både sine kunder og seg selv. Hovedområdet er transport av kjøttprodukter fra Brasil til Russland og fisk fra nordområdene. Samtidig begynner transport av frukt fra sentral-Amerika til USA og Europa å representere en stadig større del av virksomheten.

Virksomheten omfatter 35 skip, hvorav 9 drives på vegne av eksterne eiere. (I kvartalsrapporten for 3.kvartal 2006, offentliggjorde selskapet en intensjonsavtale om kjøp av 20 nye skip. På grunn av det sene tidspunktet for offentliggjørelsen av dette kvartalsregnskapet, har denne informasjonen ikke blitt tatt hensyn til i oppgaven). Markedet i Sør-Amerika og Atlanterhavet blir betjent av de største reefer skipene på mellom 265 000 og 375 000 kubikk fot, mens aktiviteten langs norskekysten blir håndtert av de noe mindre skipene i flåten. I 2005 ble det levert 7 nye skip, mens eksterne eiere sto for 2 nye skip i flåten. 5 skip ble solgt. Green Reefers er dessuten eier og medeier i terminaler i Østersjøen (Litauen, Polen og Russland), Florida og på norskekysten i Måløy og på Træna. Disse er med på å effektivisere Green Reefers logistikksystem ved å danne en effektiv forbindelse mellom sjø- og landtransport.

2.2.1 Kursutvikling



Figur 2.3 Kursutvikling Green Reefers ASA fra 27.5.2003 til 29.11.2006 (Kilde: NA24.no)

Aksjen til Green Reefers har hatt et relativt lavt handelsvolum, spesielt i de siste årene og i forhold til andre shipping selskap. Kursutviklingen siden Nomadic Shipping skiftet navn til Green Reefers i 2003 har vært veldig god, og har vært på nesten 300 prosent. Men det siste året har aksjen hatt en fallende kurve, og hadde en toppnotering 7.3.2005 på 6,69 kroner per aksje. Til sammenligning har hovedindeksen OSEBX på Oslo Børs i perioden 27.5.2003 frem til 29.11.2006, hatt en økning på ca. 389%, og steget over 30% det siste året. Det betyr at Green Reefers både på kort og lang sikt har prestert svakere enn alle selskapene samlet gjennom hovedindeksen på Oslo Børs har. Spesielt det siste året har vært svakt for Green Reefers sett i forhold til OSEBX.

3.0 Verdsettelsesteknikker

3.1 Innledning

Denne delen av oppgaven vil det gis en kort presentasjon av den teori som anvendes i den kvantitative verdsettelsen av Green Reefers. I følge Penman (2004) finnes det tre hovedtyper av verdsettingsteknikker:

1. Fundamental verdsetting er verdivurdering basert på analyse av underliggende (fundamentale) forhold, gjennom strategisk regnskapsanalyse og utarbeiding av fremtidsregnskap og –krav.
2. Komparativ verdsetting er verdivurdering basert på sammenlignende (komparativ) prising av tilsvarende virksomheter eller eiendeler. Fokuset her vil være direkte på substansverdier i virksomheten eller komparative multiplikatorer.
3. Opsjonsbasert verdsetting er en separat verdivurdering av fleksibilitet innen drift og finansiering gjennom opsjonsprising.

3.2 Valg av teknikk

Målet med denne utredningen er å beregne et verdierestimert av Green Reefers basert på offentlig informasjon. Fundamental verdsettelse er mindre utsatt for subjektive feilvurderinger og av stemningen i markedet enn komparativ verdsetting på grunn av at den tar utgangspunkt i fundamentale verdier, ofte i form av diskonterte kontantstrømmer. Problemet med denne teknikken er at den ofte krever store mengder input, noe som kan være tidkrevende å samle inn og analysere samtidig som tallene kan inneholde støy eller manipulering (Damodaran, 2002).

Shippinganalytikere har hatt tradisjon for å bruke komparativ verdsetting i form av substansverdier. Problemet med denne teknikken er at den er utsatt for svingninger i markedet som ikke alltid er basert på økonomiske forhold forbundet med selskapet som analyseres. Fordelen er at metoden til gjengjeld krever relativt lite informasjon og er

dermed mindre tidkrevende enn fundamental verdsettelsesteknikker. Teknikken fungerer best når det kan identifiseres et stort antall sammenlignbare eiendeler som er vurdert til markedspris. I tillegg kreves en felles variabel, som for eksempel bokført verdi av egenkapital eller årsresultat, for å kunne sammenligne priser. Alternativt kan en benytte en multiplikatormodell. Man finner da forskjellige nøkkeltall for en bransje som for eksempel fortjeneste pr. aksje som så benyttes som multiplikator. Ut fra dette estimeres så aksjeverdien av selskapet som analyseres..

Opsjonsbasert verdsettelse er en utvidelse av den fundamentale verdsettelsen med det formål å eksplisitt bygge inn verdien av fleksibilitet. Nåverdien til fleksibilitet vil vanligvis være verdien av en eller flere realopsjoner i driften. En realopsjon er en rett, men ikke en plikt til å kjøpe eller selge en underliggende eiendel innen eller på et gitt tidspunkt til en pris som er avtalt på forhånd. Eksempler på slike realopsjoner i et selskap kan være et patent på et produkt som ikke er satt i produksjon – amerikansk kjøpsopsjon, eller en leieavtale som selskapet kan si opp på kort frist, slik at selskapet kan nedskalere driften hvis de ønsker, jf. amerikansk salgsoptionsjon. For Green Reefers vil opsjonsbasert verdsettelse være mest aktuelt i forbindelse med muligheten til å avvikle/inngå nye leasingkontrakter og/eller kjøpe/selge skip. Å vite om dette er aktuelt for Green Reefers er vanskelig uten å ha tilgang til interne strategidokumenter, samtidig som det vil være vanskelig å sette en verdi på disse mulighetene. Samtidig vil opsjonsverdien ofte bli priset inn i den fundamentale verdsettelsen gjennom vekstraten. Når man da har en opsjonsverdsettelse i tillegg til fundamental verdsettelse risikerer man å få et forhøyt verdiestimat på grunn av dobbelttelling av verdien til opsjonen.

Valg av teknikk avhenger også av hvor i livssyklusen virksomheten og bransjen man skal analysere befinner seg i. Komparativ verdsettelse er ofte å foretrekke i en oppstartfase ettersom man har lite tilgang til regnskapstall for å foreta en fundamental analyse. Når selskapet blir eldre, og når en mer modne fase av utviklingen (Basanko, 2003), får man tilgang til mer historisk regnskapsdata, og fundamental analyse kan med fordel benyttes. Men de tre teknikken er vanligvis ikke alternativer, men fungerer ofte som et supplement

til hverandre. Ved benytte flere teknikker samtidig, vil man som regel få et mer korrekt bilde på verdien av et selskap enn hvis kun en teknikk blir brukt separat. Dette fordi bruk av flere teknikker samtidig vil belyse flere sider og forhold av selskapet som da kan taes med i beregningen av selskapsverdien.

Siden Green Reefers har vært i reeferbransjen en del år, samtidig som bransjen må regnes som relativt moden, vil det i denne utredningen fokuseres på fundamental analyse og verdsettelse. Utredningen vil imidlertid også ta for seg komparativ verdsettelse gjennom bruk av ulike multiplikatorer. Dette er da en direkte verdsetting av egenkapitalen, og vil bli sammenlignet med det estimatet som fremkommer ved den fundamentale verdsettelsen. Substansverdimodellen anses for komplisert for en utenforstående investor å benytte, ettersom man da må ha inngående kjennskap til tilstanden til skipene som selskapet har i sin flåte samt tilsvarende markedspris for disse skipene, derfor vil ikke denne verdsettelsesmetoden bli diskutert nærmere i oppgaven. En opsjonsbasert verdsettelse vil ikke bli gjennomført på grunn av oppgavens omfang og usikkerhet som en følge av mangel på informasjon.

4.0 Strategisk analyse

4.1 Innledning

Den strategiske analysen skal kartlegge konkurransekraftene i reefermarkedet, og hvilke posisjon Green Reefers innehar i dette markedet. Analyse av de underliggende økonomiske forholdene til Green Reefers vil danne utgangspunktet for den regnskapsbaserte verdsettelsen. Analysen vil kunne avdekke om forholdene ligger til rette for at selskapet kan ha en gunstig strategisk posisjon i markedet. Dette vil i stor grad være avhengig av om Green Reefers er i besittelse av ressurser som kan gi meravkastning enten midlertidig eller varig utover det kravet som stilles til selskapets avkastning. Utgangspunktet for analysen er SWOT-modellen (Saloner, 2001) som søker å kartlegge strategiske styrker og svakheter internt i Green Reefers ressurser, og hvilke muligheter og trusler som ligger i det eksterne miljøet.

Den strategiske analysen vil bli delt i to deler, en ekstern og en intern. Den eksterne analysen er bransjeorientert, og vil undersøke om det finnes muligheter i kjøleskipbransjen for eventuelt å kunne opparbeide seg midlertidige og/eller varig meravkastning. Et selskap har superprofitt dersom rentabiliteten til egenkapitalen er høyere enn kravet til avkastningen på egenkapitalen (Bodie, 2005). Selskapet har dermed en strategisk fordel dersom $e_{kr} > e_{kk}$ over tid. På kort sikt kan rentabiliteten være større enn avkastningskravet på grunn av "flaks" eller varierende utenforliggende omstendigheter. Dette vil gi seg utslag i et Pris/bok (P/B) forhold større en 1,00. Med fullkommen konkurranse vil $e_{kr} = e_{kk}$ og $P/B = 1,00$, men hvis selskapet har en strategisk ulempe vil $e_{kr} < e_{kk}$ og $P/B < 1,00$. Den 31.03.06 hadde Green Reefers aksje en pris på 4,60 kr pr aksje (www.ose.no). Den bokførte verdien av selskapets egenkapital var ved utgangen av første kvartal 2006 på 89,7 millioner USD, eller 0,63587 USD pr aksje. Da kursen 31.03.06 var ca. 6,47 NOK/USD gir dette 4,11 kr pr aksje, et pris bok forhold på 1,119. Dette indikerer at selskapet har en kortsiktig fordel, men denne må kunne opprettholdes over lengre tid for å kunne kalles en strategisk. Men etter 1.kvartal

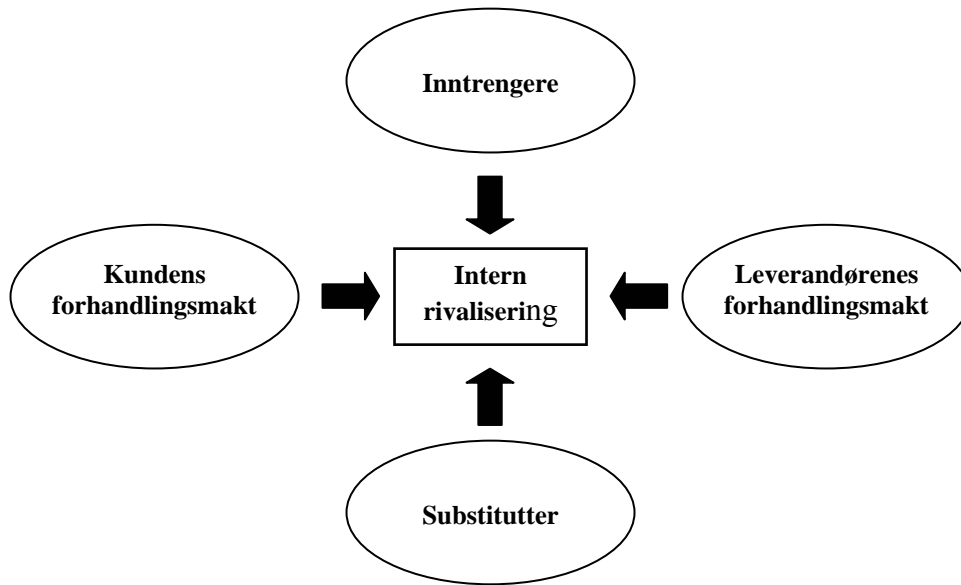
har kursutviklingen til selskapet vært negativt, og en P/B, med dagen (16.07) kurs på 3,51 og (ca 6,2 NOK/USD) ville vært under 1,00. (ca.0,9). Dette viser at den påfølgende strategiske analysen vil være viktig for å avgjøre om selskapet har noen konkurransefortrinn som vil skape merverdier utover avkastningskravet. Den interne analysen er ressursorientert og vurderer hvorvidt Green Reefers har ressurser som kan gi grunnlag for meravkastning. Dette vil typisk være hvis Green Reefers har ressurser som er verdifulle, sjeldne, vanskelige å imitere, mobilisert og approprierbare.

4.2 Ekstern Analyse

Hensikten med den eksterne analysen er å identifisere hvilke muligheter og trusler Green Reefers møter i markedet. Dette vil være en viktig faktor om hvorvidt selskapet kan oppnå meravkastning på den kapitalen som er investert. Analysen deles opp i to deler; en bransjeanalyse, og en PEST-analyse. Bransjeanalysen tar utgangspunkt i Porters konkurransemodell, som benyttes for å analysere faktorer som påvirker konkurransesituasjonen innad i bransjen. I PEST-analysen kartlegges ”ytre” påvirkninger på bransjen. Fokuset vil da være på generelle samfunnsforhold og trender som påvirker konkurransesituasjonen i kjøleskipmarkedet (STR404, 2006).

4.2.1 Konkurrentanalyse

Reefermarkedet er en relativ moden bransje. Porters fem krefters modell er et analytisk rammeverk som fokuserer på fem grunnleggende krefter som bestemmer konkurransen i et marked. Det er de ulike kreftenes samlede styrke som er avgjørende for marginene og lønnsomhetspotensiale i bransjen. I følge mikroøkonomisk teori vil nye bedrifter prøve å etablere seg i bransjer hvor det eksisterer muligheter for avkastning utover eiernes krav (Pindyck, 2001). Konkurransekreftene vil derfor drive markedet mot en fullkommen konkurransesituasjon, hvor det ikke er meravkastning. Kun avvik fra perfekt konkurranse kan skape merverdi i en bransje (Bansako, 2003).



Figur 4.1 Porter fem krefters modell (kilde: Michael E. Porter)

Konkurransemodellen vil belyse de eksterne trusler og muligheter som Green Reefers møter i reefermarkedet. Dette vil da hjelpe selskapet med å finne en strategi for å nøytralisere truslene og utnytte mulighetene som ligger i omgivelsene, og dermed dempe rivaliseringen i reeferbransjen og da øke lønnsomheten til selskapet. (Porter, 1980)

Leverandørens forhandlingsmakt

Leverandørens forhandlingsmakt omfatter leverandørens avhengighetsforhold til de ulike selskapene i markedet. Forhandlingsmakten til leverandørene vil være størst hvis selskapet er avhengig av sine leverandører, mens leverandøren ikke er tilsvarende avhengig av kunden. Trusselen mot meravkastning for selskapet vil da være alvorlig. Dette trusselbildet bestemmes av faktorer som senker leverandørens forhandlingsmakt; antall leverandører i markedet, antall substitutter, og de som øker forhandlingsmakten; kostnader ved leverandørskifte, graden av differensiering av produkter og trusselen om vertikal integrasjon (Hill & Jones, 2004).

Det eksisterer mange leverandører, både nasjonalt og internasjonalt, som kan levere kjøleskip. Det er derfor lite trolig at selskapene i bransjen er spesielt avhengig av en

leverandør. Trusselen om integrasjon er dessuten lite aktuell. Ettersom prisene på nye skip er veldig konjunkturavhengig, kan selskapene spekulere i innkjøp av skip til en rimelig pris i nedgangskonjunktur for å få disse skipene i drift i tider med høy etterspørsel og høye fraktrater.

En annen leverandør til rederinæringen er arbeidsmarkedet for mannskap. Arbeidskraften blir ofte levert av lavkostland hvor det er stort tilbud av mannskap til lav pris. Gitt det store tilbudet av mannskaper og ledelse, samt at arbeidsmarkedet er relativt fragmentert har de ansatte relativt liten forhandlingsmakt. Leverandørens forhandlingsmakt vurderes til å være relativt lav, og utgjør derfor ikke en vesentlig trussel mot bransjens mulighet som helhet for meravkastning.

Kundens forhandlingsmakt

Kundens forhandlingsmakt er avhengig av kundens mulighet til å presse selskapene på pris, kvalitet og hva de ulike tjenestene skal inneholde. Kundene kan utøve sin makt ved å true med å integrere bakover i verdikjeden, eller sette ulike leverandører opp mot hverandre for å få det beste tilbudet. Trusselen vil være størst ved standardiserte produkter, mange leverandører, få kunder og lave byttekostnader (STR404, 2006).

Reefermarkedet består av mange aktører som leverer transporttjenester, samtidig som det er noen store kunder som står for en stor del av etterspørselen etter transport, spesielt innen frakt av bananer. Denne transporten står for en stor del av omsetningen for selskapene i reefermarkedet, noe som gir kundene forhandlingsmakt. Men mange selskaper har kunden bundet opp gjennom langtidskontrakter, samtidig som selskapenes stadige utbedringer for å utvikle mer integrerte transporttjenester er med på å skape et avhengighetsforhold hos kundene som gjør at det eksisterer en viss grad av byttekostnader for noen kunder. Men denne kostnaden kan ikke sies å være veldig stor. Problemet for bransjen er at de tjenestene som leveres i stor grad er standardiserte, noe som gir en konkurranse på pris mellom aktørene. Det vurderer derfor som at kunden har

moderat forhandlingsmakt som kan være med på å redusere marginene for selskapene og derfor utgjør en potensiell trussel for bransjen.

Substitutter

Substitutter er nye produkter eller tjenester som kan redusere eller overta markedet til et selskap ved å dekke samme behov billigere eller på en bedre måte enn tidligere hos forbrukeren. Forholdet mellom pris og ytelse er avgjørende for hvor stor trussel en moderat substitutt er for bransjen. For umodne substitutter er utviklingspotensiale den avgjørende faktoren som avgjør hvor stor trusselen er (Basanko, 2003).

Det finns få eller ingen nye substitutter som kan true bransjen på kort sikt. Av de mer modne substituttene er det spesielt landtransport og containerskip som fremstår som naturlige substitutter for kjøleskip. Men landtransport vil ikke være et direkte substitutt for vanlige kjøleskip på grunn av de geografiske begrensninger som ligger i denne formen for transport. Containerskip med mulighet for å frakte kjølevarer har de senere årene tatt stadig større markedsandeler fra spesialiserte kjøleskip. Prognoser av GP Wild (Star Reefers hjemmeside) viser at de frem mot 2012 vil ta enda større andeler. Dette er en relativt stor trussel for de spesialiserte kjøleskip selskapene. Disse containerskipene vil kunne ha minst like gode eller bedre skalafordeler som kjøleskipene, og derfor kunne levere tilsvarende eller bedre pris i forhold til ytelse. Substitutter utgjør derfor en stor trussel for bransjen på lengre sikt.

Inntrengere

For et marked kan potensielle nye aktører utgjøre en betydelig trussel mot fortjenesten til de etablerte markedsaktørene, ettersom flere aktører vil bety mer konkurranse. Hvis markedet er i lav vekst vil de nye aktørene kunne redusere lønnsomheten til de etablerte aktørene. Med høy vekst vil alle kunne ha høy avkastning ettersom de nye aktørenes verdikapring fra de etablerte aktørene oppveies av ny verdiskapning (STR404, 2006). Trusselen om inngang for potensielle konkurrenter er i stor grad avhengig av hvilke

etableringshindre som finnes i markedet, samt hvilke reaksjoner eller mottiltak som kan forventes fra eksisterende aktører.

Trusselen fra potensielle konkurrenter er stor i reefermarkedet. Det kreves ikke annet enn kapital for å kunne starte et reeferrederi, og man vil fort oppnå stordriftsfordeler ved å eie flere skip. Noe som kan virke modererende på antall nye aktører er behovet for bransjeerfaring og omdømme, noe som vil være viktig i bedømmelsen av rederiets pålitelighet når importørene skal velge leverandør. Større konkurranse, vekst i spot markedet og i antall verft vil bidra til lave etableringshindringer.

Det eksisterer få byttekostnader ved å skifte rederi (utenfor kontraksperiode), noe som også vil være med på senke etableringshindringene. Reefermarkedet tilbyr relativt standardiserte transporttjenester, noe som gjør at fokuset på kostnader blir høyt. Med kostnadsfordeler kan et selskap da kapre store markedsandeler ved å prise lavere enn konkurrentene, eller ha en margin strategi ved å ha samme pris men høyere avkastning enn konkurrentene. Standardiserte produkter gjør det vanskelig å differensiere tjenestene, og vil generelt føre til økt konkurranseintensitet og økt trussel fra potensielle konkurrenter (Saloner, 2001). For å oppnå meravkastning er det derfor viktig å ha kostnadsfortrinn i forhold til konkurrentene i bransjen. Det vil her være avgjørende om de det er mulig å oppnå samme kostnadsstruktur som de etablerte aktørene eller om de etablerte har en absolutt fordel. Her vil det typisk være slik at de større og mer etablerte aktørene oppnår bedre finansieringsvilkår da de ofte representerer mindre risiko enn mindre nyetablerte selskaper. Andre hindringer mot å bli like kostnadseffektive som de etablerte aktørene er typisk skalafordeler og læringskurveeffekter. Ingen av disse effektene regnes som noen store etableringsbarrierer ettersom begge to i stor grad avhenger av kapital.

Hindringene for etablering i reefermarkedet er lave, noe som gjør at det ikke er spesielt vanskelig å etablere seg i markedet. De etablerte aktørene har få eller ingen beskyttelse av inngangs- eller utgangsbarrierer. Det som demper trusselen er bransjens lave marginer de

senere årene, noe som vil gjøre det lite attraktivt for nye aktører å gå inn i dette markedet. Trusselen fra potensielle konkurrenter betegnes derfor som moderat.

Intern rivalisering

Intern rivalisering omhandler graden av konkurranse innad i bransjen. Bedrifter som tilbyr produkter eller tjenester som dekke samme behov hos kunden utgjør konkurrentene i markedet (Hill & Jones, 2004). Intensiteten på rivaliseringen mellom aktører i reefermarkedet er avhengig av konkurransestrukturen i markedet, etterspørselforhold og utgangsbarrierer.

Reefermarkedet er i ferd med å bli et fragmentert marked med mange aktører og et stadig økende antall båter. Det er ingen aktører som dominerer, noe som betyr at det ikke eksisterer aktører med stor grad av markedsrett, og at alle er pristakere i markedet. Bransjen har ikke klart å kunne differensiere tilbudet av tjenestene, noe som i stor grad skyldes at tjenestene som leveres er relativt standardiserte. Når det eksisterer problemer med å kunne differensiere sine tjenester fra konkurrentenes tjenester, vil markedet bli preget av hard kamp om kundene, ofte gjennom priskonkurranse. Dette utgjør en stor trussel for bransjen, og spesielt små og mellomstore aktører. En hard priskonkurranse vil som regel føre til at de minst effektive aktørene må forlate markedet. En trend som skiller seg ut er en stadig større konsolidering og oppkjøp av konkurrenter. En mer konsolidert reeferbransje kan gi bedre muligheter for meravkastning i bransjen.

Det eksisterer et godt utviklet annenhåndsmarked for reefer båter (Orion shipping). Det eksisterer dermed ingen store irreversible investering, og det er derfor lave utgangsbarrierer ettersom det er relativt enkelt å avvikle eller redusere driften. Men rederiene vil kunne påvirke prisen negativt hvis de skulle selge mange båter samtidig. Bygging av renommé og kunde- og leverandørrelasjoner kan til en viss grad sees på som investeringer som er irreversible, allikevel vil utgangsbarrierene karakteriseres som relativt lave. De lave utgangsbarrierene er med på redusere rivaliseringen noe ved at

selskaper som driver ulønnsomt kan forlate markedet. Men samtidig vil dette redusere inngangsbarrierene ved at det er mindre risiko ved etablering.

Totalt sett er det en moderat til sterk rivalisering i markedet i dag på grunn av et stort antall aktører, og liten mulighet for ulike differensierings strategier.

4.2.2 PEST-analyse

Bedrifter blir ofte påvirket, og i stor grad formet av det miljøet de opererer i. Når dette miljøet endres vil det ofte få direkte innvirkning på kreftene i Porters 5-forces. En PEST-analyse fokuserer på de faktorene som virker inn på en bedrifts virksomhet, som politiske, økonomiske, sosiale og teknologiske forhold (STR404, 2006). Dette er eksterne faktorer som ofte kan påvirke en bedrifts strategi eller hensiktmessigheten ved disse, og som kan variere over tid. Ved å identifisere slike faktorer i omgivelsene setter en fokus på sentrale forhold som kan være av avgjørende betydning for bedriftens langsiktige utvikling.

Politiske og juridiske forhold

Lover og reguleringer kan legge begrensninger på bedrifters virksomhet, noe som kan gi både muligheter og trusler. Gjennom politiske vedtak og reguleringer kan ofte bransjer skjermes for utenlandske inntrengere og dermed redusere konkurransen i lokale markedet.

Stortinget vedtok høsten 1996 at driftsinntekter fra rederivirksomhet skulle være fritatt fra løpende beskatning, så lenge overskuddet beholdes innenfor virksomheten. Men rederiselskapene skal betale en tonnasjeskatt av selskapenes nettotonnasje, samt alminnelig inntektsskatt av eventuell nettoinntekt fra finansielle poster (www.skatteetaten.no). Dette har vært et ledd i å bedre konkurransevnen og betingelsene for de norske rederiene.

Økonomiske forhold:

Økonomiske forhold påvirker nasjoners etterspørsel og vekst etter produkter og tjenester. Det er ofte fire viktige faktorer i det makroøkonomiske bilde som er viktige (Hill & Jones, 2004): økonomiens vekstrate, rentenivået, valutakurser og inflasjonsraten.

Selskapene i reeferbransjen er ofte i besittelse av store mengder varige driftsmidler som gjerne er lånefinansiert (ofte gjennom leasingavtaler). Dette gjør at selskaperens overskudd blir sensitive ovenfor rentefluktasjoner. Men ettersom bransjen er global og har tilgang på velutviklede kapitalmarkeder, vil selskapene være i stand til å redusere denne risikoen noe. Videre er selskapene svært utsatt for valutasingninger, men også denne risikoen kan reduseres noe gjennom finansielle plasseringer. Et relativt høyt lønns- og kostnadsnivå i Norge har gitt norske selskaper, med kun norsk arbeidskraft, lavere marginer enn sine utenlandske konkurrenter, og tvunget rederiene til å hente inn billig utenlandsk arbeidskraft for å bemanne skipene.

Ettersom aktørene i kjøleskipbransjen stort sett er store globale aktører, er den mindre påvirket av hvert enkelt lands økonomiske situasjon. Den internasjonale spotprisen på transport av kjølevarer er en veldig viktig for lønnsomheten til reefermarkedet. Mange selskaper i bransjen opererer utelukkende med spotpris på sine tjenester, og har ingen langsiktige kontrakter. Ettersom spotprisen varierer med den økonomiske situasjonen i verden, vil selskapene uten langtidskontrakter ha en lønnsomhet som er mer volatil enn selskaper som har inngått kontrakter.

Sosiokulturelle forhold:

Sosiokulturelle forhold handler om hvordan sosiale trender og verdier påvirker en bransje. Sterke sosiokulturelle bevegelser kan endre konsum og etterspørselmønster. Dette vil kunne skape variasjoner i markedene som vil gi både muligheter og trusler for bedriftene.

Norske selskaper har lange tradisjoner innen sjøfart, og har i så måte opparbeidet seg mange års erfaring og stor kompetanse innen shipping. Dette har skapt gode muligheter for norske selskaper å knytte til seg kompetente medarbeidere som også er villige til å jobbe i Norge. En høy pris på denne innsatsfaktoren har presset flere selskaper til å hente inn billig arbeidskraft fra utlandet. De fleste selskapene opererer globalt ettersom det norske transportmarkedet er relativt lite, noe som gjør at det også er naturlig å ha mange utenlandske ansatte.

Bransjen opererer globalt, og ansetter gjerne mannskap fra lavkost land, både som mannskap på skip og som medarbeidere ved lokale kontor. Dermed er bransjen lite sensitiv ovenfor nasjonale demografiske forhold. Det kan imidlertid oppstå ekstra kostnader forbundet med transport til og fra arbeidsplassen for sjøfolk.

Teknologiske forhold:

Endringer i teknologiske forhold vil kunne forandre markeder totalt ettersom nye produkter kan ta over for gamle. Teknologisk utvikling har ofte stor effekt på inngangsbarrierer (Basanko, 2003).

Markedet for kjøleskip har vært lite preget av nye ideer og produkter knyttet til selve transporten av varene. Men vanlige containerskip har blitt en stadig større konkurrent til de spesialiserte kjøleskipene de senere år. Containerskipene kan ved en ombygging da bli en stadig større trussel, noe som vil gjøre konkurransen i markedet større.

4.2.3 Konklusjon av industrialanalysen

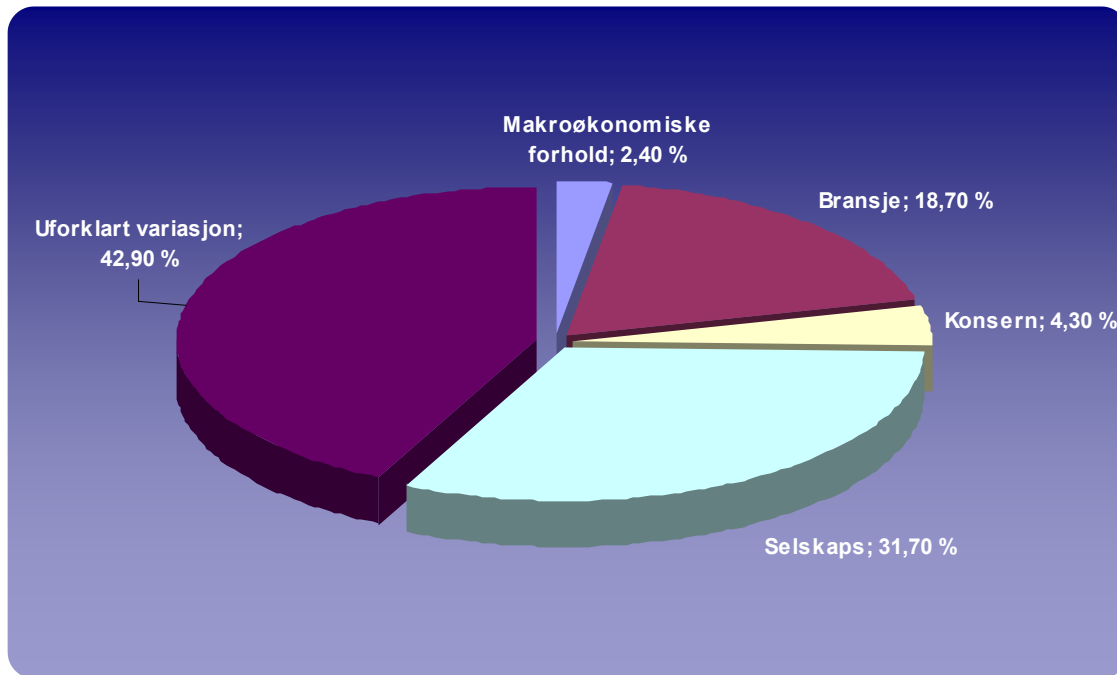
Transport av frosne varer med skip er en mindre attraktiv bransje hvor man ikke kan forvente å finne avkastning som over en lengre tidsperiode er høyere enn aksjonærenes krav til avkastning på kapitalen. Dette skyldes i stor grad en sterk intern rivalisering mellom flere aktører i bransjen. Dette gjør samtidig at kundene har en del forhandlingsmakt som følge av standardisering av produktene og tjenestene som tilbys. Avkastningen er sterkt drevet av spottprisen, og bedriftenes avkastning vil følgelig kunne

varierte fra periode til periode. Men selv om det er lave inngangsbarrierer er det tvilsomt om det er særlig attraktivt å gå inn i bransjen på nåværende tidspunkt på grunn av den lave lønnsomheten. Av de største truslene til meravkastning på lang sikt er at stadig flere containerskip blir ombygget til også kunne frakte kjølevarer. Dette vil føre til flere aktører i bransjen, noe som vil ha negativ effekt på meravkastningen til de etablerte aktørene.

4.3 Intern analyse

Den interne analysen av Green Reefers vil bygge på en ressurs- og aktivitetsbasert analyse av selskapets styrker og svakheter sett opp mot konkurransesituasjonen som selskapet befinner seg i. Konkurransefortrinn kan defineres som evne til å skape merrentabilitet og større lønnsomhet i forhold til bransjegjennomsnittet. En bedrift kan oppnå konkurransefortrinn innen kostnadsstruktur, innovasjon, kvalitet og kundeorientering (KIKK). Disse konkurransefortrinnene vil ha sitt fundament i de unike ressursene bedriften besitter. Gjennom en SVIMA-analyse identifiseres sentrale ressurser for Green Reefers, og det blir foretatt en vurdering hvorvidt disse kan ligge til grunn for midlertidige eller varige konkurransefortrinn.

Forskning gjort av McGahan og Porter (Basanko, 2004) viser at hvilken industri selskapet er i kun kan forklare omtrent 18% av variasjonen i avkastningen mellom selskaper, mens interne selskapsforhold forklarer omtrent 32% av variasjonen i avkastning. Egenskaper ved bedriften vil derfor være en avgjørende forklaringsvariabel av selskapers ulike lønnsomhet. Samtidig er det viktig å merke seg at nesten 43% av variasjonen i lønnsomhet skyldes usystematiske og uforklarlige variasjoner. Denne variasjonen representerer en effekt som det ikke er mulig å ta høyde for ved systematiske metoder, og skyldes for eksempel ikke dårlige makroøkonomiske forhold eller interne mangler, men kan rett og slett skyldes ”uflaks”. Også forskning gjort av Svein T. Johansen (2003) foreslår at ulikheter i næringene kun forklarer 20 – 35% av lønnsomheten i en bedrift, egenskaper ved bedriften vil derfor være en avgjørende forklaringsvariabel.



Figur 4.2 - Effekter som forklarer variasjon mellom bedrifters lønnsomhet (Kilde: Basanko, 2004)

4.3.1 KIKK

Kostnadsstruktur

Konkurransefortrinn innen kostnadsstruktur handler om å kunne produsere til lavere kostnader enn sine konkurrenter. Kostnadseffektivitet kan være en forutsetning for god lønnsomhet i tilfeller hvor det eksisterer moderate eller sterke krefter som påvirker konkurranseintensiteten i et marked (Hill & Jones, 2001). En lav kostnadsstruktur kan gi konkurransefortrinn, spesielt i gjennomsiktige bransjer hvor mange av aktørene tilbyr like produkter eller tjenester.

Reeferbransjen er preget av en relativt stor grad av standardisering av de tjenestene som tilbys. Men markedet er mer delt med tanke på gjennomsiktighet. Green Reefers har både skip som frakter til markedets spotpris, noe som da gjør prisen tydelig, samtidig som de har skip som frakter på langtidskontrakter. Med kontrakter behøver ikke prisen alltid å komme like tydelig fram. Her er pris opp mot den tjenesten som blir levert mer uklart. Men ettersom det er vanskelig å differensiere tjenestene som tilbys i dette markedet, vil

det være naturlig at disse kontraktene først og fremst fokuserer på pris, og hvis en kunde kan få en bedre kontrakt med et annet selskap vil dette raskt bli oppfattet av Green Reefers. Green Reefers vil oppdage dette raskt fordi kundene vil ha insentiver til å fortelle om tilbud av bedre kontrakt med andre til Green Reefers, dette for å kunne sette selskapene i bransjen opp mot hverandre.

Det er ikke noe som tyder på at Green Reefers har en overlegen kostnadsstruktur sammenlignet med de andre konkurrentene i markedet, eller at de har inngått lukrative langtidskontrakter. En kvantitativ analyse av selskapets kostnadsstruktur sammenlignet med bransjens vil bli foretatt i forholdstallsanalysen i kapittel 5.5.

Innovasjon

Utvikling av nye produkter, tjenester og forbedring av eksisterende tilbud er resultater av innovasjon. Dette kan være med på å gi et produkt unike attributter ingen andre kan tilby. På lang sikt vil ofte innovasjon være en av de viktigste evnene for å skape konkurransefortrinn.

Shipping er en moden bransje med relativt lite innovasjon, og dette gjelder også for Green Reefers. Men Green Reefers har integrert inn terminaler som en del av sine tjenester. Om dette kan defineres som en innovasjon er usikkert, men bruk av terminaler skaper en viss grad av differensiering av tilbudet som blir levert. Bruk av terminaler i transportkjeden gir et utvidet logistikkprodukt som blant annet innebærer en fleksibilitet for kunden til å bringe varer inn i markedet selv om produktet ikke er solgt. Terminalene gir også Green Reefers verdifull lokal tilstedeværelse og kunnskap, som gjør det mulig for selskapet å tilby sine kunder et konkurransedyktig produkt. Star Reefers eier for øyeblikket ingen terminaler, det gjør heller ikke Lauritzen.

Kvalitet

Med kvalitet menes at produktet holder det som loves i forhold til spesifikasjoner og i forhold til kundenes ønsker. Ved å differensiere seg fra konkurrentene på kvalitet kan selskaper unngå kostbare priskriger.

At kvaliteten på transporten av kjølewarene er høy er særdeles viktig for Green Reefers. Dette betyr at selskapet må være i stand til å holde leveringsavtaler, og at varene kommer frem i god stand. Ettersom Green Reefers kjøleskip ikke er kvalitetsmessig bedre enn konkurrentenes, vil det være vanskelig for selskapet å differensiere seg med tanke på kvalitet. Noe som kan gi selskapet en fordel ovenfor noen av konkurrentene er eierskapet i terminaler, blant annet i Norge, Østersjøen og Florida. Disse terminalene vil kunne gi en mer effektiv omlasting fra skip til landtransport, noe som vil effektivisere logistikkprosessen.

Kundeorientering

Kundeorientering dreier seg om å identifisere og tilfredsstille kundenes behov. Er kunden fornøyd med bedriften vil de verdsette bedriftens produkter/tjenester høyere enn konkurrentens, noe som skaper differensieringsmuligheter. Kundeorientering er derfor nært knyttet opp mot kvalitet og innovasjon.

Som totalleverandør i hele kjeden kan Green Reefers tilby sine kunder et utvidet logistikkprodukt. Dermed kan kundene konsentrere seg om sin kjernedrift og minimere egen ressursbruk knyttet til logistikkoppfølging. Men med så standardiserte tjenester som leveres i reefermarkedet er det pris som nok er det viktigste for de fleste kunder.

Oppsummering KIKK-analysen

Kostnadsstruktur og kvalitet er de viktigste faktorene som kan være med å gi Green Reefers konkurransefortrinn ovenfor konkurrentene. I kostnadsstrukturen er det spesielt skalafordeler gjennom skip og terminaler som kan gi fordeler ovenfor de andre aktørene i

reefermarkedet. Med kvalitet er det i første rekke merkevare og renommé og dyktige medarbeidere som er viktige ressurser.

4.3.2 SVIMA

For at en ressurs skal skape varig konkurransefortrinn må den være sjelden, verdifull, ikke-imiterbar, mobiliserbar og approprierbar (STR404, 2006). Ressurser som ligger til grunn for en strategisk fordel er viktig å identifisere, utvikle og vedlikeholde. Det er disse ressursene som gir grunnlaget for om virksomheten har mulighet til å ha en rentabilitet over gjennomsnittet i fremtiden.

- **Sjelden** – konkurrentene har ikke tilgang på ressurser i lik mengde og kvalitet.
- **Viktig** – en ressurs er viktig hvis den har stor effekt på kundens betalingsvillighet, bedriftens kostnader, eller begge deler.
- **Ikke-imiterbar** – konkurrentene kan ikke kopiere ressursen, eller erstatte den med en annen ressurs som har den samme funksjonen som den eksisterende ressursen.
- **Mobiliserbar** – At ressursen kan konvergeres til økonomisk verdi.
- **Approprierbar** – at bedriften sitter igjen med den økonomiske verdien ressursen skaper.

Hvis en ressurs kun oppfyller kravet om å være verdifull, vil den kunne skape en avkastning lik kravet til kapital fra eiernes side. Videre vil en ressurs skape merrentabilitet på kort sikt hvis den er både verdifull for kunden og sjelden i markedet. For at en ressurs skal være kilde til vedvarende konkurransefortrinn må den imidlertid oppfylle alle kravene.

En av de viktigste ressursene som Green Reefers har i sin organisasjon er merkevare og renommé. Dette er en ressurs som er med på å forme kundens oppfatning av hvilke kvalitet selskapet har på sine tjenester. Også dyktige medarbeidere er viktig ettersom de er med på å avgjøre hvor god kvalitet totalproduktet til Green Reefers har. Medarbeiderne

kan blant annet påvirke innovasjons- og kostnadsprosesser, som igjen vil ha innvirkning på kvaliteten til tjenestene som ytes. Den siste ressursen som vil bli analysert er skalafordeler. Med et konkurransemessig fortrinn her vil selskapet kunne ha en lavere kostnadsstruktur enn de andre selskapene i reeferbransjen, og da også kunne tilby tjenester til en lavere pris.

Merkevare og renommé

Det er viktig med et godt rykte i kjøleskipbransjen. Dette fordi kundene skal kunne være sikre på at varen når sin destinasjon innen tidsfristen og i god stand. Green Reefers har verken bedre eller dårligere rykte enn andre store aktører i bransjen, men merkenavnet kan gi de noen konkurransefortrinn ovenfor nye aktører. Dette fordi et godt rykte og merkenavn vanligvis tar tid å bygge opp.

Dyktige medarbeidere

Green Reefers har i mange år bygget opp kompetanse om transport og logistiktjenester. Green Reefers har i tillegg til sitt hovedkontor i Bergen mange mindre lokale kontorer plassert i strategiske områder for drift. Dette gir bedriften bedre kompetanse og kunnskap om ulike markedsforhold. Green Reefers fører en aktiv personalpolitikk for å sikre tilgang på kvalifiserte medarbeidere. Dette er en viktig ressurs som også er mobiliserbar i form av at den vil kunne gi økonomisk verdi til bedriften. Ansattes erfaring og kompetanse er en ressurs so bedriften ikke eier, men leier. Green Reefers må da legge forholdene til rette for faglig og personlig utvikling, noe som er nødvendig for å opprettholde en lojal arbeidsstokk. Men på grunn av at det ikke er særlig mangel på personer med mye kunnskap om reeferbransjen, vil det være naturlig at også de andre bedriftene i bransjen har ansatte med vel så høy kompetanse og kunnskap som Green Reefers, og ressursen er derfor ikke særlig sjelden og vanskelig å imitere.

Skalafordeler

Aktørene i shippingbransjen er vanligvis store, noe som innebærer muligheter for stordriftsfordeler. Dette vil gjelde både muligheten for å ha store kjøleskip og eie egne

terminaler. Store kjøleskip er omsatt i markedet, og er derfor ingen strategisk ressurs. Terminaler er derimot mer sjeldent. Green Reefers har integrert terminaler i sin verdikjede, og kan da tilby en mer integrert logistikkjeneste enn det mange av deres konkurrenter kan. Dette er en ressurs som kan spare kostnader for kunden, og er således viktig. Men den er samtidig relativt lett å imitere, og andre store shippingsselskap som også har virksomhet innen reefer forventes å kunne levere denne tjenesten.

Oppsummering SVIMA-analyse

Ressurs	S	V	I	M	A	Konklusjon
Merkevare og renommé	tja	ja	nei	ja	ja	Trivielt fortrinn
Dyktige medarbeidere	nei	ja	nei	ja	ja	Paritet
Skalafordeler	tja	ja	nei	tja	ja	Trivielt fortrinn

4.3.3 Oppsummering av internanalyse

I den interne analysen har det blitt identifisert noen av de viktigste interne ressursene for Green Reefers, og kartlagt hvorvidt disse ressursene innebærer midlertidige eller langsiktige konkurransefortrinn. Merkevareravn, renommé, kompetanse hos medarbeidere og skalafordeler er alle viktige ressurser som har betydning for lønnsomheten i Green Reefers. Men ingen av disse er kilde til varig konkurransefortrinn ettersom de også finnes hos mange av konkurrentene og/eller er relativt enkle å imitere.

4.4 Konklusjon av strategisk analyse

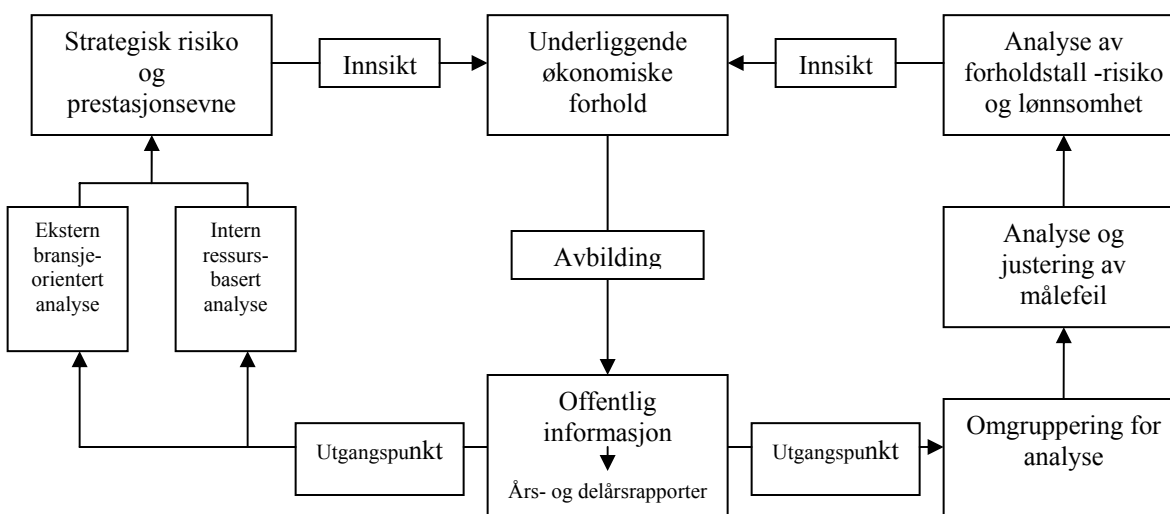
I ekstern analysen kom det frem at konkurransen mellom de etablerte bedriftene er forholdsvis hard både på hjemme og det utenlandske markedet. Men kjøleskipmarkedet er typisk en syklisk bransje, så det er viktig at Green Reefers klarer å utnytte eventuelle oppsving i markedet hvor spotprisen er høyere enn normalt. Internanalysen avdekket at selskapet ikke har tilgang til viktige ressurser som konkurrenter ikke har. De har derfor ikke noen interne kilder til varige konkurransefortrinn. På grunn av den høye rivaliseringen i bransjen kan det derfor være viktig for Green Reefers å prøve å skaffe seg dette. Spesielt med utvikling av merkenavn og renommé kan det være gode muligheter for forbedring som kan gi Green Reefers en fordel i konkurransen om kundene.

På bakgrunn av den strategiske analysen vil det ikke forventes merrentabilitet i Green Reefers på lang sikt. Det vil være naturlig at vekstraten til selskapet konvergerer mot den langsiktige veksten i verdensøkonomien justert for inflasjon.

5.0 Regnskapsanalyse

5.1 *Rammeverk for regnskapsanalysen*

Regnskapsanalysen vil bygge på følgende rammeverk (BUS425, 2006), og vil bestå av tre hovedpunkter; omgruppering for analyse, analyse og justering av målefeil og forholdstallsanalyse:



Figur 5.1 – Rammeverk for regnskapsanalyse

Ettersom formålet i denne oppgaven er å verdsette egenkapitalen pr. utestående aksje vil regnskapsanalysen være investororientert. Investor ønsker verdirelevant informasjon i form av gode estimat på verdien av, og inntjeningen til egenkapitalen i fremtiden. Dette for å kunne ta avgjørelser med hensyn på å investere i selskapet samt utøve kontroll (BUS 424, 2005). Med investororientert omgruppering blir fokuset mer på resultat enn kontantstrøm, samt at man har et fokus på virkelig verdi og/eller korrekt historisk kost. Under 1.3 Avgrensning har det blitt tatt stilling til hvilket nivå analysen skal ta utgangspunkt i, og hvilket perspektiv og tidsperiode som skal legges til grunn. Det offisielle finansregnskapet, som er presentert i tabell 5.1, er blitt omgruppert for å gi et best mulig utgangspunkt for en investororientert analyse. Deretter har det blitt foretatt en



analyse av regnskapstallene med tanke på å korrigere for eventuelle målefeil. Etter korrigeringer vil det omgrupperte og justerte finansregnskapet kunne presenteres. Dette vil danne utgangspunktet for videre analyse av risiko, lønnsomhet og vekst ved hjelp av diverse forholdstall.

5.2 Rapporterte tall

27.5.2003 skiftet Nomadic Shipping navn til Green Reefers. Regnskapstall fra 2000-2002 tar derfor utgangspunkt i årsrapportene fra Nomadic Shipping i denne perioden.

Rapportert årsregnskap for Green Reefers ASA:

	(alle tall i tusen)	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006T
	DRIFTSINTEKTER							
	Brutto fraktinntekter	436 028	460 213	500 083	499 976	647 595	885 032	900 717
+	Andre inntekter	10 405	15 830	31 715	31 979	36 689	35 438	50 470
+	Netto gevinst ved salg av anleggsmidler	28 200	0	3 495	15 779	0	41 241	10 362
=	Sum driftsinntekter	474 633	476 043	535 293	547 734	684 284	961 711	961 548
	DRIFTSKOSTNADER							0
	Reiseavhengige kostnader	114 660	107 631	100 287	177 123	259 021	308 944	341 415
+	Driftskostnader skip				122 173	143 080	167 935	196 355
+	TC-hyre				130 069	145 341	237 283	217 966
+	Bareboat-hyre				10 864	15 029	10 811	23 054
+	Andre driftskostnader	336 769	374 961	419 562	64 668	64 427	70 842	86 246
=	Sum driftskostnader	451 429	482 592	519 849	504 897	626 898	795 815	865 035
=	DRIFTSRESULTAT FØR AV- OG NEDSKRIVNINGER	23 204	-6 549	15 444	42 837	57 386	165 896	96 513
-	Avskrivninger				26 927	28 703	52 334	60 724
+	Nedskrivninger/reversering nedskrivninger	-57 211	-28 961	-70 530	0	35 711	0	0
=	DRIFTSRESULTAT	-34 007	-35 510	-55 086	15 910	64 394	113 562	35 789
	FINANSINTEKTER OG FINANSKOSTNADER							
+	Resultat ved salg av finansaktiva	0	0	0	0	0	11 388	4
+	Andel resultat tilknyttet selskap m.v.	0	0	0	-2 167	5	580	783
+	Rente- og andre finansinntekter	2 385	10 641	3 576	741	1 537	6 024	8 453
+	Agio (disagio)	-35 826	-10 724	-8 014	-8 348	-11 158	22 703	-1 795
+	Urealisert agio (disagio) pantelån	-25 972	5 088	118 070	17 207	14 462	-23 294	-12 228
-	Rente- og andre finanskostnader	55 175	29 128	15 475	13 556	10 038	27 719	32 516
=	Sum finansposter	-114 588	-24 123	98 157	-6 123	-5 192	-10 317	-38 862



=	RESULTAT FØR SKATTEKOSTNAD	-148 595	-59 633	43 071	9 787	59 202	103 245	31 902
-	Skattekostnad	-1 215	0	3 717	-15 222	-41 300	9 094	-2 575
=	ÅRETS RESULTAT	-147 380	-59 633	39 354	25 009	100 502	94 151	34 477
	Andel resultat til minoritet						-566	-793
	Andel resultat til majoritet	-147 380	-59 633	39 354	25 009	100 502	106 560	58 837

Tabell 5.1 Resultatregnskap

Kommentarer: Posten urealisert agio (disagio) pantelån ble i 2002 på hele 118 070 000 kroner. Dette skyldes Ettergivelse av gjeld fra banker på 16,8 millioner dollar i forbindelse med en restrukturering av selskapet.

Rapportert balanse for Green Reefers ASA:

	(alle tall tusen)	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006T
	ANLEGGSMIDLER							
	Skip	423 065	398 056	330 851	281 692	350 689	769 159	734 194
+	Terminaler	25 516	28 147	26 865	25 265	32 759	26 650	25 439
+	Andre driftsmidler	2 483	5 525	5 163	4 580	5 424	9 017	8 607
+	Aksjer i tilknyttede selskaper	8 987	21 092	22 872	20 857	26 995	22 944	24 568
+	Andre aksjer og andeler	12 555	3 364	1 573	1 534	8 210	4 151	4 444
+	Andre langsiktige fordringer	9 515	10 474	9 107	9 987	15 598	12 536	8 233
+	Utsatt skattefordel	45 208	45 208	41 495	56 800	98 100	95 708	100 287
=	Sum anleggsmidler	527 329	511 866	437 926	400 715	537 775	940 164	905 771
	OMLØPSMIDLER							
	Kundefordringer	38 430	55 336	35 909	28 762	31 419	61 627	85 539
+	Beholdninger	9 584	8 674	9 441	6 025	13 052	25 935	24 867
+	Andre fordringer	145 369	15 576	13 748	26 901	24 443	20 360	10 861
+	Deposit purchase new vessels						0	6 780
+	Bankinnskudd	33 543	41 323	29 742	28 673	48 149	152 372	154 411
=	Sum omløpsmidler	226 926	120 909	88 840	90 361	117 063	260 294	282 457
=	SUM EIENDELER	754 255	632 775	526 766	491 076	654 838	1 200 458	1 188 228
	EGENKAPITAL							
	Innskutt egenkapital							
	Aksjekapital	20 785	61 696	62 049	112 049	127 536	124 672	199 056
+	Overkursfond	0	0	1 369	1 369	25 718	74 852	0
+	Innkalt ikke innbetalt kapital	37 428	0	0	0	0	0	0
	Opptjent egenkapital							
+	Annen egenkapital	0	0	0	120 428	218 033	368 074	347 113
+	Minoritetsinteresser	0	0	0	0	0	6 194	7 109
+	Udekket tap	-22 529	-58 898	-19 544	0	0	0	0
=	Sum egenkapital	35 684	2 798	43 874	233 846	371 287	573 792	553 279
	LANGSIKTIG GJELD							
	Pantegjeld	630 523	539 645	416 831	193 345	204 675	426 466	457 641
+	Pensjonsforpliktelser	0	0	0	0	0	0	0



=	Sum langsiktig gjeld	630 523	539 645	416 831	193 345	204 675	426 466	457 641
	KORTSIKTIG GJELD							
	Første års avdrag langsiktig gjeld	-	-	-	-	-	49 614	53 835
+	Leverandørgjeld	22 446	27 997	24 468	14 225	12 435	23 466	18 184
+	Skyldige offentlige avgifter m.v.	18 141	19 259	17 167	15 151	15 636	14 882	11 532
+	Annen kortsiktig gjeld	47 461	43 076	24 425	34 509	50 806	112 240	86 977
=	Sum kortsiktig gjeld	88 048	90 332	66 060	63 885	78 877	200 201	170 528
=	SUM EGENKAPITAL OG GJELD	754 255	632 775	526 765	491 076	654 839	1 200 459	1 181 448

Tabell 5.2 Balanse

Kommentarer: I 2005 økte Green Reefers sin flåte med 9 nye skip. Posten skip under anleggsmiddel har derfor økt kraftig fra 2004 til 2005. Dette ble finansiert delvis gjennom en emisjon, og gjennom langsiktig gjeld. Selskapet har også gjennomført emisjoner i flere av regnskapsårene.

5.2 "Trailing" årsregnskap

Ved regnskapsanalyse er det viktig å bygge de ferskeste tallene tilgjengelig fra kvartalsrapporter inn i analysen. Da denne oppgaven ble skrevet, var det kun tilgjengelig regnskapstall for de to første kvartalene i 2006, og det er disse som har dannet utgangspunkt for trailing årsregnskap 2006. Trailing resultat er lik resultatene for de fire siste kvartalene, her vil $2006T = Q1_{2006} + Q2_{2006} + Q3_{2005} + Q4_{2005}$. I tillegg bør resultatene fra året før justeres for unormale poster. Engangsgevinster/-tap ved salg av eiendeler og valutagevinst/-tap er poster som bare virker inn på et fåtall perioder, og som derfor er lite relevante for fremtidsbudsjettering og fremskriving. Dette fordi det ligger i disse postenes natur at man ikke kan forvente at de også skal oppstå i fremtiden. En slik "normalisering" gjør derfor tallene bedre egnet for fremtidsbudsjettering. Ettersom Green Reefers ikke har spesifisert unormale poster i sitt regnskap, er dette gjort ut fra en subjektiv vurdering foretatt av denne oppgavens forfatter. De unormale postene er vurdert til å være; netto gevinst ved salg av anleggsmidler, resultat ved salg av finansaktiva, agio (disagio) og urealisert agio (disagio) pantelån. Skattekostnaden i trailingåret er beregnet ut fra en effektiv skattesats basert på skattekostnaden per andre kvartal 2006.

Trailing balanse er lik balansen fra siste kjente kvartal, her vil 2006T være lik 2. kvartal 2006. En del poster er i kvartalsrapportene slått sammen som en samlepost, mens de er fordelt på flere poster i årsregnskapet. For å få tall til bruk i videre analyse har det derfor blitt foretatt en skjønsmessig fordeling av disse postene. Dette gjelder anleggsmidlene, noen av omløpsmidlene samt postene under langsiktig gjeld.

Beregning for å finne trailing 2006 for Green Reefers er presentert i appendiks 1.

5.3 Omgruppering for investororientert analyse

Egenkapitalinvestorer ønsker gode estimat på verdien av, og inntjeningen til egenkapitalen i et selskap for både nåværende situasjon, og i fremtiden, for å kunne fatte effektive økonomiske avgjørelser. Dette krever en oppstillingsplan som er sentrert rundt normalisert verdiskapning og –utdeling, hvor kildene til den normaliserte verdiskapningen blir analysert (BUS424, 2005). Ettersom oppstillingsplanen etter god regnskapsskikk har et sterkt kreditorfokus, er det hensiktsmessig for formålet til denne oppgaven å omgruppere for investororientert regnskapsanalyse. Ved å omgruppere regnskapet for en slik analyse får man en oppstillingsplan som har hovedfokus på verdiskapning og verdiutdeling. Regnskapstallene blir ikke endret ved en omgruppering, men man får fram et klarere skille mellom drift og finansiering, og mellom normale og unormale poster.

Omgrupperingen vil bestå av følgende fire steg (Penman, 2004):

1. Omgrupper eventuelt avsatt utbytte fra kortsiktig rentefri gjeld til egenkapital. Etter god regnskapsskikk skal foreslått utbytte føres som kortsiktig gjeld siden det kan sees på som et forventet krav om utbetaling til eierne. Eiersynet er et alternativt syn hvor avsatt utbytte ikke blir sett på som gjeld fordi eierne verken kan ha til gode eller ha krav på penger fra seg selv.
2. Kartlegge føring direkte mot egenkapitalen ("dirty surplus"), og dermed det fullstendige nettoresultatet til egenkapitalen.

3. Skille mellom normalt og unormalt (transitorisk) resultat, og skille mellom de to postene ved fordeling av skattekostnaden.
4. Gruppere postene i finansregnskapet i drifts- og finansposter, og fordele skattekostnaden på driftsresultatet, finansinntekter og –kostnader.

Steg 1: ”Omgruppert avsatt utbytte”

Green Reefers har på grunn av dårlige økonomiske resultater ikke utbetalt utbytte i perioden fra 2000 til 2004. I 2005 ble det derimot bestemt at utbytte skulle deles ut. Etersom regnskapsåret 2005 ble ført i samsvar med regnskapsstandarden IFRS, har posten avsatt utbytte allerede blitt plassert under egenkapital, og videre omgruppering er derfor ikke nødvendig

Steg 2: ”Dirty Surplus”

Etter kongruensprinsippet i regnskapsloven § 4-3, skal alle inntekter og kostnader regnskapsføres. Det er i loven gitt unntak for at virkning av endring av regnskapsprinsipper, korrigerende av feil i tidligere årsregnskap og andre unntak i samsvar med god regnskapskikk kan føres direkte mot egenkapitalen (Johnsen og Kvaal, 2004). ”Dirty surplus” er et brudd på kongruensprinsippet, og i tabell 5.3 er ”dirty surplus” funnet residuet.

	Endring i egenkapital	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006T
	EK 1.1		35 684	2 798	43 874	233 846	371 287	567 598
+	Årsresultat til EK	-147 380	-59 633	39 354	25 009	100 502	94 151	34 477
+	NBU	0	0	0	0	0	28 213	0
+	Dirty surplus	183 064	10 553	-6 608	153 657	25 365	115 917	-8 450
=	EK 31.12	35 684	-13 396	35 544	222 540	359 713	609 568	593 625

Tabell 5.3 ”Dirty surplus”

Steg 3: Unormale poster

Normale poster er varige og permanente, det vil si poster som man forventer skal komme igjen i hver fremtidige periode. Dette er poster som er særlig relevante med tanke på utarbeidelse av fremtidsregnskap. Unormale poster er gjerne engangsposter som kun har

innvirkning på en eller noen få perioder. Ettersom man ikke forventer at disse postene skal komme igjen i fremtiden, skal disse utelates i en verdsettelse.

Green Reefers har flere poster som kan karakteriseres som unormale. Unormale driftsposter inkluderer netto gevinst ved salg av anleggsmidler samt nedskrivninger, reversering av nedskrivning og ”dirty surplus”. Unormale finansposter er resultat ved salg av finansaktiva, agio (disagio) og urealisert agio (disagio) pantelån. I unormalt netto driftsresultat inkluderes unormal driftsskatt på normalt driftsresultat. Unormal driftsskatt er driftsskattesatsen de ulike årene i analyseperioden fratrukket den gjennomsnittlige driftsskattesatsen over analyseperioden. Den siste størrelsen er ofte kalt normalisert driftsskattesatsen. Det unormale driftsresultatet vil inngå i det omgrupperte resultatregnskapet.

Steg 4: Skille mellom drift og finansiering

I en investororientert analyse ønsker man å skille mellom drift og driftsinvestering, og finansiering og finansiell investering (Penman, 2004). Man vil da få kartlagt hvor mye driften gir i avkastning og hvor mye finansieringen koster. Resultatet vil bli at man tydelig får frem kildene til verdiskapning i Green Reefers. Dette oppnås ved å omgrupper balansen fra å ha fokus på likviditet til å ha fokus på sysselsatt kapital samt at resultatoppstillingen endres. Skattekostnadene fordeles på drift og finansiering, samt normale og unormale poster.

5.4 Målefeil

Ved å justere regnskapstallene ønsker man å gi et bedre bilde av de underliggende økonomiske forholdene i bedriften enn det offisielle finansregnskapet gjør. Argumenter mot å foreta justeringer er at målefeil kan over tid ha en utjevningseffekt på hverandre, og at verdsetting derfor generelt vil kunne være uavhengig av antall og størrelse på målefeil i det budsjetterte fremtidsregnskapet. Dessuten hevdes det at justeringer bare tilfører mer ”støy” i tallene. Argumenter for justering er at alle relevante justeringer kan redusere potensielt store målefeil i finansregnskapet, og dette vil være positivt i en

analysesammenheng. Målefeil kan deles opp i tre typer: Målefeil av type 1 som er avviket mellom regnskapsføring etter korrekt historisk kost og verdibasert regnskapsføring. Målefeil av type 2 som oppstår som en følge av at god regnskapsskikk avviker fra regnskapsføring til virkelig verdi. Målefeil av type 3 er kreativ regnskapsføring, og er avviket mellom rapporterte regnskapstall og det som skulle vært rapportert etter god regnskapsskikk.

Ettersom det offentlige regnskapet er utarbeidet av medarbeidere på ”innsiden” av selskapet, er det et ambisiøst mål å prøve å presentere et bedre bilde av de underliggende økonomiske forholdene når man står på ”utsiden” av selskapet med langt dårligere informasjon. Oppgaven vil derfor kun ha et overordnet mål for justeringene; at de finansielle eiendelene og gjelden skal bli vurdert til virkelig verdi ved bruk av markedsverdi, og at driftsrelaterte eiendeler og gjeld skal justeres mot korrekt historisk kost.

5.4.1 Aktuelle justeringer

Driftrelaterte anleggsmidler:

For rederiene i reefermarkedet er det aktuelt å vurdere nedskrivninger samt avskrivninger på varige driftsmidler. Nedskrivninger/reverseringer er vurdert til å være unormale og skal derfor inngå i det transitoriske nettoresultatet. Green Reefers benytter lineære avskrivninger på sine anleggsmidler, noe som vil gi målefeil hvis ikke kontantstrømmen for driftsmiddelet er lineært fallende over tid. Det er lite sannsynlig at dette er tilfellet for Green Reefers skip og terminaler. Men å justere fra lineære avskrivninger til den korrekte økonomiske kostnaden er imidlertid vanskelig fordi dette krever informasjon om den fremtidige kontantstrømmen eller den underliggende internrenten. På grunn av manglende informasjon er det begrensede muligheter for å justere, og det er derfor valgt å ikke justere avskrivningene for ikke skape mer ”støy” i tallene.

Tilbakeføring av goodwill:

Green Reefers har balanseført kun oppkjøpt goodwill. Egenutviklet goodwill kommer ikke til uttrykk i regnskapet. Det vil være naturlig at et selskapet har generert noe egenutviklet goodwill, som bør balanseføres og avskrives etter en fornuftig avskrivningsplan. Men ved å la være å avskrive den balanseførte goodwillen kan en justere for denne skjevheten ved å akseptere og gjøre en feil for å kompensere for en annen. Det er derfor ikke foretatt en justering for goodwill i oppgaven.

Driftsrelatert gjeld:

Når det finnes driftrelatert økonomisk ulempe i fremtiden skal denne skyves frem til i dag gjennom en avsetning basert på selskapets beste estimat for den fremtidige forpliktelsen. Vedlikeholdsutgifter skal avsettes for dersom de er periodiske utgifter. Men i regnskapet til Green Reefers er denne posten slått sammen med andre kostnadsposter, slik at en separat vurdering ikke er mulig, og dermed er heller ikke en justering for disse utgiftene mulig.

Netto finansiell gjeld:

Finansielle eiendeler og gjeld bør justeres til virkelig verdi i det omgrupperte og justerte finansregnskapet. Regnskapsloven tilsier at en del finansielle poster skal vurderes til virkelig verdi. Dette er tilfelle for den finansielle gjelden, som er vurdert til markedsverdi, det samme gjelder for en del finansielle eiendeler som kontanter, og fordringer som gjennom en vurdering av nedskrivningsbehov vil være et beste estimat av virkelig verdi (Johnsen og Kvaal, 2004). Men investeringer i aksjer som er anskaffet med sikte på varig eie, og dermed klassifisert som anleggsmiddel, skal etter regnskapsloven § 5-3 vurderes til anskaffelseskost. Ved å justere denne investeringen med medianen pris/bok på Oslo Børs vil man få en tilnærming til den virkelige verdien av investeringene. Urealisert gevinst og tap på finansiell gjeld som har vært mulig å identifisere gjennom årsregnskapet er skilt ut som transitoriske kostnader i følge med normaliseringen.



	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006T
Median pris/bok på Oslo Børs	1,291	1,15	0,935	1,526	1,975	1,975	1,975
Kontanter	33 543	41 323	29 742	28 673	48 149	152 372	154 411
+ Fordringer	9 515	10 474	9 107	9 987	15 598	12 536	8 233
+ Investeringer	12 555	3 364	1 573	1 534	8 210	4 151	4 444
= Finansielle eiendeler til bokført verdi	55 613	55 161	40 422	40 194	71 957	169 058	167 088
+ Estimert merverdi investeringer	3 654	505	-102	807	8 005	4 047	4 333
= Finansielle eiendeler til virkelig verdi	59 267	55 666	40 320	41 001	79 962	173105	171421

Tabell 5.4 Finansielle eiendeler

Den estimerte merverdien av investeringene legges til den bokførte verdien av finansielle eiendeler slik at man får en tilnærming til virkelig verdi. Selve justeringen fordeles på utsatt skatt og resten føres mot egenkapitalen.

Virkning på:	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006T
Finansielle eiendeler før skatt	3 654	505	-102	807	8 005	4 047	4 333
- Utsatt skatt; 28%	1 023	141	-29	226	2 241	1 133	1 213
= Finansielle eiendeler	2 631	363	-74	581	5 763	2 914	3 120
= Egenkapital	2 631	363	-74	581	5 763	2 914	3 120

Tabell 5.5 Virkning i balansen

Den resultatmessige konsekvensen tilsvarer årets endring i merverdier med fratrukk av årets endring i utsatt skatt som følge av justering:

Virkning på:	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006T
Unormalt finansresultat før skatt		-3 149	-607	909	7 198	-3 958	286
- Endring i utsatt skatt		-882	-170	255	2 015	-1 108	80
= Unormalt finansresultat		-2 267	-437	655	5 182	-2 850	206

Tabell 5.6 Virkning på resultatet

Pensjonskostnader:

Netto pensjonskrav blir balanseført til estimert virkelig verdi fratrukket ikke-balanseførte krav, der det ikke-balanseførte kravet blir periodisert over tid. Ved ikke å bruke virkelig verdi, blir det mindre svingninger i pensjonskostnadene (Johnsen og Kvaal, 2004).

Pensjonskrav i Green Reefers er vurdert til nåverdi, mens pensjonsmidlene er vurdert til nominell verdi. Disse bør begge vurderes til nåverdi, og pensjonskostnadene bør være lik

endringen i periodens nåverdi. Green Reefers opererer med balanseførte og ikke avskrevne utjevningsreserver som relaterer seg til differansen mellom virkelig verdi og forventet avkastning på pensjonsmidlene, samt endringer i estimater og pensjonsplaner. Men det kan også argumenteres for at den ”smoothing” som skjer er en måte å justere for unormale forhold ved at pensjonsmidlene svinger. Derfor er det et kompromiss å justere for netto pensjonskrav til virkelig verdi i balansen, men la virkningen av å tilbakeføre ”smoothing” på netto driftsresultatet være unormalt.

	Pensjonsjustering	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006T
	Virkelig verdi av pensjonskrav	12 887	14 680	16 178	18 422	26 828	34 732	-
-	Virkelig verdi av pensjonsfond	15 545	16 089	17 523	18 738	22 967	23 627	-
=	Netto pensjonskrav til virkelig verdi	-2 658	-1 409	-1 345	-316	3 860	11 105	-
-	Ikke balanseført gjeld pga smoothing	-1 665	149	1 055	3 309	2 338	11 375	-
=	Balanseført netto pensjonskrav	-993	-1 558	-2 400	-3 625	1 523	-271	-

Tabell 5.7 Pensjonskrav til virkelig verdi

Den balanseførte utjevningen legges til balanseført netto pensjonskrav slik at virkelig verdi fremkommer. Selve justeringen fordeles på utsatt skatt og resten føres mot egenkapitalen.

	Virkning på:	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006T
	Netto driftseiendeler før skatt	1 665	-149	-1 055	-3 309	-2 338	-11 375	-
-	Utsatt skatt	466	-42	-295	-927	-655	-3 185	-
=	Nettodriftseiendeler	1 199	-107	-760	-2 382	-1 683	-8 190	-
=	Egenkapital	1 199	-107	-760	-2 382	-1 683	-8 190	-

Tabell 5.8 Virkning i balansen

Den resultatmessige konsekvensen tilsvarer årets endring i justert pensjonskostnad med fratrukk av årets endring i utsatt skatt som følge av justering:

	Virkning på:	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006T
	Unormalt driftsresultat		-1 814	-906	-2 254	971	-9 038	-
-	Endring i utsatt skatt		-508	-254	-631	272	-2 531	-
=	Unormalt netto driftsresultat		-1 306	-652	-1 623	699	-6 507	-

Tabell 5.9 Virkning på resultatet

Netto utsatt skatt:

Netto utsatt skatt, dvs. utsatt skatt minus utsatt skattefordel, er rapportert til nominell verdi i balansen. Balanseføring av utsatt skattefordel til nominell verdi innebærer en undervurdering av eiendelene, slik at egenkapitalen blir overvurdert da den nominelle verdien ikke tar hensyn til et verdiforringende verdielement (BUS424, 2005). Dette er tilfellet i Green Reefers. Man får en motsatt virkning, det vil si en undervurdering av egenkapitalen, ved utsatt skatt. Netto utsatt skatt bør følgelig justeres til diskontert verdi.

Nåverdien av latent skatt knyttet til et varig driftsmiddel som blir saldoavskrevet kan tilnærmes ved;

$$NUS_t^* = \frac{gss}{gss + ndi} * NUS_t,$$

gss = gjennomsnittlig saldosats

ndi = beste estimat på underliggende internrente fra driften etter skatt

Skip og terminaler utgjør størstedelen av Green Reefers driftseiendeler. Gjennomsnittlig saldosats for Green Reefers vil derfor være omkring 14% (skatteetaten.no). Hvis den underliggende internrenten fra drift ligger på ca. 6% (hentet fra forholdstallsanalysen) vil netto utsatt skattefordelsfaktoren være 0,7.

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006T
Utsatt skatt	0	0	0	0	0	0	0
- Utsatt skattefordel	45 208	45 208	41 495	56 800	98 100	95 708	100 287
= Netto utsatt skatt	-45 208	-45 208	-41 495	-56 800	-98 100	-95 708	-100287
+ Virkning av justere netto pensjonskrav	466	-42	-295	-927	-655	-3 185	0
= Netto utsatt driftsskatt	-44 742	-45 250	-41 790	-57 727	-98 755	-98 893	-100287
* Justeringsfaktor	0,70	0,70	0,70	0,70	0,70	0,70	0,70
= Justert netto utsatt driftsskatt	-31 319	-31 675	-29 253	-40 409	-69 128	-69 225	-70 201
Virkning av justere finansielle eiendeler	1 023	141	-29	226	2 241	1 133	1 213
= Netto utsatt finansskatt	1 023	141	-29	226	2 241	1 133	1 213
* Justeringsfaktor	0,70	0,70	0,70	0,70	0,70	0,70	0,70
= Justert netto utsatt finansskatt	716	99	-20	158	1 569	793	849

Tabell 5.10 Utsatt skatt



Virkningen av å justere for netto pensjonskrav og finansielle eiendeler er lagt til bokført utsatt skatt for å finne estimert virkelig verdi på utsatt skatt. Selve virkningen vil gå mot egenkapitalen.

	Virkning på:	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006T
	Netto driftseiendeler	-13 423	-13 575	-12 537	-17 318	-29 626	-29 668	-30 086
+	Finansielle eiendeler	307	42	-9	68	672	340	364
=	Egenkapital	-13 116	-13 533	-12 546	-17 250	-28 954	-29 328	-29 722
=	Finansiell gjeld	0	0	0	0	0	0	0

Tabell 5.11 Virkning i balansen

Den resultatmessige konsekvensen tilsvarer årets endring i utsatt skatt som følge av justering:

	Virkning på:	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006T
	Unormalt netto driftsresultat		-152	1 038	-4 781	-12 308	-42	-418
+	Unormalt netto finansresultat		-265	-51	76	605	-332	24
=	Unormalt nettoresultat til EK		-417	987	-4 704	-11 704	-374	-394

Tabell 5.12 Virkning på resultatet

Oppsummering av justeringer:

For Green Reefers er det valgt å gjennomføre følgende justeringer:

- 1) Finansielle eiendeler til virkelig verdi
- 2) Netto pensjonskrav til virkelig verdi
- 3) Netto utsatt skatt til diskontert verdi

		2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006T
	1) Nettoresultat							
	Virkning av å justere netto pensjonskrav		-1 306	-652	-1 623	699	-6 507	0
+	Virkning av å justere finansielle eiendeler		-2267	-437	655	5182	-2850	206
+	Virkning av å justere netto utsatt skatt		-417	987	-4704	-11704	-374	-394
=	Virkning på fullstendig nettoresultat til EK		-3 990	-102	-5 673	-5 822	-9 731	-188
	2) Egenkapital							
	Virkning av å justere netto pensjonskrav	1 199	-107	-760	-2 382	-1 683	-8 190	0
+	Virkning av å justere finansielle eiendeler	2631	363	-74	581	5763	2914	3120
+	Virkning av å justere netto utsatt skatt	-13 116	-13 533	-12 546	-17 250	-28 954	-29 328	-29 722
=	Virkning på egenkapital	-9 286	-13 276	-13 379	-19 052	-24 874	-34 605	-26 602

Tabell 5.13 Oppsummering av justeringer



5.4.2 Omgruppert og justert finansregnskap

Omgruppert og justert regnskap for Green Reefers:

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006T
Driftsinntekter	446 433	476 043	531 798	531 955	684 284	920 470	951 187
- Driftskostnader inkl avskrivninger	451 429	482 592	519 849	531 824	655 601	848 149	925 759
= Driftsresultat i egen virksomhet	-4 996	-6 549	11 949	131	28 683	72 321	25 427
- Driftsrelatert skatt i egen virksomhet	766	1 004	-1 831	-20	-4 396	-11 083	-4 334
= Netto driftsresultat i egen virksomhet	-5 762	-7 553	13 780	151	33 079	83 404	29 761
+ Nettoresultat fra driftstilknnyttet virksomhet	0	0	0	-2 167	5	580	783
= Netto driftsresultat	-5 762	-7 553	13 780	-2 016	33 084	83 984	30 544
+ Netto finansinntekt	668	2 979	1 001	207	430	1 687	2 367
= Nettoresultat til sysselsatt kapital	-5 094	-4 573	14 781	-1 808	33 514	85 671	32 911
- Netto finanskostnad	15 449	8 156	4 333	3 796	2 811	7 761	9 104
- Netto minoritetsresultat	0	0	0	0	0	-566	-793
= Nettoresultat til egenkapital	-20 543	-12 729	10 448	-5 604	30 703	78 476	24 600
+ Unormalt netto driftsresultat	127 718	-17 557	-48 227	182 794	92 749	131 725	-36 353
+ Unormalt netto finansresultat	-44 495	-6 590	78 752	7 109	8 166	4 592	-1 673
= Fullstendig nettoresultat til EK	62 681	-36 876	40 973	184 300	131 619	214 793	-13 426
- Netto betalt utbytte	0	0	0	0	0	28 213	
= Endring egenkapital	62 681	-36 876	40 973	184 300	131 619	186 580	-13 426

Tabell 5.12 Omgruppert og justert regnskap

Omgruppert og justert balanse for Green Reefers:

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006T
Sum immaterielle eiendeler	45 208	45 208	41 495	56 800	98 100	95 708	100 287
Sum varig driftsmidler	451 064	431 728	362 879	311 537	388 872	804 826	768 239
Investeringer i tilknyttet selskap	8 987	21 092	22 872	20 857	26 995	22 944	24 568
Justeringer	-12 224	-13 682	-13 297	-19 700	-31 310	-37 858	-30 086
Driftsrelaterte anleggsmidler	493 035	484 346	413 949	369 494	482 657	885 620	863 008
Beholdninger	9 584	8 674	9 441	6 025	13 052	25 935	24 867
Driftsrelaterte fordringer	183 799	70 912	49 657	55 663	55 862	81 987	96 400
Driftsrelaterte omløpsmidler	193 383	79 586	59 098	61 688	68 914	107 922	121 266
Driftsrelaterte eiendeler	686 418	563 932	473 047	431 182	551 571	993 541	984 274
Investering i aksjer og andeler	12 555	3 364	1 573	1 534	8 210	4 151	4 444
Langsiktige fordringer	9 515	10 474	9 107	9 987	15 598	12 536	8 233
Finansielle anleggsmidler	22 070	13 838	10 680	11 521	23 808	16 686	12 677
Bankinnskudd, kontanter og lignende	33 543	41 323	29 742	28 673	48 149	152 372	154 411
Finansielle omløpsmidler	33 543	41 323	29 742	28 673	48 149	152 372	154 411
Justeringer	2 937	406	-82	649	6 436	3 254	3 484
Finansielle eiendeler	58 550	55 567	40 340	40 843	78 393	172 312	170 572
Eiendeler	744 969	619 499	513 387	472 024	629 964	1 165 853	1 154 846



Egenkapital	26 398	-10 478	30 495	214 794	346 413	532 994	519 567
Minoritetsinteresser	0	0	0	0	0	6 194	7 109
Langsiktig driftsrelatert gjeld	0	0	0	0	0	0	0
Leverandørgjeld	22 446	27 997	24 468	14 225	12 435	23 466	18 184
Skyldig offentlige avgifter	18 141	19 259	17 167	15 151	15 636	14 882	11 532
Annen kortsiktig gjeld	47 461	43 076	24 425	34 509	50 806	112 240	86 977
Kortsiktig driftsrelatert gjeld	88 048	90 332	66 060	63 885	78 877	150 587	116 693
Driftsrelatert gjeld	88 048	90 332	66 060	63 885	78 877	150 587	116 693
Gjeld til kredittinstitusjoner langsiktig	630 523	539 645	416 831	193 345	204 675	426 466	457 641
Gjeld til kredittinstitusjoner kortsiktig	0	0	0	0	0	49 614	53 835
Finansiell gjeld	630 523	539 645	416 831	193 345	204 675	476 079	511 476
Egenkapital og gjeld	744 969	619 499	513 386	472 024	629 965	1 165 854	1 154 846

Tabell 5.13 Omgruppert og justert balanse

Sysselsatt balanse:

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006T
Netto driftsrelaterte anleggsmidler	493 035	484 346	413 949	369 494	482 657	885 620	863 008
+ Driftsrelatert arbeidskapital	105 335	-10 746	-6 962	-2 197	-9 963	-42 666	4 573
= Netto driftseiendeler	598 370	473 600	406 987	367 297	472 694	842 954	867 580
+ Finansielle eiendeler	58 550	55 567	40 340	40 843	78 393	172 312	170 572
= Sysselsatte eiendeler	656 921	529 167	447 327	408 139	551 087	1 015 266	1 038 153
Egenkapital	26 398	-10 478	30 495	214 794	346 413	532 994	519 567
+ Minoritetsinteresser	0	0	0	0	0	6 194	7 109
+ Finansiell gjeld	630 523	539 645	416 831	193 345	204 675	476 079	511 476
= Sysselsatt kapital	656 921	529 167	447 326	408 139	551 088	1 015 266	1 038 153

Tabell 5.14 Omgruppert og justert sysselsatt balanse

Netto driftsbalanse:

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006T
Netto driftsrelaterte anleggsmidler	493 035	484 346	413 949	369 494	482 657	885 620	863 008
+ Driftsrelatert arbeidskapital	105 335	-10 746	-6 962	-2 197	-9 963	-42 666	4 573
= Netto driftseiendeler	598 370	473 600	406 987	367 297	472 694	842 954	867 580
Egenkapital	26 398	-10 478	30 495	214 794	346 413	532 994	519 567
+ Minoritetsinteresser	0	0	0	0	0	6 194	7 109
+ Netto finansiell gjeld	571 973	484 078	376 491	152 502	126 282	303 767	340 904
= Netto driftskapital	598 370	473 600	406 986	367 297	472 695	842 955	867 581

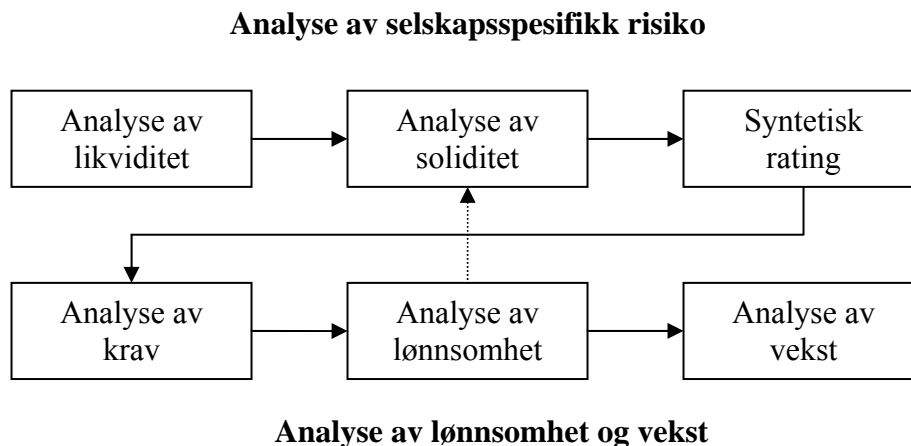
Tabell 5.15 Omgruppert og justert netto driftsbalanse

Skatteberegning er vist i appendiks 2. Regnskapet til både Star Reefers og Lauritzen har blitt justert og omgruppert som vist for Green Reefers.

5.5 Forholdstallsanalyse

5.5.1 Rammeverk for forholdstallsanalyse

For utregning av forholdstall, og videre analyse av risiko, lønnsomhet og vekst, er tallene fra det justerte og omgrupperte regnskapet og balansen lagt til grunn. Absolutte regnskapstall, som for eksempel nettoresultatet, gir i seg selv begrenset informasjon om underliggende økonomiske forhold ettersom de avhenger sterkt av størrelsen på virksomheten. Et forholdstall er derimot et relativt forhold mellom vanligvis to regnskapstall som gir bedre innsikt i underliggende forhold, og som bør sees i sammenheng med historiske forholdstall samt tall for bransjen (Penman, 2004). Rammeverket for analysen er illustrert i figur 5.2.



Figur 5.2 – Rammeverk for analyse av forholdstall

Analysen av selskapsspesifikk risiko består av likviditetsanalyse, soliditetsanalyse og syntetisk rating. I analysen av likviditet er fokuset på den kortsiktige kredittrisiko, mens analysen av soliditet har oppmerksomhet på den langsiktige kredittrisikoen.

Kredittrisikoen blir oppsummert gjennom syntetisk rating der virksomheten får en karakter i forhold til underliggende selskapsspesifikk risiko. Analysen av lønnsomhet og vekst starter med at man fastsetter en målestokk for hva god lønnsomhet er ved å utvikle

et avkastningskrav til kapitalen. Ved vurdering av lønnsomhet undersøker man om rentabiliteten er større enn kravet til avkastningen og undersøker underliggende kilder til rentabilitet gjennom dekomponering. Siste steg er å se på de underliggende driverne til vekst for så å vurdere bedriftens evne til vokse videre.

Fullstendige forholdstall inkluderer både normale og unormale poster, og er mer variable enn normaliserte forholdstall. Disse tallene er mest relevante i forhold til risikoanalyse. Normaliserte forholdstall, dvs. tall som ikke inneholder unormale- og engangsposter, er fremoverskuende og vil dermed være mer relevante å bruke i forhold til fremskriving. Ettersom forholdstallsanalysen skal gi informasjon som skal brukes videre i fremtidsregnskapet, er det benyttet normaliserte tall videre i analysen.

Forholdstallene for Green Reefers vil bli vurdert opp mot bransjens gjennomsnittlige forholdstall. Bransjen utgjøres av Star Reefers, Lauritzen og Green Reefers.

5.5.2 Tidsvekting

I den videre analysen har det blitt valgt å benytte tidsvektet gjennomsnitt fremfor aritmetisk gjennomsnitt. På grunn av relativt store problemer for bransjen ved årtusenskiftet, har det blitt valgt å legge mest vekt på de siste årene i analyseperioden.

Vektingen er som følger:

År	2001	2002	2003	2004	2005	2006T
Vekt	0,05	0,1	0,15	0,2	0,25	0,25

Tabell 5.16 Tidsvekting

5.5.3 Analyse av selskapsspesifikk risiko

Selskapets risiko består av systematisk og usystematisk risiko (Bodie, 2005). Den systematiske risikoen kan ikke diversifiseres bort, og er et uttrykk for risikoen til markedsporteføljen. Den usystematiske risikoen kan man derimot diversifisere vekk. En investor kan gjøre dette ved å spre investeringene på flere investeringsobjekter For en

veldiversifisert investor er det derfor kun systematisk risiko som er relevant. For den udiversifiserte investor er risikoanalysen viktig for å avdekke den selskapsspesifikke risikoen. For lånegiver er den selskapsspesifikke risiko alltid relevant ettersom den gir uttrykk for kredittrisiko, som kun har en ensidig virkning (kun negativ).

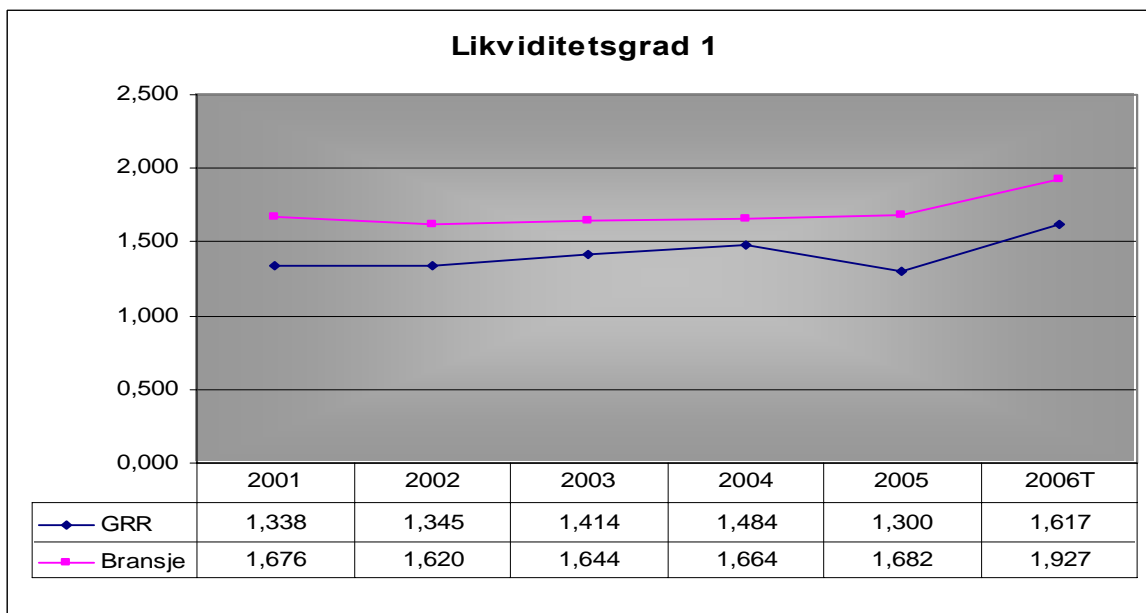
Analyse av likviditet – kortsiktig risiko

Analyse av likviditet har som mål å kartlegge om virksomheten har nok likvide midler til å dekke gjelden etter hvert som den forfaller til betaling, eller om virksomheten står i fare for å havne i en likviditetskrise med mulighet for konkurs.

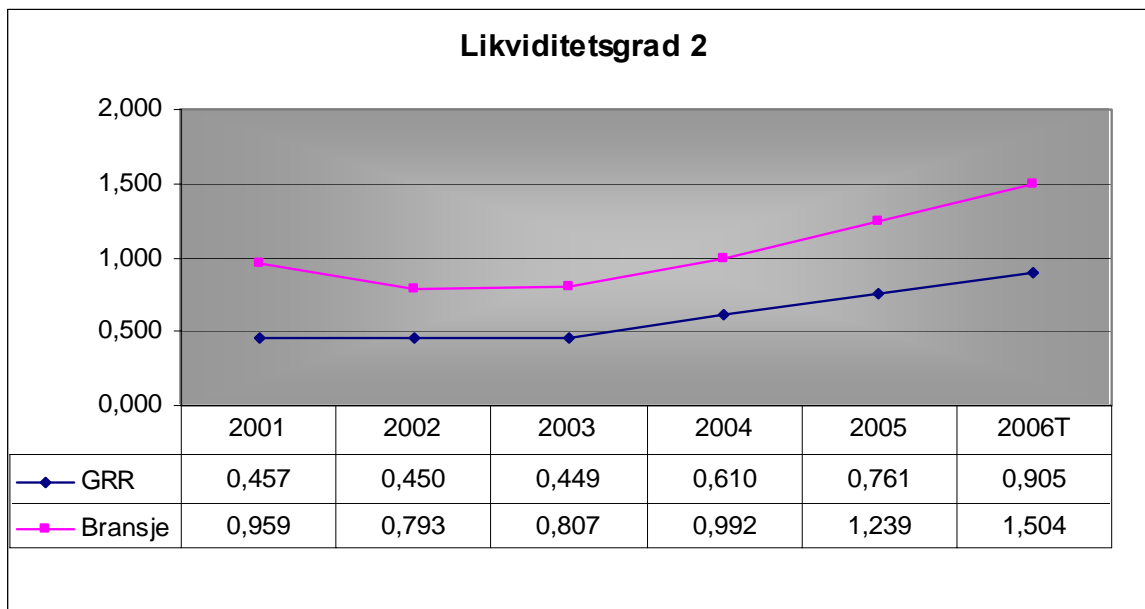
Likviditetsgrad 1 og 2

Likviditetsgrad 1 er definert som omløpsmidler dividert på kortsiktig gjeld, mens likviditetsgrad 2 er definert som finansielle omløpsmidler dividert på kortsiktig driftsrelatert gjeld og kortsiktig finansiell gjeld.

$$LG_1 = \frac{OM_t}{KG_t} \qquad LG_2 = \frac{FOM_t}{KDG_t + KFG_t}$$



Figur 5.3 Likviditetsgrad 1



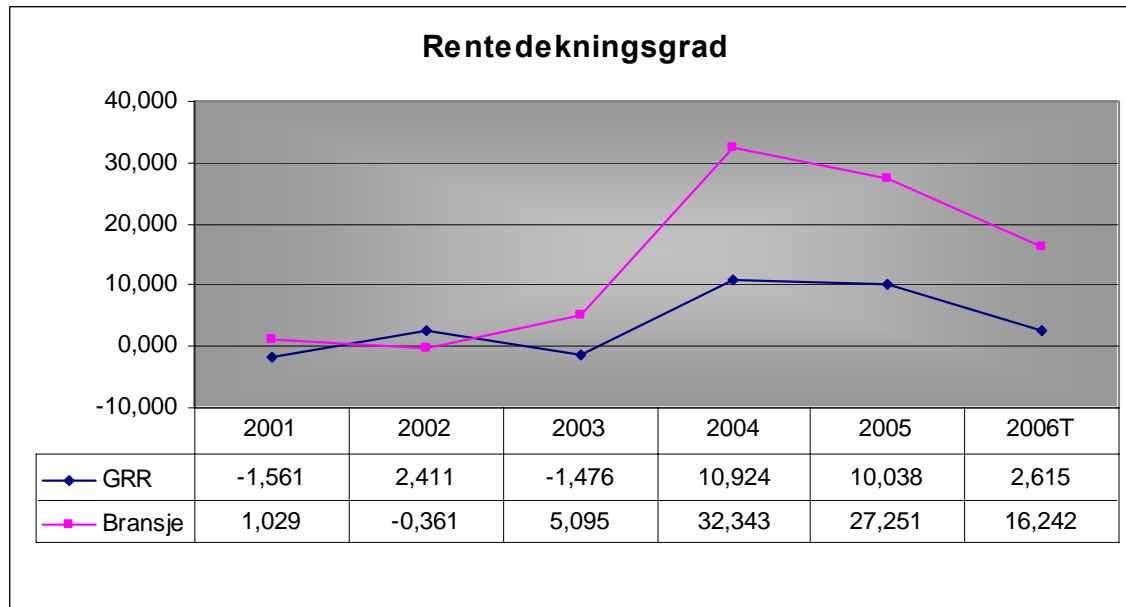
Figur 5.4 Likviditetsgrad 2

Green Reefers har hatt en likviditetsgrad som har vært under bransjegjennomsnittet i analyseperioden. Den tidsvektede likviditetsgrad 1 for Green Reefers over analyseperioden var på 1,44 sammenlignet med bransjens 1,73. Likviditetsgrad 2 har hatt en positiv utvikling, noe som betyr at forholdet mellom finansielle omløpsmidler og kortsiktig gjeld har blitt bedre. Likviditetsgrad 1 har derimot ligget på et jevnt nivå de siste årene.

Rentedekningsgrad

Rentedekningsgrad er definert som nettoresultat før netto finanskostnad dividert på netto finanskostnad, og gir et bilde av selskapets evne til å betale renteforpliktelsene etter hvert som de forfaller.

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



Figur 5.5 Rentedekningsgrad

Etter å ha ligget rundt bransjegenomsnittet, har utviklingen i Green Reefers vært negativ i forhold til bransjen. De senere år har derimot både bransjen og Green Reefers hatt en akseptabel rentedekningsgrad, men både Green Reefers og bransjen viser en noe negativ trend de siste årene.

Kontantstrøm

Kontantstrømanalyse kartlegger endringer i likvider, og dermed finansielle eiendeler over analyseperioden. Fokuset i analysen er på den frie kontantstrømmen.

	2001	2002	2003	2004	2005	2006T
Netto driftsresultat	-7 553	13 780	151	33 079	83 404	29 761
+ Unormalt netto driftsresultat	-17 557	-48 227	182 794	92 749	131 725	-36 353
- Endring netto driftseiendeler	-124 770	-66 613	-39 691	105 398	370 260	24 626
= Fri kontantstrøm fra drift	99 660	32 165	222 636	20 430	-155 130	-31 218
- Netto finanskostnad	8 156	4 333	3 796	2 811	7 761	9 104
+ Endring i finansiell gjeld	-90 878	-122 814	-225 654	11 334	271 985	36 180
- Netto minoritetsresultat	0	0	0	0	-566	-793
+ Endring i minoritetsinteresser	0	0	0	0	6 194	916
= Fri kontantstrøm til EK fra drift	627	-94 982	-6 814	28 953	115 853	-2 433
- Netto betalt utbytte	0	0	0	0	28 213	0
= Fri kontantstrøm til fin.investeringer	627	-94 982	-6 814	28 953	87 640	-2 433



+	Netto finansinntekter	2 979	1 001	207	430	1 687	2 367
+	Unormalt netto finansresultat	-6 590	78 752	7 109	8 166	4 592	-1 673
=	Endring i finansielle eiendeler	-2 984	-15 228	503	37 550	93 919	-1 740
+	Finansielle eiendeler 1.1	58 550	55 567	40 340	40 843	78 393	172 312
=	Finansielle eiendeler 31.12	55 567	40 339	40 843	78 393	172 312	170 572

Tabell 5.17 Kontantstrøm

Green Reefers sin beholdning av finansielle eiendeler har økt mye over analyseperioden. Dette er positivt. Kontantstrømmen fra drift har derimot vært svært variabel, og har de to siste årene vært negativ og selskapet har opparbeidet seg en relativt stor andel av finansiell gjeld. Likviditeten til Green Reefers synes derfor å variere når en ser på kontantstrømmene til selskapet. Det er viktig å merke seg at kontantstrømmene har vært negativ for de to siste årene, og det er viktig for Green Reefers å snu denne trenden. Isolert sett gir kontantstrømsanalysen inntrykk av at Green Reefers har mindre god likviditet og dermed en relativt høy kortsiktig risiko.

Forfallsstruktur på gjeld

Ved å analysere forfallstrukturen på gjelden avdekkes også en eventuell fare for at selskapet ikke har nok likvide midler tilgjengelig når store lån forfaller til betaling. Finansiell dekning er definert som finansielle reserver ved årets start dividert på forfall finansiell gjeld i løpet av året.

	Forfallsstruktur på gjeld	2005
	Finansiell gjeld pr. 1.1	476 079
-	Forfall finansiell gjeld	53 835
+	Opptak av langsiktig rentebærende gjeld	89 232
=	Finansiell gjeld 31.12	511 476

Tabell 5.18 Forfallsstruktur på gjeld for 2005

Den samlede finansielle gjelden har økt, noe som betyr at låneopptaket er større enn nedbetalingen i løpet av året. Hvis man antar en 10 års nedbetalingstid på den finansielle gjelden blir den finansielle dekningen for 2006 som følger:

	Finansielle eiendeler pr. 1.1	172 312
+	Finansinntekt i 2006T	2 367
/	Avdrag og renter på finansiell gjeld	51 148
=	Finansiell dekning 2006T	3,415

Tabell 5.19 Finansiell dekning for 2006T

En finansiell dekning på 3,415 antyder at selskapet har en lav risiko for finansiell krise ettersom de finansielle eiendelene er nok til å dekke forfall på gjeld 3,415 ganger i løpet av 2006.

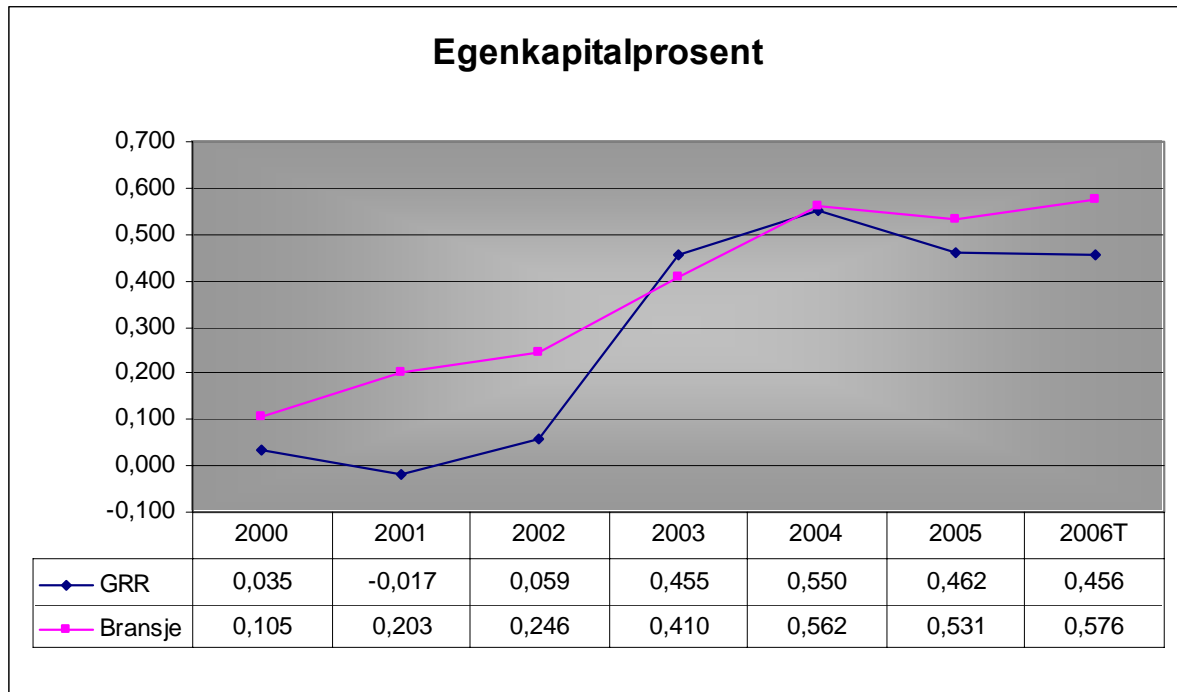
Analyse av soliditet

Analysen av langsiktig risiko har som mål å kartlegge om virksomheten har økonomiske ressurser til å stå imot fremtidige tap over lengre perioder. Tap blir ført mot egenkapitalen, og egenkapitalen fungerer derfor som benchmark for hvor mye fremtidig tap man kan utsette seg for. For å få innsikt i soliditeten til Green Reefers, analyseres først egenkapitalprosenten, for deretter å foreta en statisk finansieringsanalyse.

Egenkapitalprosent

Egenkapitalen kan vurderes i forhold til totalkapitalen, sysselsatt kapital eller netto driftskapital. Ved risikoanalyse foretrekkes en vurdering opp mot totalkapital.

Egenkapitalprosent kan da defineres som: $ekp = (EK+MI + NUS)/TK$. Netto utsatt skatt inkluderes fordi dette er gjeld som ikke blir betalt hvis selskapet skulle gå med tap i fremtidige perioder.



Figur 5.6 Egenkapitalprosent

Green Reefers har en egenkapitalprosent som ligger under det tidsvektede bransjegjennomsnittet. Selskapet har hatt en positiv trend frem til 2004, men hvor bransjen har klart å opprettholde egenkapitalprosenten de siste to årene har Green Reefers sin egenkapitalprosent sunket noe. Å ha en høy egenkapitalprosent er positivt fordi det øker et selskaps evne til å tåle lengre perioder med fremtidige tap. Green Reefers tidsvektede egenkapitalprosent er 39%, noe som er akseptabelt.

Statisk finansieringsanalyse

Den statiske finansieringsanalysen gir en oversikt over hvordan virksomheten er finansiert, og uttrykkes i en matriseform hvor eiendelene er angitt vertikalt fra minst til mest likvide, og type finansiering er angitt horisontalt. Matrisen for Green Reefers 2006T blir:



Finansieringsmatrise	EK	MI	LDG	LFG	KDG	KFG	TK
DAM	0,620	0,008	0,000	0,372			0,748
FAM				1,000			0,011
DOM				1,000			0,107
FOM					0,756	0,349	0,134
TK	0,450	0,006	0,000	0,397	0,101	0,047	1,000

Tabell 5.20 Finansieringsmatrise

Jo raskere det grå feltet går i bunnen jo mindre risikabel er som regel finansieringen. Det vil si at den minst risikable finansieringsformen er 100% i egenkapital, og mest risikable er 100% i kortsiktig finansiell gjeld. Driftsrelaterte og finansielle anleggsmidler samt driftsrelaterte omløpsmidler er finansiert med langsiktig kapital. Finansielle omløpsmidler er finansiert med kortsiktig kapital. Selskapet virker til å være ganske avhengig av finansiering gjennom langsiktig finansiell gjeld, noe som kan indikere en viss risiko. Finansieringsmatrisen til Green Reefers indikerer derfor kun moderat langsiktig risiko

5.5.3.3 Syntetisk rating

Den syntetiske ratingen tar utgangspunkt i Standard & Poor's ratingklassifisering i oppsummeringen av risikoanalysen til Green Reefers.

	2001	2002	2003	2004	2005	2006T	Vektet
Likviditetsgrad 1	BB	BB	BB	BB	BBB	BBB	BBB
Rentedekningsgrad	C	BBB	C	AA	AA	BBB	AA
Egenkapitalprosent	C	CC	BBB	BBB	BBB	BBB	BB
Netto driftsrentabilitet	B	CC	BBB	A	B	BB	BB
Gjennomsnittsrating	CCC	B	B	BBB	BBB	BBB	BBB

Tabell 5.21 Syntetisk rating

Green Reefers ser ut til å ha stabilisert seg på ratingen BBB, noe som er bak gjennomsnittet for bransjen som er A. Dette gir en årlig konkurssannsynlighet på 0,004. Green Reefers må derfor regnes som et relativt solid selskap med relativt lav risiko. Dette gjør at selskapet vil ha en liten konkurranseulempet i finansieringen i forhold til sine konkurrenter.

5.5.4 Analyse av lønnsomhet og vekst

5.5.4.1 Analyse av avkastningskrav

I det følgende vil det bli beregnet avkastningskrav for de ulike kapitalkildene selskapet benytter seg av. Kravet til avkastning blir benyttet videre både som diskonteringsrente for å finne dagens verdi ved verdsettelse, men også som målestokk for rentabilitet.

Egenkapitalkravet

Avkastningskravet er prisen på kapital og representerer alternativkostnaden for en investor. Kapitalverdimodellen (CAPM) kan benyttes for å beregne egenkapitalkravet:

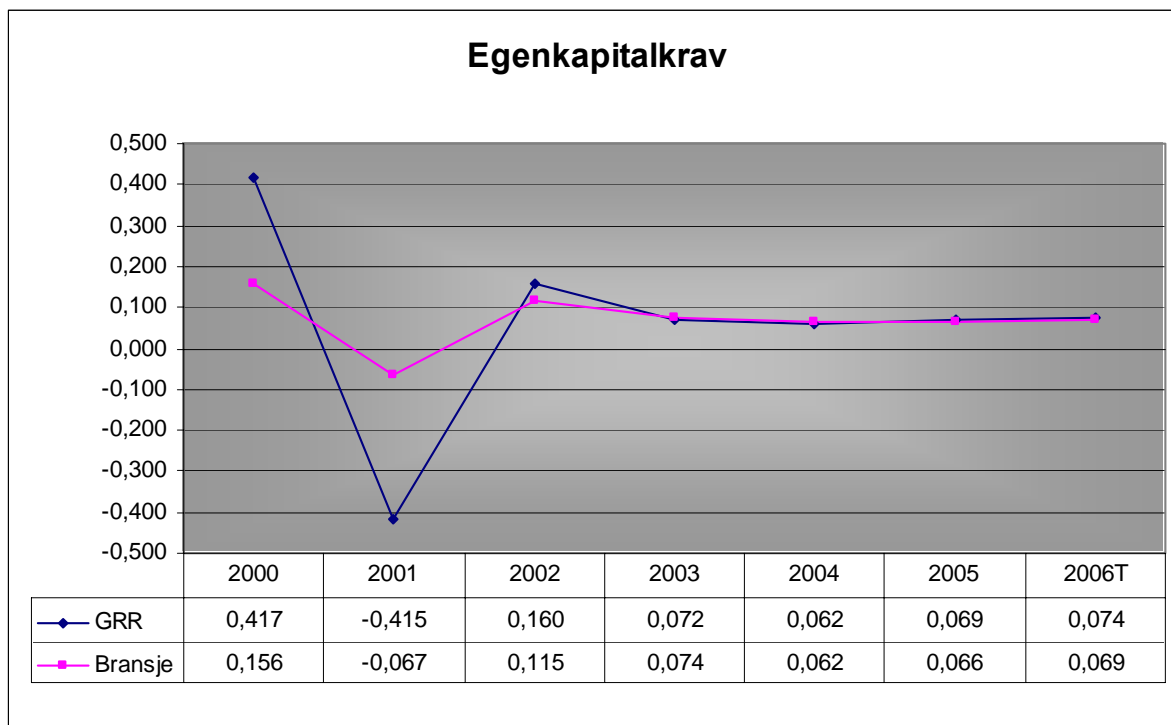
$$ekk = r_f + (r_m - r_f) * \beta_{EK} \quad (\text{Bodie, 2005})$$

CAPM bygger på blant annet forutsetning om at kapitalmarkedet er perfekt slik at investorene bare får betalt for å bære systematisk risiko. For å kompensere for at ikke alle forutsetningene i CAPM holder, som at kapitalmarkedet har innslag av asymmetrisk informasjon, kan man legge til en illikviditetspremie (Λ). Kravet til avkastning blir da:

$$ekk = r_f + (r_m - r_f) * \beta_{EK} + \Lambda$$

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006T	00-06
Risikofri rente etter skatt	0,045	0,049	0,047	0,027	0,013	0,014	0,017	0,030
+ Justert EK beta	5,894	-11,75	3,470	0,445	0,355	0,406	0,428	0,683
* Risikopremie	0,058	0,042	0,024	0,033	0,054	0,062	0,062	0,048
+ Illikviditetspremie	0,030	0,030	0,030	0,030	0,030	0,030	0,030	0,030
= Egenkapitalkrav	0,417	-0,415	0,160	0,072	0,062	0,069	0,074	0,093

Tabell 5.22 Egenkapitalkrav



Figur 5.7 Egenkapitalkrav

Bransjen og Green Reefers egenkapitalkrav har vært relativt stabile de siste årene, og ligget rundt 6 og 7%. Det negative kravet i 2001 skyldes en svakhet med modellen, og er forårsaket av en kraftig reduksjon i egenkapitalen fra 2000 til 2001 for Green Reefers.

Den følgende delen vil ta for seg utregning av de forskjellige elementene i tabell 5.22:

Risikofri rente

Som mål på risikofri rente er det benyttet en 3 måneders effektiv Nibor-rente med fradrag for en risikopremie på 10% av Nibor og 28% skatt. Nibor-rente er utlånsrenten norske banker seg imellom for en spesifisert periode, og er funnet på hjemmesiden til Norges Bank.

Egenkapitalbeta

Beta er et mål på den systematiske risikoen ved å investere i egenkapitalen til en virksomhet. Den måler samvariasjonen mellom markedsavkastningen til virksomheten og

avkastningen til markedsporteføljen. For børsnoterte virksomheter kan aksjebeta estimeres på basis av historiske kursdata. Før estimering er det beste estimatet at betaen er lik aksjemarkedsbetaen på 1,0. Det er tatt utgangspunkt i Dagens Næringsliv estimering av aksjebetaen til Green Reefers basert på observasjoner fra de siste 12 månedene samt estimering foretatt av Datastream (Thomson Datastream). Ettersom disse estimatene er usikre, har det blitt valgt å foreta en Merrill Lynch justering (Copeland, 2000). Den justerte betaen blir da:

$$\beta^* = \frac{2}{3} * estimert\beta + \frac{1}{3} * 1,0 = \frac{2}{3} * \left(\frac{0,54 + 0,51}{2}\right) + \frac{1}{3} * 1 = 0,683$$

Miller & Modigliani teorem 1 hevder at verdien av selskapet er uavhengig av finansieringen (Penman, 2004). Dette er en forenkling av virkeligheten som ikke tar høyde for blant annet skattemessige fordeler ved finansieringen. Ved å benytte denne forenklingen kan man ved hjelp av estimeringen av betaverdien for netto driftskapital finne egenkapitalbetaen for hvert år i analyseperioden.

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

Utrekning av betaverdiene er vist i appendiks 3.

Markedets risikopremie

Markedets risikopremie er den meravkastningen en investor krever utover risikofri rente for å investere i risikofylt aktiva. Det er her valgt å ta utgangspunkt i estimerer beregnet i kurset BUS425 ved Kjell Henry Knivsflå ettersom annen informasjon er vanskelig tilgjengelig.

Ilikviditetspremie

Størrelsen på ilikviditetspremien avhenger av selskapsspesifikk risiko og hvor stor grad av markedssvikt som aksjeverdien er utsatt for. Et eksempel på markedssvikt er for lite omsetning på aksjen, noe som vil gjøre det vanskelig å kjøpe og selge aksjer når det er

ønskelig. Premien ligger normalt mellom 0 og 5% (BUS425, 2006). Handelsvolumet til Green Reefers ved Oslo Børs (ww.ose.no) er relativt moderat, mens risikoanalysen viser at risikoen til selskapet er relativt høyt. En illikviditetspremie på 3% synes derfor å være passende.

Minoritetskrav

Minoriteten krever gjerne en ekstra illikviditetspremie på grunn av liten påvirkningsmulighet overfor majoriteten av aksjonærer (Gjesdal & Johnsen, 1999). Den forutsettes her å være 2% i årene 2005 og 2006T. For de andre årene i analyseperioden er dette ikke en aktuell problemstilling ettersom det ikke var noen minoritetsinteresser i selskapet i denne perioden.

Finansielt gjeldskrav

Gjeldskravet omfatter det kravet til avkastning som selskapets lånegivere setter på utlånt kapital til selskapet. Kravet fremkommer tilsvarende som for utregningen til egenkapitalkravet, og inneholder risikofri nominell rente, risikopremie for systematisk risiko og kredittrisiko (forutsetter at administrasjonstillegg er inkludert).

		2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006T	00-06
	Risikofri rente etter skatt	0,045	0,049	0,047	0,027	0,013	0,014	0,017	0,030
+	Finansiell gjeldsbeta	0,020	0,006	0,004	0,008	0,040	0,009	0,009	0,014
*	Risikopremien til markedet	0,058	0,042	0,024	0,033	0,054	0,062	0,062	0,048
+	Premie for kredittrisiko								0,000
=	Finansielt gjeldskrav	0,046	0,049	0,047	0,027	0,015	0,015	0,018	0,031

Tabell 5.24 Finansielt gjeldskrav

Finansielt eiendelskrav

Kravet til avkastning på finansielle eiendeler fremkommer som $\text{kontantkrav} * \text{kontantvekt}$ + $\text{finansielt fordringskrav} * \text{vekt}$ + $\text{investeringskrav} * \text{vekt}$.

		2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006T	00-06
	Kontantkrav	0,045	0,049	0,047	0,027	0,013	0,014	0,017	0,030
*	Kontantvekt	0,573	0,744	0,737	0,702	0,614	0,884	0,905	0,737
+	Finansielt fordringskrav	0,046	0,049	0,047	0,027	0,015	0,015	0,018	0,031
*	Finansiell fordringsvekt	0,163	0,188	0,226	0,245	0,199	0,073	0,048	0,163
+	Investeringskrav	0,058	0,042	0,024	0,033	0,054	0,062	0,062	0,048
*	Investeringsvekt	0,214	0,061	0,039	0,038	0,105	0,024	0,026	0,072
=	Finansielt eiendelskrav	0,046	0,048	0,046	0,027	0,017	0,015	0,018	0,031

Tabell 5.22 –Finansielt eiendelskrav

Netto finansielt gjeldskrav

Netto finansiell gjeld er finansiell gjeld minus finansielle eiendeler. Kravet fremkommer dermed gjennom vekting av kravene til finansiell gjeld og finansielle eiendeler.

		2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006T	00-06
	Krav til finansiell gjeld	0,046	0,049	0,047	0,027	0,015	0,015	0,018	0,031
*	FG/NFG	1,102	1,115	1,107	1,268	1,621	1,567	1,500	1,326
-	Krav til finansielle eiendeler	0,046	0,048	0,046	0,027	0,017	0,015	0,018	0,031
*	FE/NFG	0,102	0,115	0,107	0,268	0,621	0,567	0,500	0,326
=	Krav til netto finansiell gjeld	0,046	0,049	0,047	0,027	0,014	0,014	0,017	0,031

Tabell 5.25 Netto finansielt gjeldskrav

Netto driftskrav

Kravet til driftskapitalen fremkommer som den vektete summen av avkastningskravene til egenkapitalen, minoriteten og netto finansiell gjeld.

		2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006T	00-06
	Egenkapitalkrav	0,417	0,415	0,160	0,072	0,062	0,069	0,074	0,093
*	EK/NDK	0,044	0,022	0,075	0,585	0,733	0,632	0,599	0,378
+	Minoritetsinteressekrav	0,417	0,415	0,160	0,072	0,062	0,089	0,094	0,093
*	MI/NDK	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,007	0,008	0,002
+	Netto finansielt gjeldskrav	0,046	0,049	0,047	0,027	0,014	0,014	0,017	0,031
*	NFG/NDK	0,956	1,022	0,925	0,415	0,267	0,360	0,393	0,620
=	Netto driftskrav	0,063	0,060	0,056	0,053	0,049	0,050	0,052	0,054

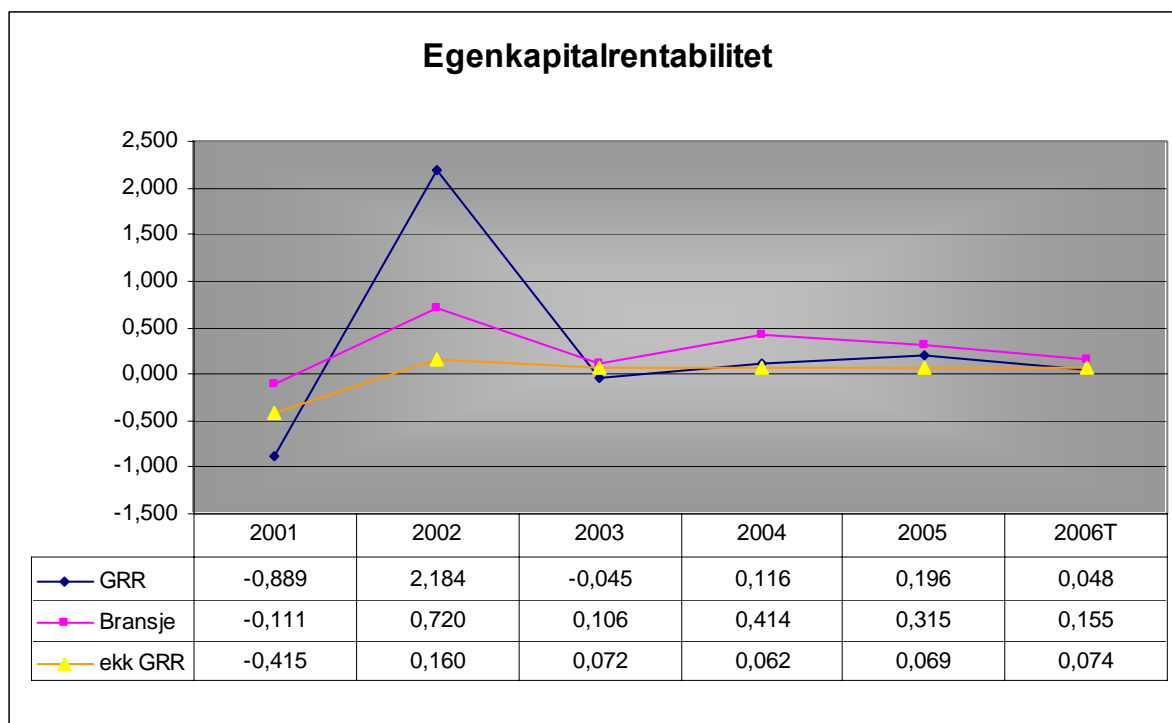
Tabell 5.26 Netto finansielt gjeldskrav

5.5.4.2 Analyse av lønnsomhet

Målet med rentabilitetsanalyse er å kartlegge lønnsomheten i bedriften, det vil si evnen til å generere inntjening til kapitalen, og på den måten tilfredsstillende kravet til avkastning. En kapital er bare lønnsom dersom den genererer rentabilitet utover kravet. Empirisk viser det seg at rentabiliteten er tilbakevendende til gjennomsnittet i bransjen, ”mean reversion” (Basanko, 2004). Hovedårsaken til dette er at konkurransekraftene i markedet driver rentabiliteten mot avkastningskravet. Den videre fremstillingen bygger på Penman (2004) og Damodaran (2002).

Det har blitt tatt utgangspunkt i den normaliserte rentabiliteten ettersom den er mest relevant for budsjettering og fremskriving. Ettersom avkastningskravet er en etterskuddsrente, må man for å få rentabiliteten konsistent med kravet trekke ut den opptjente kapitalen fra perioden, slik at også rentabiliteten blir en etterskuddsrente. Det forutsettes dermed at endring av kapital skjer midt i året. Ettersom det er vanskelig å finne informasjon om når inn- og utbetalinger av kapital skjer med unntak av store emisjoner, er det vanskelig å ikke benytte denne forutsetningen. Den generelle formelen for rentabilitet som blir benyttet er da:

$$\frac{\text{Normalisert nettoresultat til kapitalen}}{\text{Inngående kapital} + \left(\frac{\Delta \text{kapital i året} - \text{normalisert nettoresultat}}{2} \right)}$$


Figur 5.7 Superprofitt

Den høye rentabiliteten i 2002 skyldes en negativ egenkapital, og er høyst unormal for selskapet og bør derfor ikke tillegges for mye vekt. Som figur 5.7 viser har egenkapitalrentabiliteten til Green Reefers vært relativt stabil, og har i hele analyseperioden ligget under egenkapitalrentabiliteten til bransjen. Men Green Reefers har klart å imøtekomme egenkapitalkravet i de fleste årene i analyseperioden. Det er viktig å bemerke at egenkapitalrentabiliteten er lavere enn egenkapitalkravet i 2006T. Dette gjør at superprofitten i forhold til kravet er negativt, som betyr at aksjonærene ikke får dekket det kravet de setter til avkastning.

superprofitt på ekr	2001	2002	2003	2004	2005	2006T	00-06
GRR	-0,474	2,024	-0,116	0,054	0,127	-0,026	0,197
Bransje	-0,044	0,605	0,032	0,352	0,249	0,086	0,217
Superprofitt ifht bransjen	-0,430	1,418	-0,148	-0,298	-0,122	-0,112	-0,020
ekk	-0,415	0,160	0,072	0,062	0,069	0,074	0,093
Superprofitt ifht krav	-0,060	1,863	-0,188	-0,009	0,058	-0,099	0,104

Tabell 5.27 Netto finansielt gjeldskrav

Dekomponering av egenkapitalrentabilitet

For å få bedre innsikt i underliggende kilder til rentabilitet kan egenkapitalrentabiliteten dekomponeres. Dekomponeringen vil her ha fokus på skillet mellom drift og finansiering, og det er valgt å dekomponere i forhold til netto driftsrentabilitet ettersom den har et klart skille mellom drift og finansiering. Sammenhengen mellom egenkapitalrentabilitet og netto driftrentabilitet er:

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

hvor $(ndr - nfgr) * nfgg$ er virkningen av finansiell gearing, mens $(ndr - mir) * mig$ er virkningen av minoritetsgearing.

	Analyse av gearing	2001	2002	2003	2004	2005	2006T	00-06
	Netto driftsrentabilitet	-0,014	0,032	-0,005	0,082	0,136	0,036	0,061
+	Netto finansiell gearing	-0,875	2,152	-0,028	0,034	0,056	0,009	0,190
+	Minoritetsgearing	0,000	0,000	0,000	0,000	0,003	0,002	0,001
=	Egenkapitalrentabilitet	-0,889	2,184	-0,033	0,116	0,195	0,047	0,253

Tabell 5.28 Dekomponering av egenkapitalrentabilitet

Utviklingen over tid er variabel for både netto driftsrentabilitet og netto finansiell gearing. Driften har et tidsvektet gjennomsnittlig netto driftsrentabilitet på 0,061. Dette er akseptabelt ettersom det tidsvektede egenkapitalkravet er 0,054. På grunn av unormalt store tall i 2001 og 2002, er det den tidsvektede netto finansielle gearingen som har hatt mest innvirkning på egenkapitalrentabiliteten. Disse unormale hendelsene kan ikke forventes å forekomme fremtiden, og har derfor ikke blitt tillagt for mye vekt i fremtidsanalysen.

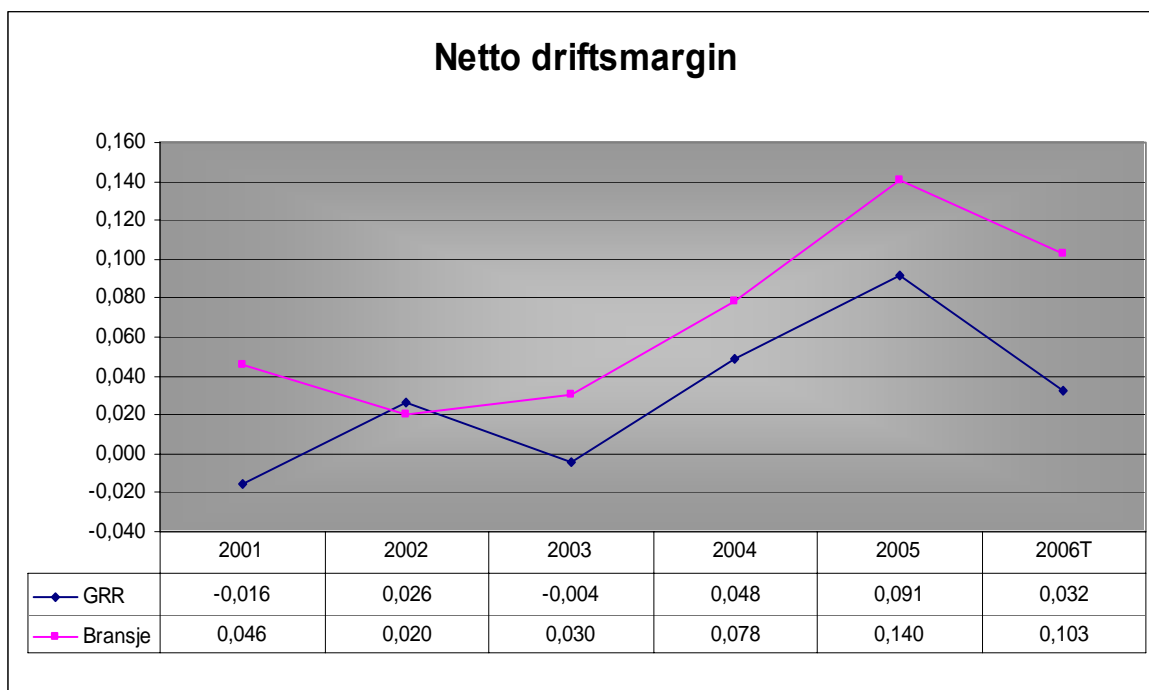
Netto driftsrentabilitet

For å få ytterlige innsikt i hva som skaper egenkapitalrentabiliteten i Green Reefers, kan netto driftsrentabilitet dekomponeres ned til netto driftsmargin (ndm) og omløpet til netto driftseiendeler (onde) som måler evnen til å skape driftsinntekter per krone investert.

		2001	2002	2003	2004	2005	2006T	00-06
	Netto driftsmargin	-0,016	0,026	-0,004	0,048	0,091	0,032	0,042
*	Omløpet til netto driftseiendeler	0,882	1,227	1,374	1,696	1,494	1,132	1,369
=	Netto driftsrentabilitet	-0,014	0,032	-0,005	0,082	0,136	0,036	0,061

Tabell 5.29 Dekomponering av netto driftsrentabilitet

Netto driftsmarginen måler et selskaps evne til å generere netto driftsresultat per krone omsatt.


Figur 5.8 Netto driftsmargin

Både Green Reefers og bransjen har hatt en positiv stigning i driftsmarginen frem til 2005, for så å få en liten nedgang i trailingåret 2006. Generelt ligger Green Reefers driftsmargin under bransjens. Dette underbygger antagelsen fra den strategiske analysen om at Green Reefers ikke har konkurransefortrinn i kostnadsstrukturen.

I "common size"-resultat sammenlignes postene i resultatregnskapet i forhold til driftsinntektene i hver periode. Dette gir innsikt i hva som skaper driftsmarginen.

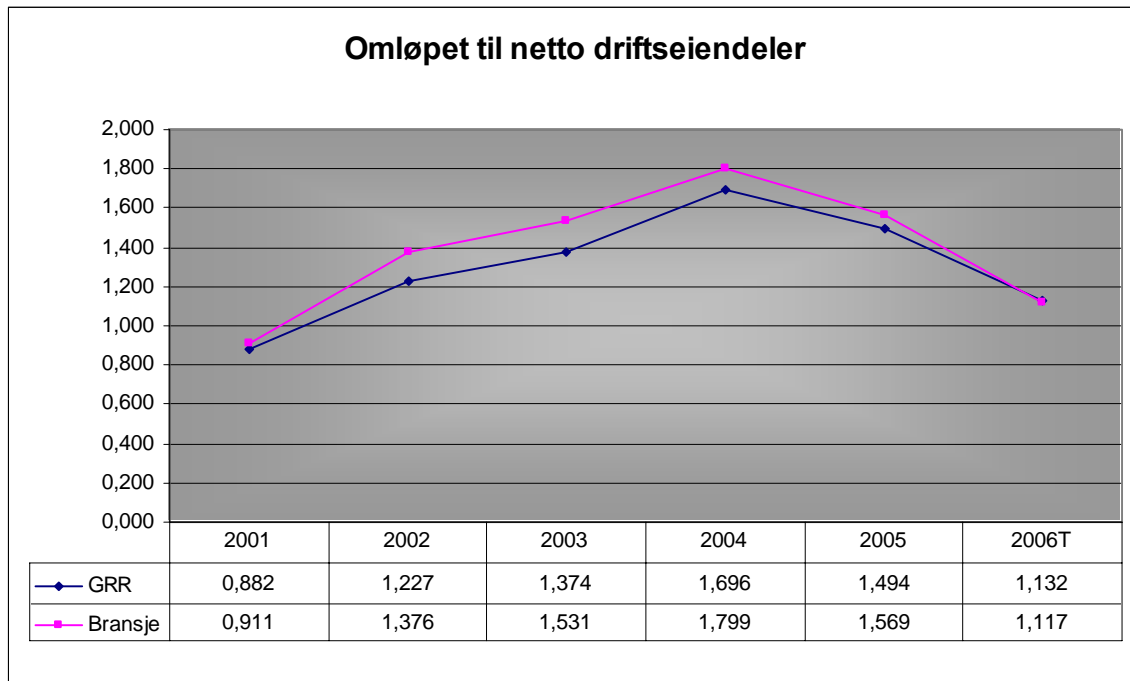


	Common size resultat	2001	2002	2003	2004	2005	2006T	01-06T
	Driftsinntekter	1	1	1	1	1	1	1,000
-	Driftskostnader inkl avskrivninger	1,014	0,978	1,000	0,958	0,921	0,973	0,964
=	Driftsresultat i egen virksomhet	-0,014	0,022	0,000	0,042	0,079	0,027	0,036
-	Driftsrelatert skatt i egen virksomhet	0,002	-0,003	0,000	-0,006	-0,012	-0,005	-0,006
=	Netto driftsresultat i egen virksomhet	-0,016	0,026	0,000	0,048	0,091	0,031	0,042
+	Nettoresultat fra driftstilknnyttet virksomhet	0,000	0,000	-0,004	0,000	0,001	0,001	0,000
=	Netto driftsresultat	-0,016	0,026	-0,004	0,048	0,091	0,032	0,042
+	Netto finansinntekt	0,006	0,002	0,000	0,001	0,002	0,002	0,002
=	Nettoresultat til sysselsatt kapital	-0,010	0,028	-0,003	0,049	0,093	0,035	0,044
-	Netto finanskostnad	0,017	0,008	0,007	0,004	0,008	0,010	0,008
-	Netto minoritetsresultat	0,000	0,000	0,000	0,000	-0,001	-0,001	0,000
=	Nettoresultat til egenkapital	-0,027	0,020	-0,011	0,045	0,085	0,026	0,036
+	Unormalt netto driftsresultat	-0,037	-0,091	0,344	0,136	0,143	-0,038	0,094
+	Unormalt netto finansresultat	-0,014	0,148	0,013	0,012	0,005	-0,002	0,019
=	Fullstendig nettoresultat til EK	-0,077	0,077	0,346	0,192	0,233	-0,014	0,149
-	Netto betalt utbytte	0,000	0,000	0,000	0,000	0,031	0,000	0,008
=	Endring egenkapital	-0,077	0,077	0,346	0,192	0,203	-0,014	0,141

Tabell 5.30 "Common size" resultat

Driftskostnadene i forhold til driftsinntektene relativt store for Green Reefers, med et tidsvektet gjennomsnitt som kun ligger 3,6% under driftsinntektene. Dette er hovedgrunnen til den lave rentabiliteten til Green Reefers. Men selskapet har hatt en positiv utvikling i kostnadseffektiviteten over de siste årene da driftskostnader i prosent av driftsinntekter har sunket. Bransjens gjennomsnitt for driftskostnad som prosent av driftsinntekt er 91%. Dette er en del lavere enn Green Reefers 96,4%. På bakgrunn av denne analysen samt den strategiske analysen er det ikke grunnlag for å hevde at Green Reefers er mer kostnadseffektiv enn sine største konkurrenter, Star Reefers og Lauritzen.

Omløpet til netto driftseiendeler måler et selskaps evne til å skape driftsinntekter per krone investert.



Figur 5.9 Omløpet til netto driftseiendeler

Etter å ha hatt en positiv utvikling i omløpet til netto driftseiendeler frem 2004, har Green Reefers de to siste årene hatt en negativ trend. Men det er positivt for Green Reefers at de har nærmet seg bransjegjennomsnittet. Bransjen har generelt sett hatt et relativt høyt omløp til netto driftseiendeler, noe som er positivt ettersom det betyr at det skapes mye driftsinntekter i forhold til penger investert.

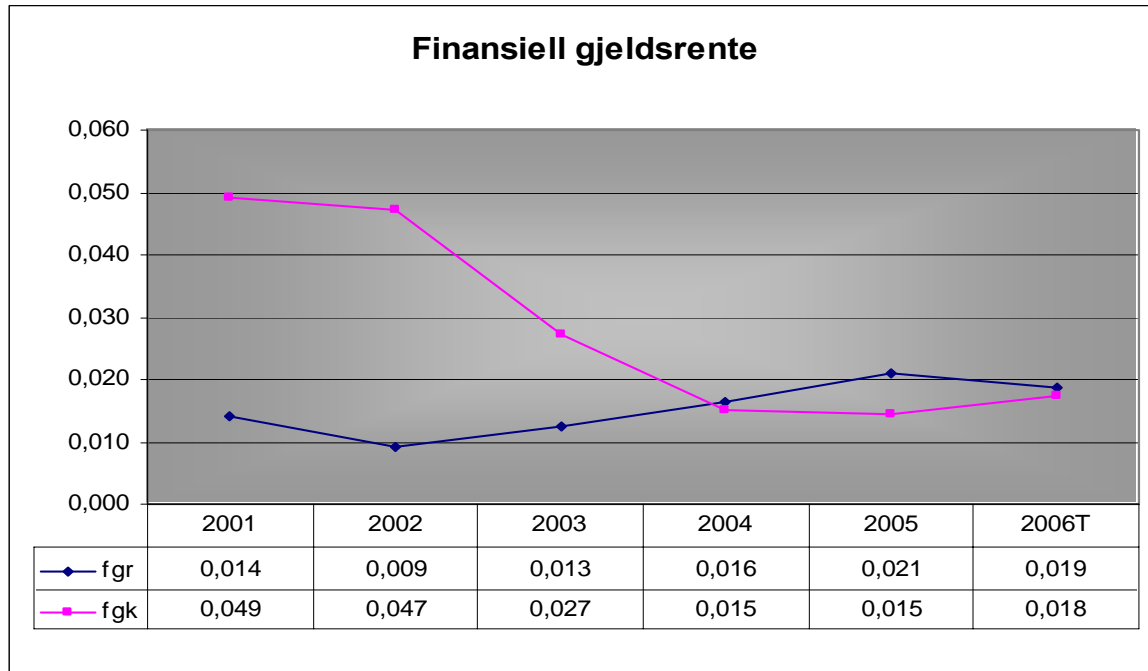
Finansiell gearing

Ved å se på netto finansiell gjeldsrente kan man undersøke hvorfor virkningen av finansiell gearing var såpass betydningsfull i analyseperiodens begynnelse, for så å ha mindre innvirkning på egenkapitalrentabiliteten enn netto driftsrentabilitet de siste periodene.

		2001	2002	2003	2004	2005	2006T	00-06
	Finansiell gjeldsrente	0,014	0,009	0,013	0,016	0,021	0,019	0,017
*	FG/NFG	1,108	1,111	1,153	1,428	1,583	1,532	1,404
-	Finansiell eiendelsrentabilitet	0,048	0,016	0,005	0,015	0,008	0,014	0,013
*	FE/NFG	0,108	0,111	0,153	0,428	0,583	0,532	0,404
=	Netto finansiell rente	0,010	0,008	0,014	0,017	0,029	0,021	0,019

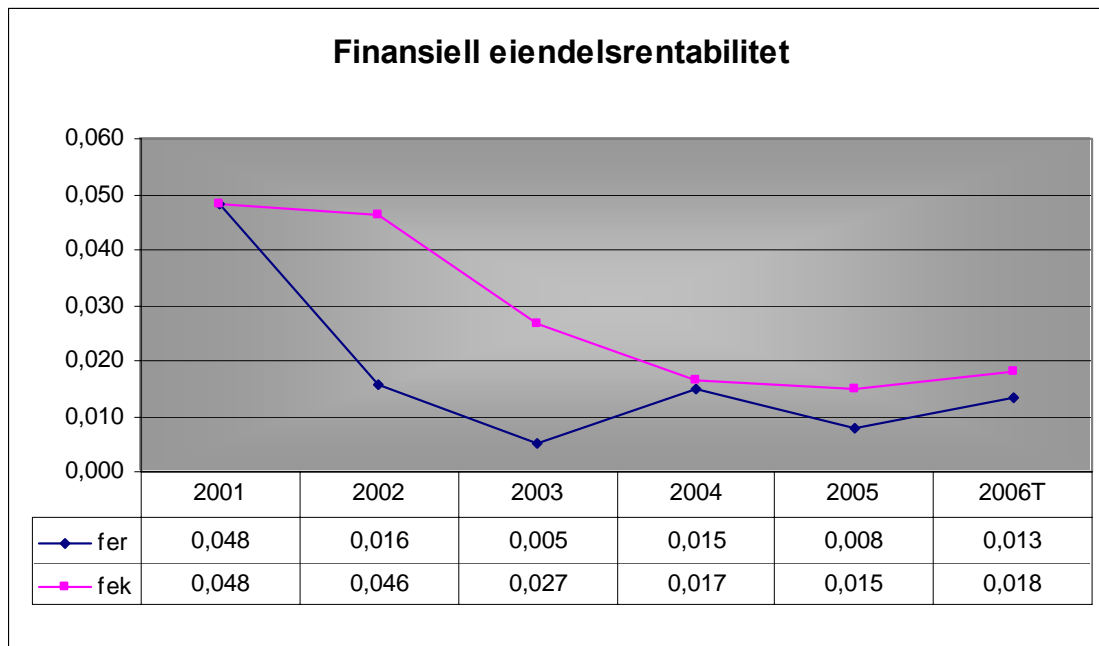
Tabell 5.30 Netto finansiell gjeldsrente

Netto finansiell gjeldsrente har steget over analyseperioden, og er i de siste periodene relativt høy. Dette skyldes i hovedsak en økning i gjeldsrenten og vekten finansiell gjeld i forhold til netto finansiell gjeld.



Figur 5.10 Finansiell gjeldsrente

Tidsvektet finansiell gjeldsrente er under det tidsvektede kravet. Den tidsvektede merrenten på finansiell gjeld er -0,6% (0,017-0,023). Dette innebærer at Green Reefers betaler en tidsvektet rente som i snitt er noe lavere enn kravet. Men de siste periodene har dette snudd, men forskjellen er ikke veldig stor. Grunnen til at gjeldskravet har blitt lavere er den forbedrede ratingen til Green Reefers, noe som er positivt fordi det indikerer en lavere risiko for konkurs i selskapet som gjør at selskapet kan få rimeligere lån.



Figur 5.11 Finansiell eiendelsrentabilitet

Den tidsvektede superrentabiliteten (fer-fek) på finansielle eiendeler er -1,1% (0,013 – 0,024), noe som tyder på at Green Reefers ikke er spesielt dyktige til å skape finansielle merverdier. Utviklingen er imidlertid til dels positiv, og man kan se av figur 5.11 at rentabiliteten har nærmet seg kravet. Men generelt er det vanskelig å skape superrentabilitet i finansmarkedet, mye fordi dette ikke er noe spesialfelt for de fleste selskaper, da også Green Reefers.

5.5.4.3 Analyse av vekst

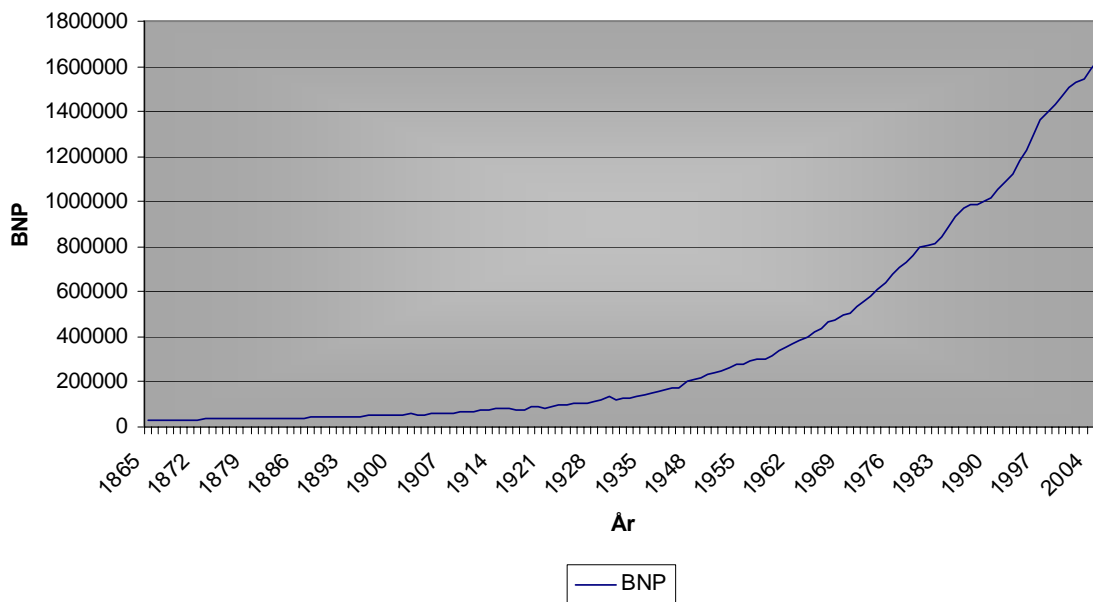
Vekst er en underliggende verdidriver som benyttes ved utarbeidelse av fremtidsregnskap og dermed også ved fundamental verdsettelse. Det kan skilles mellom fullstendig vekstanalyse og normalisert vekstanalyse. Sistnevnte er mest relevant for fremskriving samtidig som man får en mer standardisert vekst når den unormale veksten er tatt bort. Fordi fullstendig vekstanalyse inneholder engangsposter, vil det ikke forventes at denne veksten også vil vedvare i fremtiden, og normalisert vekst er derfor mest fremoverskuende. Ettersom vekst ikke har noen teoretisk målestokk, må den analyseres over tid og i forhold til bransjen. For at vekst skal kunne skape verdi for aksjonærene må

egenkapitalrentabiliteten være større enn egenkapitalkravet i bedriften. Hvis dette ikke er tilfelle vil vekst kunne redusere verdien på egenkapitalen. Vekst kan analyseres på både på kort og lang sikt (Damodaran, 2002).

Vekst på lang sikt

Den forventede langsiktige realveksten i den samlede økonomien, dvs. makroøkonomisk vekst, pluss forventet inflasjon danner øvre grense for hva som kan forventes å være bedriftens langsiktige vekst.

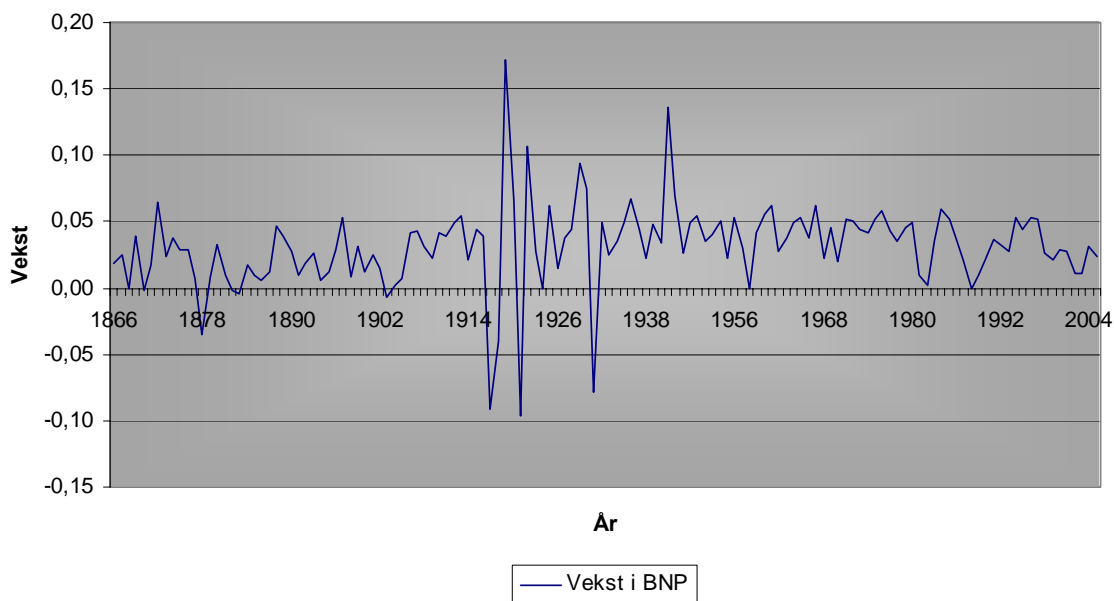
Brutto nasjonalprodukt Norge 1865 - 2005



Figur 5.12 Nominelt brutto nasjonalprodukt for Norge mellom 1865 og 2005 (kilde: www.ssb.no)

Tall fra statistisk sentralbyrås historiske statistikker viser at Norge har hatt en høy vekst i etterkrigstiden i BNP. Ved å studere den prosentvise veksten i BNP (basert på nominelle tall) har veksten de siste 50 årene variert mellom 0 og ca. 5%. Den gjennomsnittlige geometriske veksten for hele perioden er omtrent 2,9%.

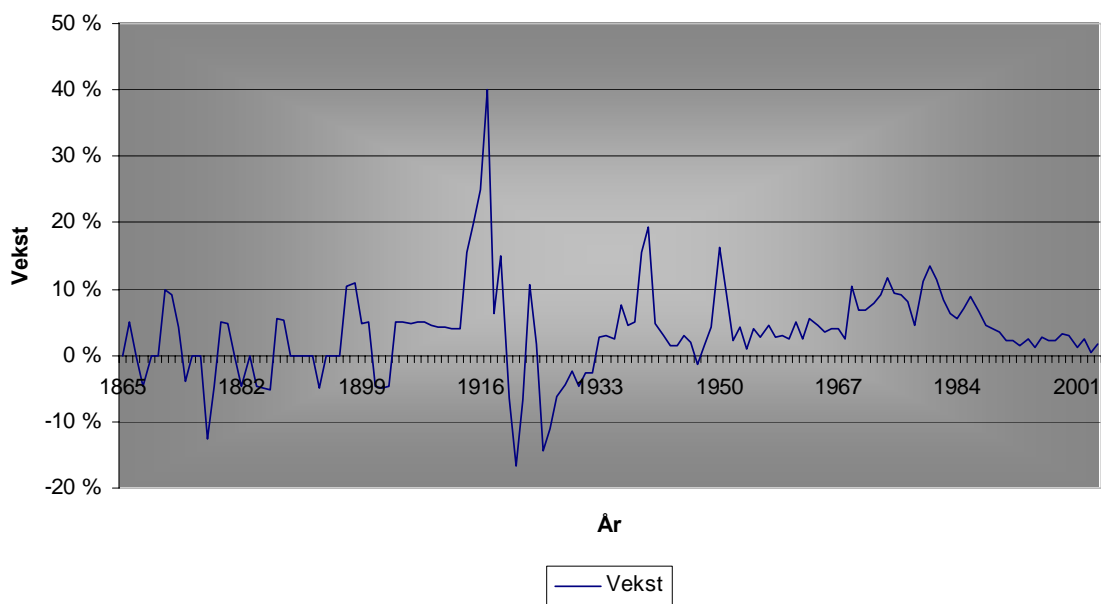
Vekst i BNP



Figur 5.13 Vekst i BNP basert på nominelle tall for BNP (kilde: www.ssb.no)

Figur 5.14 illustrerer prisstigningen i Norge.

Prosentvis inflasjon 1865 - 2005



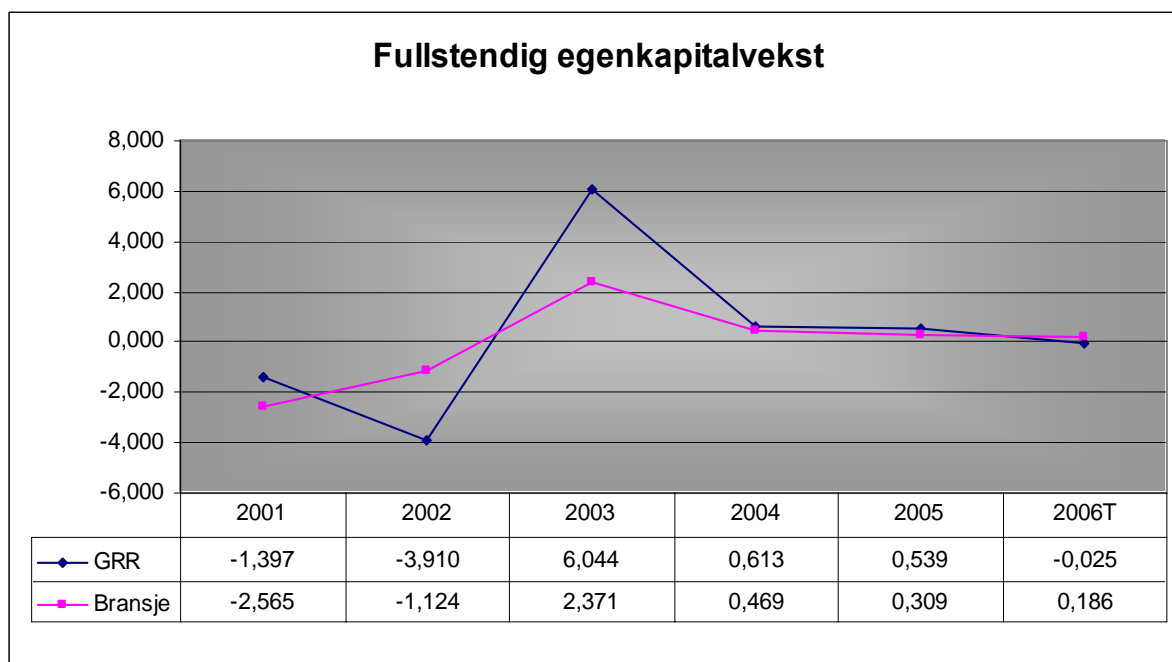
Figur 5.14 Prisstigning i Norge (kilde: www.ssb.no)

Det geometriske gjennomsnittet for prisstigningen i Norge er på ca 3,0%. Norges Bank har som målsetting gjennom pengepolitikken å opprettholde en inflasjon på 2,5%. Det har derfor blitt valgt å legge inflasjonsmålet til grunn for langsiktig vekst som da blir: $2,9\% + 2,5\% = 5,4\%$ pr. år.

Vekst på kort sikt

Bedrifter som vokser raskt vil før eller senere få en redusert vekstrate som vil gå mot den langsiktige veksten som i denne oppgaven er forutsatt å være 5,4%, såkalt "mean-reverting" (Basanko, 2004). På kort sikt må veksten sees i sammenheng med den generelle veksten i bransjen og med de ressursene bedriften har til å skape vekst, noe som ble nærmere beskrevet i den strategisk analysen i kapittel 4. Dersom bransjen ikke vokser, kan vekst bare skje på bekostning av andre bedrifter i bransjen. Dette vil føre til hardere konkurranse i markedet, som til slutt vil få den konsekvens at lønnsomheten reduseres.

Den fullstendige egenkapitalveksten omfatter all vekst i egenkapitalen.



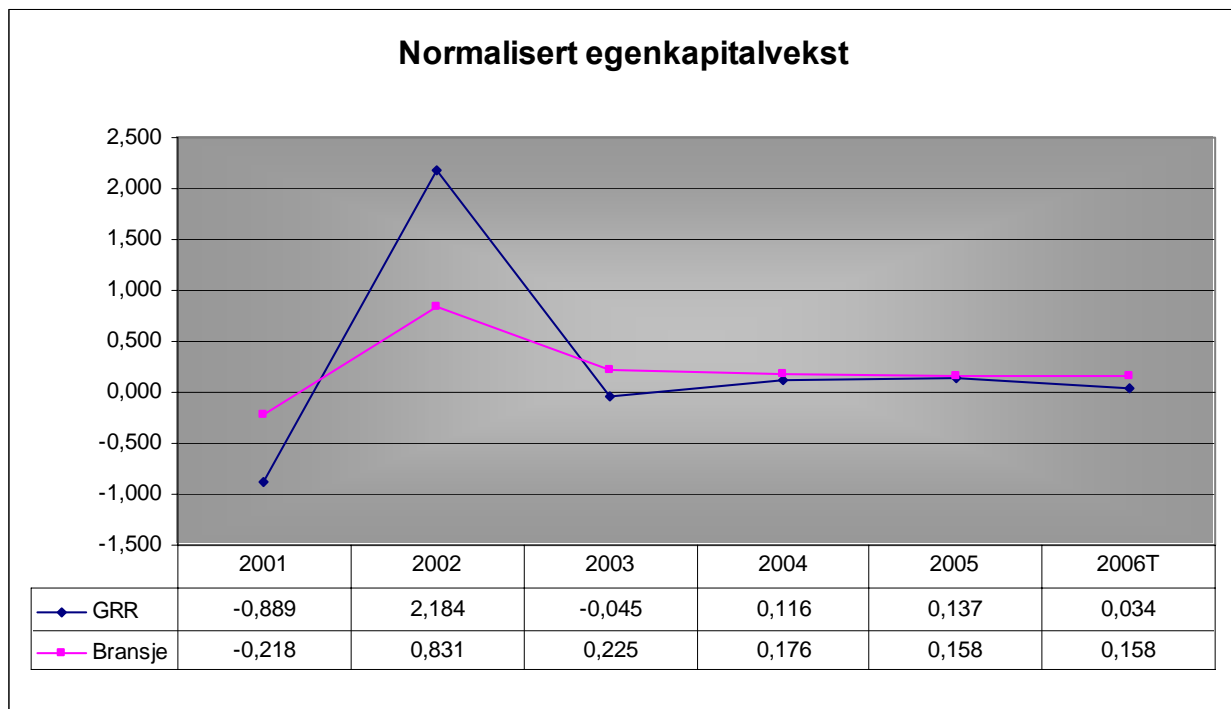
Figur 5.15 Fullstendig egenkapitalvekst

Green Reefers har i snitt en høyere egenkapitalvekst enn bransjen, noe som er positivt. Men noe av grunnen til dette er at Green Reefers har foretatt flere emisjoner av betydelig størrelse enn de andre selskapene i bransjen.

Den normaliserte egenkapitalveksten til Green Reefers innebærer bruk av foreslått ordinært utbytte og normalisert nettoresultat til egenkapitalen. Green Reefers har som utbyttepolitikk å dele ut 25-30%, men utbytte i 2005 var det første som ble delt ut på mange år.

	2001	2002	2003	2004	2005	2006T	00-06
Egenkapitalrentabilitet	-0,889	2,184	-0,045	0,116	0,196	0,048	0,251
* Tilbakeholdsgrad (1-eku)	1	1	1	1	0,7	0,7	0,850
= Egenkapitalvekst	-0,889	2,184	-0,045	0,116	0,137	0,034	0,233

Tabell 5.31 Normalisert egenkapitalvekst

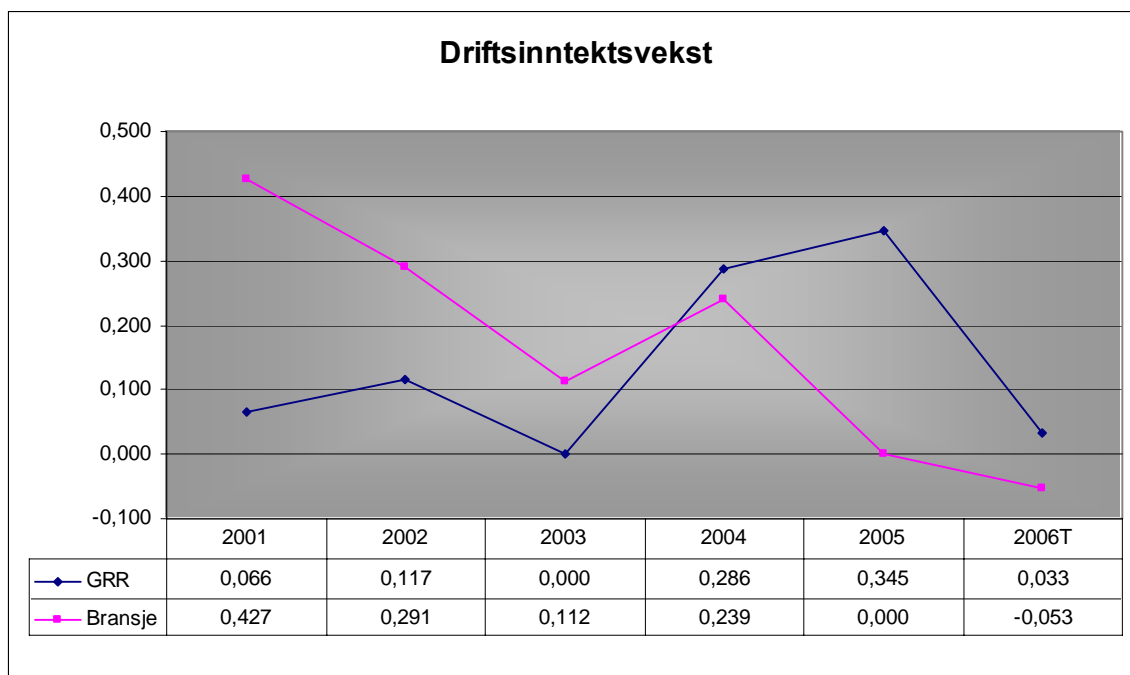


Figur 5.16 Normalisert egenkapitalvekst

Green Reefers har over de siste periodene hatt en jevn, positiv normalisert egenkapitalvekst som er relativt likt med bransjens tidsvektede gjennomsnitt.

Driftsinntektsvekst

Driftsinntektsveksten er en av de viktigste budsjettdriverne, og dermed et viktig element ved verdsettelse. Driftsinntektsveksten er definert som $\Delta DI_t/DI_{t-1}$, og er illustrert grafisk for Green Reefers opp mot bransjen vekst i figur 5.17.



Figur 5.17 Driftsinntektsvekst

Driftsinntektsveksten har vært svært variabel for både Green Reefers og bransjen. Det er vanskelig å se en klar trend for Green Reefers, men bransjen har en noe negativ utvikling. Den tidsvektede gjennomsnittsveksten for Green Reefers er 16,7%, mot bransjens 10,2%. Det er positivt for Green Reefers at veksten i selskapet er større enn bransjens så lenge denne veksten genererer mer inntekt enn kostnader for selskapet. Ettersom den foregående analysen viser at egenkapitalrentabiliteten er tilnærmet lik kravet, vil ikke denne veksten medføre en umiddelbar økning i driftsresultatet til selskapet. Med et krav høyere enn rentabiliteten i 2006T, tyder dette på at selskapet har problemer med å få en

økonomisk gevinst ut av veksten. Hvis dette vedvarer i fremtiden vil økt vekst ødelegge verdi i selskapet, slik at Green Reefers vil bli mindre verdt.

Den tidsvektede veksten i nettoresultatet (i absolutte forhold ettersom Green Reefers har år med negativt resultat) er 127% for Green Reefers mot bransjens 130%. Selv om Green Reefers er litt under bransjens snitt, er denne differansen liten og veksten må karakteriseres som god. Årsaken til den gode veksten er at Green Reefers har klart å holde veksten i driftsinntektene større enn veksten i driftskostnadene.

5.6 Innsikt fra regnskapsanalysen

Resultatene av likviditetsanalysen samt analysen av rentedekningsgrad og forfallsstruktur på gjelden, indikerer at Green Reefers har en lav kortsiktig risiko. Kontantstrømsanalysen avslører derimot at det er en viss risiko ettersom kontantstrømmen har vært negativ de to siste årene. Men den kortsiktige risikoen anses allikevel som relativt lav, men høyere enn for bransjen. Selskapet har en egenkapitalprosent som er lavere enn bransjens gjennomsnitt, og den statiske finansieringsanalysen viser at selskapet er relativt avhengig av finansiell gjeld i finansieringen av selskapet. Dette er ikke uvanlig for bransjen, og det er positivt at Green Reefers har lite finansiering gjennom kortsiktig gjeld. Den langsiktige risikoen anses derfor til å være lav til moderat. Den syntetiske ratingen viser også at Green Reefers har en relativt god sikkerhet, men noe dårligere enn bransjen.

Green Reefers klarer ikke å generere superprofitt i forhold til bransjen eller i forhold til kravet i løpet av analyseperioden. Men utviklingen er tildels positiv, og selskapene i bransjen har selv uttrykt gode fremtidsutsikter. Men hvis rentabiliteten i fremtiden fortsatt vil ligge under kravet fra aksjonærene vil dette være negativt for selskapet. Vekst vil da være ødeleggende for verdien til selskapet (Copeland, 2000). Green Reefers har en dårligere kostnadseffektivitet enn gjennomsnittet i bransjen, noe som er negativt med tanke på at den strategiske analysen avdekket at det var liten mulighet for en differensieringsstrategi, og at kostnadsstrukturen derfor er svært viktig. At rentabiliteten



er under kravet i noen perioder er negativt, og vil kunne føre til en reduksjon i selskapsverdien til Green Reefers.

Egenkapitalveksten til Green Reefers har vært positiv de senere årene av analyseperioden, men selskapet klarer ikke å oppnå en normalisert vekst høyere enn bransjen. Selskapet har god vekst i driftsinntektene, en vekst som er større enn bransjens, og selv om resultatveksten er noe under bransjens er også denne veksten god.

Generelt er fremtidsutsiktene til Green Reefers usikre. Det vil ikke forventes at selskapet skal gjøre det bedre enn bransjen, men vil kunne ha en positiv utvikling i de fleste forholdstall. Det vil være avgjørende for den videre kursutviklingen til selskapet at de klarer å øke rentabiliteten slik at den ligger over kravet fra aksjonærene. Hvis ikke vil verdien av Green Reefers bli redusert i fremtiden.

6.0 Fremtidsregnskap

Utarbeidelsen av fremtidsregnskapet tar utgangspunkt i den strategiske regnskapsanalysen, som innarbeider hovedtrekkene fra både den strategiske analysen og regnskapsanalysen inn i fremtidsregnskapet. Verdien av Green Reefers er avhengig av utviklingen i de underliggende verdidriverne. I følge Damodaran (2002) er dette; driftsinntektsvekst, omløpet til netto driftseiendeler, netto driftsmargin, finansiell gjelds- og eiendelsdel, finansiell gjeldsrente og eiendelsrentabilitet, minoritetsdel og netto minoritetsrentabilitet. Verdsettelsen vil bygge på et fremtidsregnskap hvor disse driverne er estimert (Penman, 2004). Fremtidsregnskapet vil bestå av to perioder: en budsjettperiode og en fremskrivningsperiode hvor det forventes at veksten i verdidriverne er konstant. Budsjettperioden vil virke som en brobygger mellom dagens omgrupperte og justerte finansregnskap, og det tidspunkt hvor det er rimelig å anta at selskapet befinner seg i en situasjon med konstant vekst, også kalt ”steady state”.

6.1 Valg av budsjettthorisont

Budsjettthorisonten er det året T der man går fra budsjettering til enkel fremskriving av verdidriverne rentabilitet, vekst og avkastningskrav. Lengden av budsjettperioden er avhengig av tiden frem til konstant vekst i verdidriverne er en rimelig antagelse, samt kvaliteten til regnskapene som budsjetteringen bygger på. Hvis regnskapsføringen er gjort mer til virkelige verdier, vil man kunne redusere budsjettperioden. Følgende prinsipper med anbefalt lengde på budsjettperioden frem til ”steady state” på tidspunkt T foreslås i BUS 425:

- Verdibasert regnskap $T = 0$ år
- Korrekt historisk kostregnskap $T = 5 - 8$ år
- God regnskapsskikk $T = 6 - 10$ år
- Kontantprinsippet $T = 10 - 15$ år

Vekstanalysen viste at både egenkapitalveksten og driftsinntektsveksten varierte rimelig mye over analyseperioden. Konklusjonen blir derfor at Green Reefers ikke kan være i ”steady-state”. Bransjen er som nevnt i den strategiske analysen relativt moden, og det er ikke forventet noe særlig fremvekst av nye, betydelige markeder. Dette sammen med at Green Reefers har fulgt god regnskapsskikk i Norge ved utarbeidelsen av finansregnskapet, og at dette er blitt noe justert i retning mot virkelig verdi i 5.4.1 *Aktuelle justeringer*, vil en budsjettperiode på 7 år, det vil si $T = 2014$, være fornuftig.

6.2 Budsjettering til budsjetthorisonten

Utviklingsbanen frem til budsjetthorisonten kan i hovedsak være; bedre enn forventet, forventet eller dårligere enn forventet. Det vil ikke bli utarbeidet budsjett for alle tre scenarioer, utredningen vil i stedet konsentrere seg om den ”forventede” utviklingen som er den mest sannsynlige utviklingen basert på et subjektivt skjønn. Den følgende budsjetteringen skjer i 7 steg og ved hjelp av 9 budsjett drivere, og bygger på metode brukt i BUS 425: Regnskapsanalyse og verdsettelse:

1. Budsjettere driftsinntekter ved hjelp av veksten i driftsinntektene:

$$DI_t = (1 + div_t) * DI_{t-1}$$
2. Budsjettere netto driftseiendeler ved hjelp av omløpet til netto driftseiendeler:

$$NDE_t = DI_t / onde_t$$
3. Budsjettere netto driftsresultat ved hjelp av netto driftsmargin:

$$NDR_t = ndm_t * DI_t$$
4. Budsjettere netto finansiell gjeld ved hjelp av finansiell gjeldsdel og finansiell eiendelsdel:

$$FG_t = fgd_t * NDE_t \text{ og } FE_t = fed_t * NDE_t, \text{ hvor } NFG_t = FG_t - FE_t$$
5. Budsjettere netto finanskostnad ved hjelp av finansiell gjeldsrente og finansiell eiendelsrentabilitet:

$$NFK_t = fgr_t * FG_{t-1} \text{ og } NFI_t = fer_t * FE_{t-1}$$
6. Budsjettere minoritetsinteresser ved hjelp av minoritetsdel:

$$MI_t = mid_t * NDE_t$$

7. Budsjettere netto minoritetsresultat ved hjelp av netto minoritetsrentabilitet:

$$\text{NMR}_t = \text{nmr}_t * \text{MI}_t$$

Basert på den strategiske analysen er det lite som tyder på at Green Reefers vil gjøre det stort bedre enn markedet i tiden som kommer. Det tidsvektede gjennomsnittet over analyseperioden 2000 til 2006T vil derfor gi en god indikasjon på hvordan situasjonen vil være de nærmeste årene. Utviklingen mellom dagens situasjon og frem til budsjettpunkt T, 2014, antas å følge en lineær konvergeringsbane til den langsiktige økonomiske veksten på 5,4% eller det tidsvektede bransjegjennomsnittet.

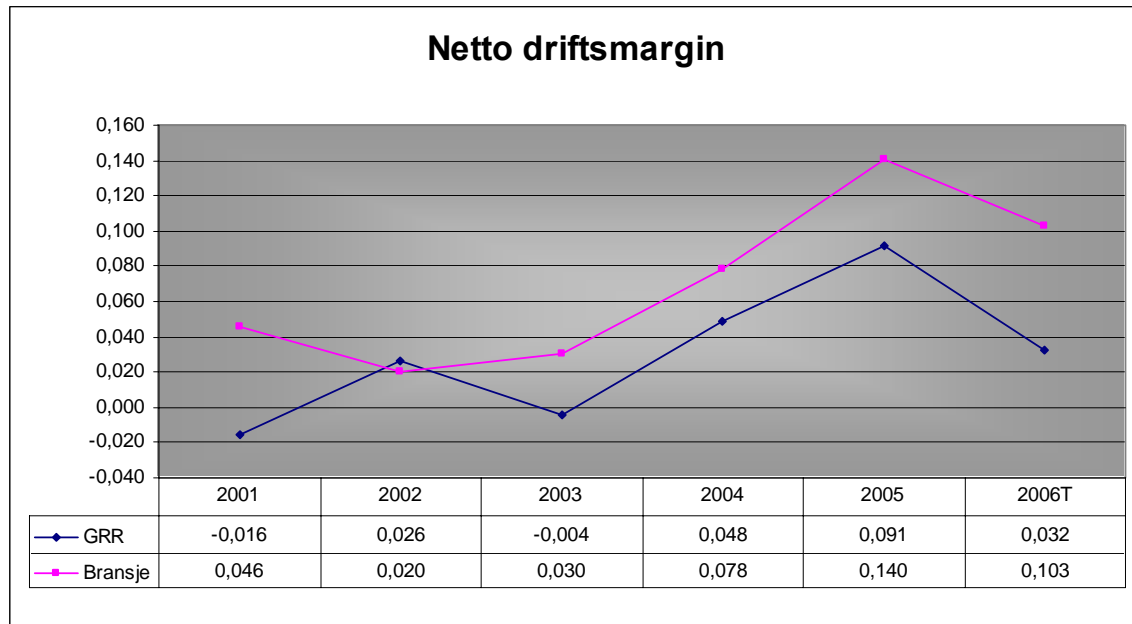
Steg 1: Driftsinntekter

Green Reefers har hatt en driftsinntektsvekst som har vært høyere enn bransjegjennomsnittet de senere årene. Dette er tidligere vist i figur 5.17. Men det er ikke ventet noen drastisk økning i etterspørselen etter fraktstjenester av kjølevarer, samtidig som konkurransen med ombygde containerskip vil bli hardere i fremtiden. Men Green Reefers har indikert en vilje til å satse ved å inngå kontrakter for 20 nye skip i 3. kvartal i 2006. Det kan derfor forsvares at driftsinntektsveksten vil øke noe fra veksten på 3,3% i trailingåret, og konvergere med den langsiktige veksten på 5,4% på budsjettthorisonen T.

Steg 2: Netto driftseiendeler

Green Reefers har et tidsvektet gjennomsnitt på omløpet til netto driftseiendeler (onde) på 1,37, mens bransjens snitt er noe høyere. De siste årene har det vært en negativ trend for både bransjen og Green Reefers, og sistnevnte hadde en onde i 2006T på 1,13. Figur 5.9 gir en grafisk fremstilling av utviklingen til veksten av omløpet til netto driftseiendeler for Green Reefers og bransjen. Med den økte konkurransen fra containerskip, vil det være naturlig at onde fortsetter å synke noe de neste årene, men at den ikke vil avvike særlig fra det nåværende nivået. Det antas derfor at onde vil avta lineært mot 1,1. Det er her ikke lagt vekt på bransjens snitt fordi denne er sterkt påvirket av at Lauritzen har en spesielt høy onde, og at snittet derfor blir relativt høyt.

Steg 3: Netto driftsresultat



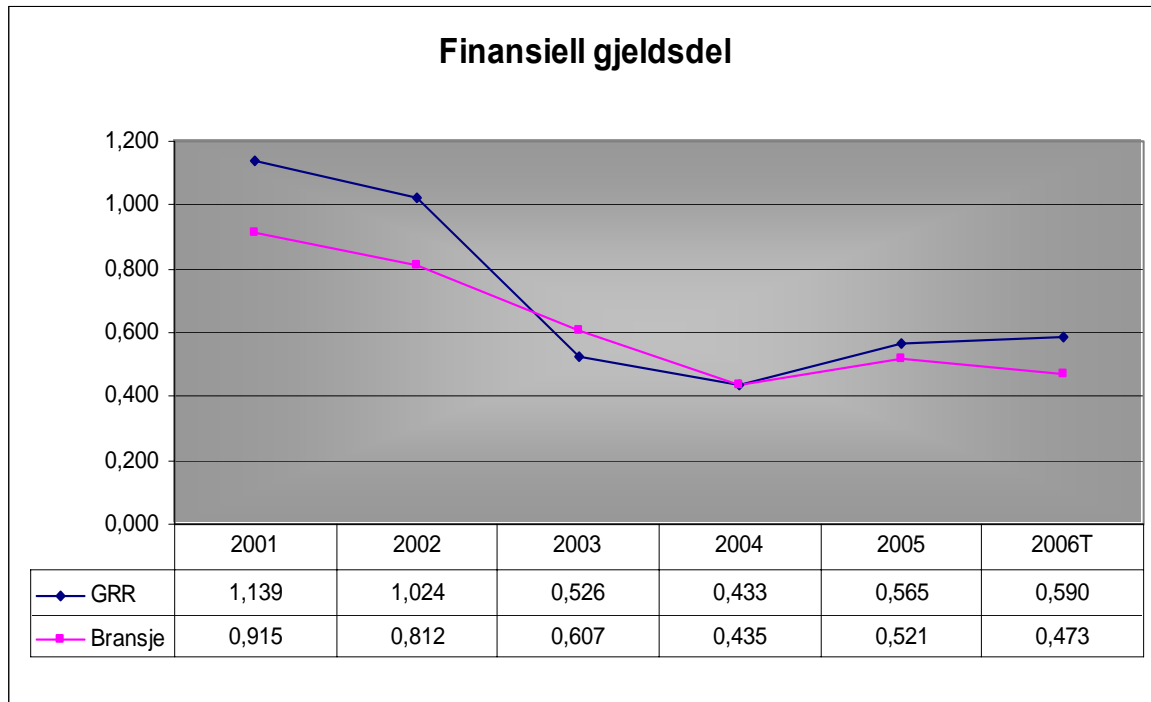
Figur 6.1 Netto driftsmargin

Det tidsvektede gjennomsnittet til Green Reefers på netto driftsmargin er 4,2%. Green Reefers har de siste årene foretatt en del investeringer i nye skip og terminaler, senest i november 2006. Det vil være naturlig at disse investeringene vil hjelpe selskapet med å nærme seg bransjegjennomsnittet for netto driftsmargin over tid. Det antas derfor at netto driftsmargin vil konvergerer fra dagens nivå på 3,2% til det tidsvektede bransjegjennomsnittet på netto driftsmargin, som er 8,5%.

Steg 4: Netto finansiell gjeld

Netto finansiell gjeldsdel defineres som finansiell gjeldsdel fratrukket finansiell eiendelsdel. Utviklingen i finansiell gjeldsdel og finansiell eiendelsdel må vurderes separat, før disse to deldriverne budsjettets samlet. Generelt er kapitalstrukturen relativt stabil over tid, og det forventes at selskapene i bransjen konvergerer mot et felles gjennomsnitt på budsjettthorisonen T.

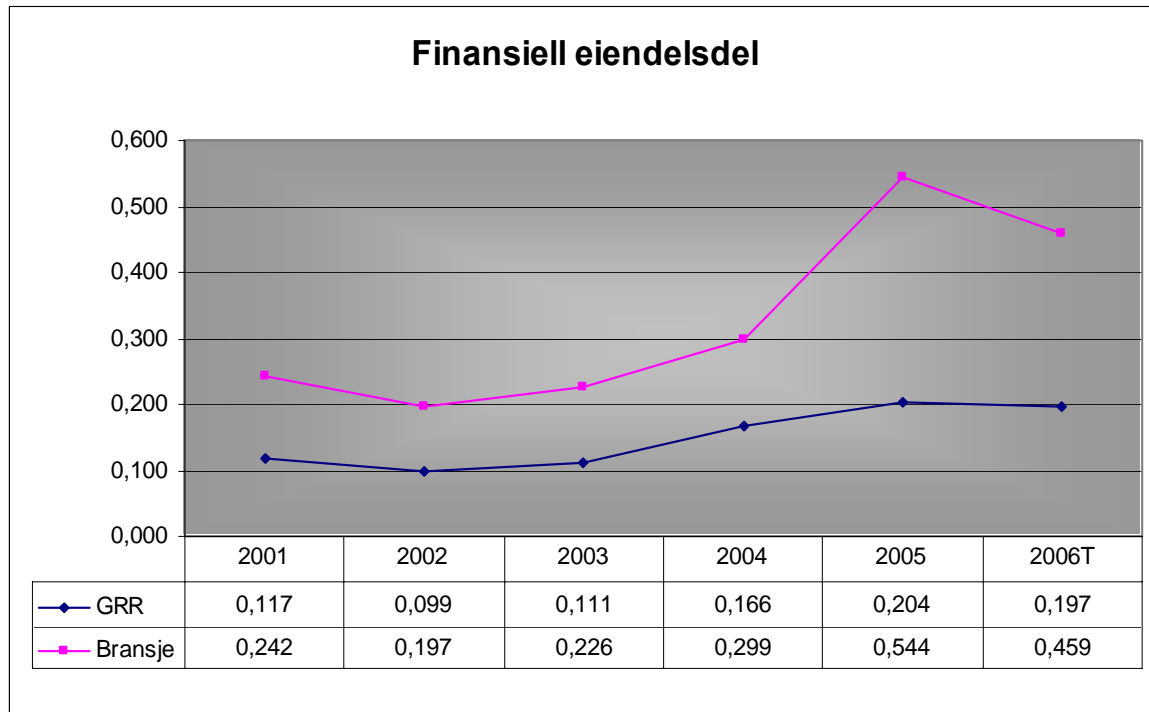
Finansiell gjeldsdel



Figur 6.2 Finansiell gjeldsdel

Green Reefers har i likhet med bransjen ikke hatt en stabil finansiell gjeldsdel i løpet av analyseperioden, og har et tidsvektet gjennomsnitt på 61,4%. Den store variasjonen over perioden kan skyldes at bransjen har hatt varierende økonomiske resultater som har ført til en del restruktureringer. På lang sikt forventes det at gjeldsdelen til Green Reefers vil gå mot det tidsvektede gjennomsnittet for bransjen på 55%. Denne konvergeringen vil gå lineært.

Finansiell eiendelsdel



Figur 6.3 Finansiell eiendelsdel

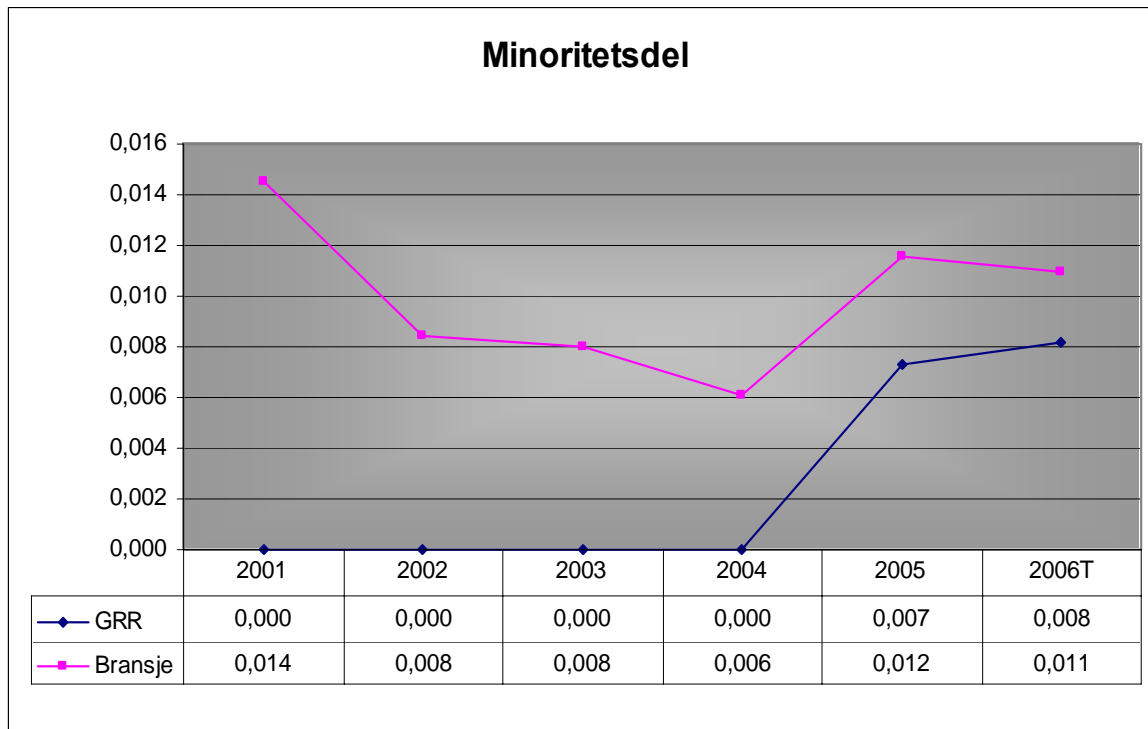
Green Reefers har hatt en relativt stabil finansiell eiendelsdel over analyseperioden, med et tidsvektet gjennomsnitt på 16,6%. Av figur 6.3 fremgår det at selskapet har hatt en liten stigning i eiendelsdelen i løpet av perioden. Det kan antas at denne trenden vil fortsette. Men den vil neppe stige opp mot det tidsvektede gjennomsnittet for bransjen på 37%. Dette tallet er forholdsvis høyt, og skyldes i stor grad en veldig stor finansiell eiendelsdel i selskapet Lauritzen i 2005 og 2006T. Det er derfor sannsynlig at bransjesnittet vil synke noe i fremtiden, og det er derfor valgt at Green Reefers finansielle eiendelsdel skal stige lineært fra dagens nivå opp til 30% i 2014 (T).

Steg 5 Netto finanskostnad og netto finansinntekt

Dersom kapitalmarkedet er velfungerende og netto finansiell gjeld er balanseført til tilnærmet virkelig verdi, vil netto finansiell rente være lik netto finansielt gjeldskrav (Penman, 2004). Dette vil være en naturlig forutsetning å ta. Den finansielle gjeldsrenten vil da være lik det finansielle gjeldskravet, og den finansielle eiendelsrentabiliteten vil

være lik det finansielle eiendelskravet i budsjettperioden. Disse to fremtidskravene vil bli regnet ut i del 6.4. Netto finanskostnad og netto finansinntekt beregnes da ved å multiplisere finansiell gjeld og finansielle eiendeler med henholdsvis finansiell gjeldsrente og finansiell eiendelsrentabilitet.

Steg 6 Netto minoritetsinteresser



Figur 6.4 Minoritetsdel

Minoritetsinteressene budsjetteres under forutsetning om at kapitalstrukturen er relativt stabil tid. Green Reefers fikk minoritetsinteresser i selskapet først i 2005, og hadde en liten økning opp til ca. 0,8% i 2006T. Det tidsvektede bransjegenomsnittet er på 1%, og det vil være naturlig at Green Reefers minoritetsdel konvergerer mot dette snittet på budsjettthorisonen T.

Steg 7 Minoritetsrentabilitet

Green Reefers	2001	2002	2003	2004	2005	2006T
Netto minoritetsrentabilitet	0,000	0,000	0,000	0,000	-0,168	-0,113

Tabell 6.1 Minoritetsrentabilitet

Minoritetsrentabiliteten budsjetteres med utgangspunkt i den strategiske regnskapsanalysen. Rentabilitetsanalysen viser en minoritetsrentabilitet som er negativ for de to årene som Green Reefers har hatt minoritetsinteresser. Dette skiller seg ut fra bransjen som har hatt en positiv minoritetsrentabilitet, og det er derfor lite hensiktsmessig å budsjettere ut fra bransjegjennomsnittet. Det synes heller ikke å være spesielt realistisk å budsjettere rentabiliteten lik kravet til minoriteten på lang sikt. Men dette er imidlertid det beste anslaget, og minoritetsinteressene er en relativt ubetydelig størrelse som vil ha liten innvirkning på verdsettingsestimatet. Så prediksjonsfeilene er ventet å være liten. Det tidsvektede kravet til minoriteten er på 5,4%, og det antas å følge en lineær konvergeringsbane.

Oppsummering av budsjettdriverne

Ar	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
div_t	0,033	0,036	0,039	0,041	0,044	0,046	0,049	0,051	0,054	0,054
$onde_{t+1}$	1,128	1,125	1,121	1,118	1,114	1,111	1,107	1,104	1,100	1,100
ndm_t	0,032	0,039	0,045	0,052	0,058	0,065	0,071	0,078	0,085	0,085
fgd_t	0,590	0,585	0,580	0,575	0,570	0,565	0,560	0,555	0,550	0,550
fed_t	0,197	0,210	0,222	0,235	0,248	0,261	0,274	0,287	0,300	0,300
fgr_t	0,019	0,021	0,024	0,027	0,029	0,032	0,035	0,037	0,040	0,040
fer_t	0,014	0,016	0,019	0,022	0,024	0,027	0,030	0,032	0,035	0,035
mid_t	0,008	0,008	0,009	0,009	0,009	0,009	0,010	0,010	0,010	0,010
mir_t	(0,113)	(0,092)	(0,071)	(0,050)	(0,029)	(0,008)	0,012	0,033	0,054	0,054

Tabell 6.1 Oppsummering av budsjettdriverne

Etter budsjetthorisonten antas det at bedriften er i ”steady state”. Verdidriverne og krav kan dermed fremskrives i tråd med en vekst som antas å vedvare i det lange løp. For Green Reefers er det antatt at denne veksten vil være konsistent med veksten i

verdensøkonomien, dvs. 5,4%, jf. kapitel 5.5.4.3 *Analyse av vekst*, eller det tidsvektede bransjegjennomsnittet.

6.3 Fremtidsregnskap

Fremtidsresultat:

	(alle tall i tusen)	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
	Driftsinntekter	985 382	1 023 347	1 065 413	1 111 957	1 163 400	1 220 224	1 282 970	1 352 250	1 425 271
=	Netto driftsresultat	38 033	46 136	54 943	64 555	75 088	86 670	99 448	113 589	119 723
+	Netto finansinntekt	2 790	3 609	4 567	5 687	6 991	8 508	10 269	12 312	13 605
=	Nettoresultat til SSK	40 824	49 745	59 510	70 242	82 079	95 178	109 717	125 901	133 328
-	Netto finanskostnad	10 957	12 742	14 668	16 755	19 025	21 504	24 218	27 200	28 505
-	Netto minoritetsresultat	-656	-543	-412	-258	-80	127	367	647	700
=	Nettoresultat til EK	30 523	37 546	45 254	53 746	63 134	73 547	85 131	98 054	104 123
-	NBU/Fri kontantstrøm til EK	-7 390	-4 121	-615	3 166	7 268	11 743	16 645	24 387	52 346
=	Endring i egenkapital	37 912	41 667	45 870	50 580	55 866	61 805	68 486	73 667	51 776

Tabell 6.4 Fremtidsresultat

Fremtidsbalanse (SSK):

	(alle tall i tusen)	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
	Netto driftseiendeler	909 765	950 161	994 819	1 044 159	1 098 659	1 158 857	1 225 364	1 295 701	1 365 669
+	Finansielle eiendeler	190 624	211 368	234 160	259 268	287 000	317 703	351 772	388 710	409 701
=	Sysselsatte eiendeler	1 100 389	1 161 529	1 228 978	1 303 427	1 385 659	1 476 560	1 577 136	1 684 412	1 775 370
	Egenkapital	560 880	602 546	648 416	698 996	754 862	816 667	885 152	958 819	1 010 595
+	Minoritetsinteresser	7 660	8 215	8 826	9 499	10 243	11 065	11 977	12 957	13 657
+	Finansiell gjeld	531 849	550 768	571 737	594 932	620 554	648 828	680 007	712 636	751 118
=	Sysselsatt kapital	1 100 389	1 161 529	1 228 978	1 303 427	1 385 659	1 476 560	1 577 136	1 684 412	1 775 370

Tabell 6.6 Fremtidsbalanse (SSK)

Fremtidsbalanse (NDK):

	(alle tall i tusen)	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
=	Netto driftseiendeler	909 765	950 161	994 819	1 044 159	1 098 659	1 158 857	1 225 364	1 295 701	1 365 669
	Egenkapital	560 880	602 546	648 416	698 996	754 862	816 667	885 152	958 819	1 010 595
+	Minoritetsinteresser	7 660	8 215	8 826	9 499	10 243	11 065	11 977	12 957	13 657
+	Netto finansiell gjeld	341 225	339 400	337 577	335 664	333 554	331 125	328 235	323 925	341 417
=	Netto driftskapital	909 765	950 161	994 819	1 044 159	1 098 659	1 158 857	1 225 364	1 295 701	1 365 669

Tabell 6.6 Fremtidsbalanse (NDK)

Endring i egenkapitalen:

	(alle tall i tusen)	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
	Inngående egenkapital	522 967	560 880	602 546	648 416	698 996	754 862	816 667	885 152	958 819
+	Nettoresultat til EK	30 523	37 546	45 254	53 746	63 134	73 547	85 131	98 054	104 123
-	Utgående egenkapital	560 880	602 546	648 416	698 996	754 862	816 667	885 152	958 819	1 010 595
=	Fri kontantstrøm til EK	-7 390	-4 121	-615	3 166	7 268	11 743	16 645	24 387	52 346

Tabell 6.7 Endring i egenkapitalen

Fremtidig fri kontantstrøm:

	(alle tall i tusen)	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
	Netto driftsresultat	38 033	46 136	54 943	64 555	75 088	86 670	99 448	113 589	119 723
-	Endring i netto driftseiendeler	36 507	40 396	44 658	49 340	54 500	60 198	66 507	70 337	69 968
=	Fri KS fra drift	1 526	5 740	10 285	15 215	20 588	26 472	32 941	43 252	49 755
-	Netto finanskostnad	10 957	12 742	14 668	16 755	19 025	21 504	24 218	27 200	28 505
+	Endring i finansiell gjeld	17 026	18 919	20 969	23 195	25 622	28 274	31 180	32 629	38 482
-	Netto minoritetsresultat	-656	-543	-412	-258	-80	127	367	647	700
+	Endring i minoritetsinteresser	504	555	611	673	744	823	912	980	700
=	Fri KS til EK fra drift	8 755	13 015	17 609	22 588	28 009	33 938	40 447	49 013	59 732
-	Fri kontantstrøm til EK	-7 390	-4 121	-615	3 166	7 268	11 743	16 645	24 387	52 346
=	Fri KS til fin.inv. fra drift	16 145	17 136	18 224	19 422	20 741	22 195	23 801	24 626	7 385
+	Netto finansinntekt	2 790	3 609	4 567	5 687	6 991	8 508	10 269	12 312	13 605
=	Fri KS til finansiell inv.	18 935	20 744	22 791	25 109	27 732	30 703	34 070	36 938	20 990
+	Finansielle eiendeler 1.1	171 688	190 624	211 368	234 160	259 268	287 000	317 703	351 772	388 710
=	Finansielle eiendeler 31.12	190 624	211 368	234 160	259 268	287 000	317 703	351 772	388 710	409 701

Tabell 6.8 Fremtidig fri kontantstrøm

6.4 Krav til avkastning over budsjetthorisonten

For å kunne verdsette Green Reefers må avkastningskravet funnet i regnskapsanalysen fremskrives over budsjettperioden fra år 2007 til 2014, og etter budsjetthorisonten T.

20015 er inkludert i tabellene for å vise første år av fremskrivingen etter T.

Fremgangsmåten vil være tilsvarende som under regnskapsanalysen, men nå vil kravet være fremoverskuende.

Egenkapitalkravet

Som grunnlag for å fremskrive kravet har den justerte betaen til egenkapitalen som ble beregnet i regnskapsanalysen, dannet utgangspunkt. Den løpende gjennomsnittsrenten på 10-årig statslån minus en risikopremie for lange lån på 0,4% er på 3,6% (for 1994-2004).

Men det er i denne utredningen lagt vekt på uttalelser fra Norges Bank om at renten de neste årene skal opp, og det antas derfor at den risikofrie renten etter skatt vil konvergere mot 6% på horisonten. Det har blitt valgt å holde samme markedsrisikopremie som under regnskapsanalysen, 4,8%, og det antas at den vil holde seg konstant over budsjettperioden. Som tidligere er det lagt til en ilikviditetspremien på 3%. I 2006 ble det innført utbytteskatt på 28% på utbytte til personlige skatteyttere når utdelingen skjer over en viss skjermingsgrense. På grunn av denne skjermingsregelen og utstrakt skattetilpassning i forkant av loven vil den effektive utbytteskatten være mye mindre enn 28%. Det forutsettes en lineær utvikling i den effektive utbytteskatten fra 1% i dag til 5% på horisonten.

For å finne egenkapitalkravet år for år må egenkapitalbetaen beregnes for hvert tilhørende år. Fremtidig egenkapitalbeta og dermed egenkapitalkravet vil avhenge av budsjettet kapitalstruktur. Det forutsettes derfor at Miller og Modiglianis teorem 1 om at verdien av et selskap er uavhengig av kapitalstruktur, holder (Penman, 2004). Beta for netto driftskapital beregnet i 2006T vil dermed kunne fremskrives, og være konstant over hele budsjettperioden. Beta til netto finansiell gjeld forutsettes som tidligere å være null, noe som ble forklart i regnskapsanalysen.

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Egenkapitalbeta	0,416	0,404	0,394	0,383	0,373	0,364	0,355	0,347	0,347
* EK/NDK	0,617	0,634	0,652	0,669	0,687	0,705	0,722	0,740	0,740
+ Minoritetsinteressebeta	0,416	0,404	0,394	0,383	0,373	0,364	0,355	0,347	0,347
* MI/NDK	0,008	0,009	0,009	0,009	0,009	0,010	0,010	0,010	0,010
+ Netto finansiell gjeldsbeta	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
* NFG/NDK	0,375	0,357	0,339	0,321	0,304	0,286	0,268	0,250	0,250
= Netto driftsbeta	0,260	0,260	0,260	0,260	0,260	0,260	0,260	0,260	0,260

Tabell 6.9 Beta til netto driftskapital

Egenkapitalkravet for hvert år i budsjettperioden kan nå beregnes:

		2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
	Risikofri rente	0,021	0,025	0,029	0,034	0,038	0,042	0,046	0,050	0,050
+	Egenkapitalbeta	0,416	0,404	0,394	0,383	0,373	0,364	0,355	0,347	0,347
*	Risikopremie til markedet	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048
+	Illikviditetspremie	0,030	0,030	0,030	0,030	0,030	0,030	0,030	0,030	0,030
=	Egenkapitalkrav før utbytteskatt	0,071	0,075	0,078	0,082	0,085	0,089	0,093	0,097	0,097
/	(1-effektiv utbytteskatt)	0,985	0,980	0,975	0,970	0,965	0,960	0,955	0,950	0,950
=	Egenkapitalkrav	0,072	0,076	0,080	0,084	0,089	0,093	0,097	0,102	0,102

Tabell 6.10 Egenkapitalkrav

Netto finansielt gjeldskrav

Kravet til avkastning på netto finansiell gjeld kan estimeres ved å vekte kravet til finansiell gjeld og kravet til finansielle eiendeler.

Finansielt eiendelskrav fremkommer som: $r_f + \beta_{FE} * m_{rp}$, hvor m_{rp} er markedet risikopremie (BUS425, 2006). Siden det ikke er budsjettert kontanter, investeringer og fordringer er finansiell eiendelsbeta beregnet ved å ta utgangspunkt i β_{FE} for 2006T. Det vil være rimelig å forvente at den vil konvergere lineært mot det tidsvektede gjennomsnittet på 0,072 på budsjett horisonten T. Markedets risikopremie er 4,8%, som forklart under utregningen av egenkapitalkravet.

		2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
	Risikofri rente	0,021	0,025	0,029	0,034	0,038	0,042	0,046	0,050	0,050
+	Finansiell eiendelsbeta	0,032	0,038	0,043	0,049	0,055	0,061	0,067	0,072	0,072
*	Risikopremien	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048
=	Finansielt eiendelskrav	0,023	0,027	0,031	0,036	0,040	0,045	0,049	0,053	0,053

Tabell 6.11 Finansielt eiendelskrav

Finansielt gjeldskrav fremkommer som: $r_f + \beta_{FG} * m_{rp} \div k_{rp}$, hvor k_{rp} er premie for kredittrisiko (BUS425, 2006). Etersom det forutsettes at β_{NFG} er null, kan β_{FG} beregnes residualt på følgende måte:



		2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
	Finansiell gjeldsbeta	0,011	0,014	0,018	0,021	0,025	0,030	0,034	0,039	0,039
*	Finansiell gjeldsvekt	1,559	1,623	1,694	1,772	1,860	1,959	2,072	2,200	2,200
-	Finansiell eiendelsbeta	0,032	0,038	0,043	0,049	0,055	0,061	0,067	0,072	0,072
*	Finansiell eiendelsvekt	0,559	0,623	0,694	0,772	0,860	0,959	1,072	1,200	1,200
=	Netto finansiell gjeldsbeta	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000

Tabell 6.12 Finansielt gjeldskrav

Premie for kredittrisiko kan estimeres ved hjelp av syntetisk rating, men som nå bare er basert på to forholdstall; egenkapitalprosenten og netto driftsrentabilitet. Ettersom det ikke er budsjettert total kapital beregnes egenkapitalprosenten i forhold til sysselsatt kapital. Dette vil gjøre at egenkapitalprosenten vil være noe overvurdert, noe som er tatt høyde for gjennom å avrunde nedover i ratingen. Rentabiliteten er beregnet i forhold til inngående kapital for å få konsistens med avkastningskravene, og ratingen er basert på system tilsvarende Standard & Poors.

		2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
	ndr	0,044	0,052	0,060	0,068	0,076	0,084	0,092	0,099	0,099
	ekp	0,517	0,526	0,535	0,544	0,552	0,561	0,569	0,577	0,577
	ndr rating	B	B	B	BB	BB	BB	BB	BBB	BBB
	ekp rating	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB
	gj.snitt	BB	BB	BB	BB	BB	BB	BB	BBB	BBB
	Kredittrisikofaktor	0,600	0,600	0,600	0,600	0,600	0,600	0,600	0,400	0,400
*	Risikofri rente	0,021	0,025	0,029	0,034	0,038	0,042	0,046	0,050	0,050
=	Kreditrisikopremie	0,013	0,015	0,018	0,020	0,023	0,025	0,028	0,020	0,020

Tabell 6.13 Kreditrisikopremie

Finansielt gjeldskrav blir da:

		2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
	Risikofri rente	0,021	0,025	0,029	0,034	0,038	0,042	0,046	0,050	0,050
+	Finansiell gjeldsbeta	0,011	0,014	0,018	0,021	0,025	0,030	0,034	0,039	0,039
*	Risikopremie	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048
+	Kreditrisikopremie	0,013	0,015	0,018	0,020	0,023	0,025	0,028	0,020	0,020
=	Finansielt gjeldskrav	0,034	0,041	0,048	0,055	0,061	0,068	0,075	0,072	0,072

Tabell 6.13 Finansielt gjeldskrav

Netto finansielt gjeldskrav blir da:

		2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2014
	Finansielt gjeldskrav	0,034	0,041	0,048	0,055	0,061	0,068	0,075	0,072	0,072
*	Finansiell gjeldsvekt	1,559	1,623	1,694	1,772	1,860	1,959	2,072	2,200	2,200
-	Finansiell eiendelskrav	0,023	0,027	0,031	0,036	0,040	0,045	0,049	0,053	0,053
*	Finansiell eiendelsvekt	0,559	0,623	0,694	0,772	0,860	0,959	1,072	1,200	1,200
=	Netto finansielt gjeldskrav	0,041	0,050	0,059	0,069	0,080	0,091	0,103	0,094	0,094

Tabell 6.14 Netto finansielt gjeldskrav

Netto driftskrav

Kravet til avkastningen på netto driftskapital er et veid avkastningskrav hvor man vekter egenkapitalkravet og netto finansielt gjeldskrav. I prinsippet skal vektingen skje ved hjelp av markedsverdier, men i mangel på disse vektes det med balanseførte verdier.

		2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2014
	Egenkapitalkrav	0,072	0,076	0,080	0,084	0,089	0,093	0,097	0,102	0,102
*	Egenkapitalvekt	0,617	0,634	0,652	0,669	0,687	0,705	0,722	0,740	0,740
+	Minoritetsinteressekrav	0,072	0,096	0,100	0,104	0,109	0,113	0,117	0,122	0,122
*	Minoritetsvekt	0,008	0,009	0,009	0,009	0,009	0,010	0,010	0,010	0,010
+	Netto finanskrav	0,041	0,050	0,059	0,069	0,080	0,091	0,103	0,094	0,094
*	Netto finansiell gjeldsvekt	0,375	0,357	0,339	0,321	0,304	0,286	0,268	0,250	0,250
=	Netto driftskrav	0,060	0,067	0,073	0,080	0,086	0,092	0,099	0,100	0,100

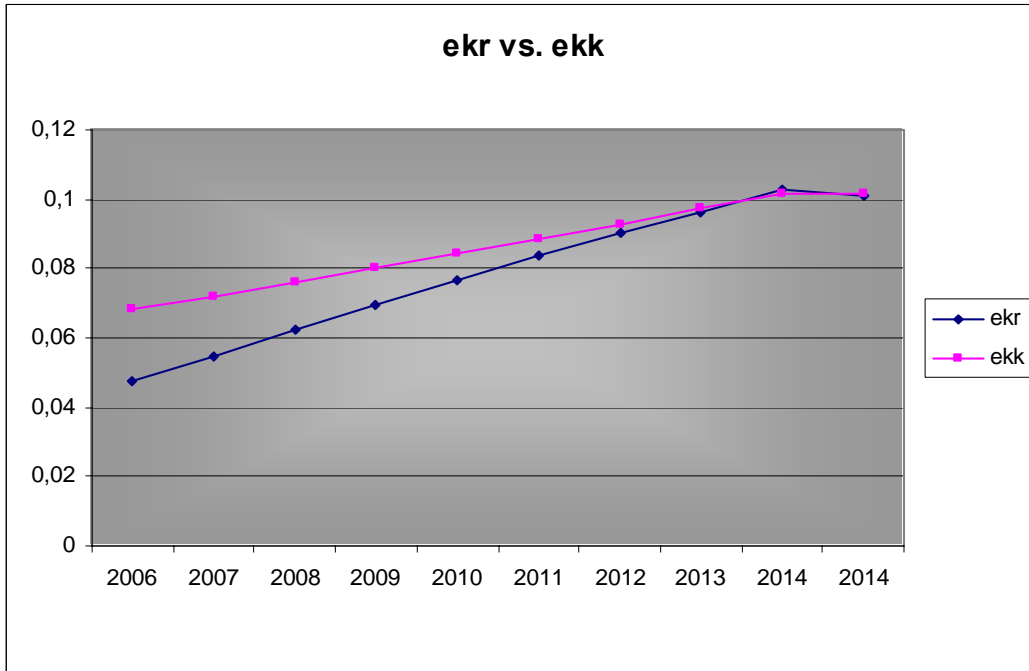
Tabell 6.15 Netto driftskrav

6.4 Fremskrivning av krav og verdidrivere etter budsjett horisonten

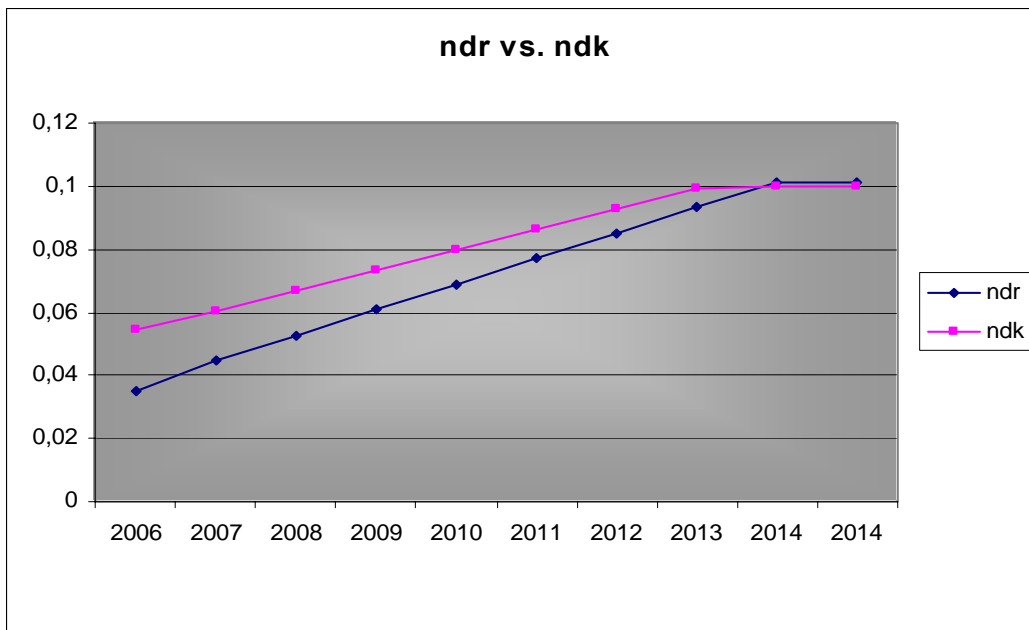
Etter budsjett horisonten, det vil si når det antas at Green Reefers er i ”steady state,” fremskrives verdidriverne egenkapitalrentabilitet, netto driftsrentabilitet og egenkapitalvekst. I tillegg fremskrives avkastningskravet til egenkapitalen, sysselsatte kapitalen og netto driftskapitalen. Verdidriverne kan eventuelt overstyres dersom de ikke representerer en rentabilitet og vekst som er rimelig å anta vil vedvare i det lange løp. For Green Reefers har det ikke blitt foretatt en slik overstyring ettersom egenkapitalveksten går mot 5,4%, og rentabiliteten virker fornuftig i forhold til de tilhørende avkastningskravene.

Figur 6.5 og 6.6 viser at egenkapitalrentabiliteten og netto driftsrentabiliteten konvergerer mot sine respektive krav på horisonten. Den samme utviklingen har også rentabiliteten på

sysselsatt kapital i forhold til sysselsatt kapitalkrav. Dette samsvar med at bedriften antas å være i ”steady state”.



Figur 6.5 Egenkapitalrentabilitet vs. egenkapitalkrav



Figur 6.6 Netto driftsrentabilitet vs. netto driftskrav

7.0 Verdsettelse

7.1 *Fundamentale verdsettelsesmetoder*

Fundamental verdsettelse har to tilnæringsmåter (Penman 2004). En kan verdsette egenkapitalen direkte gjennom egenkapital metoden, eller indirekte gjennom selskapskapitalmetoden. Fokus i sistnevnte metode er som regel sysselsatt kapital eller netto driftskapital.

I fundamental verdsettelse er det flere ulike modeller som er aktuelle for direkte og indirekte verdsetting som alle bygger på det budsjetterte fremtidsregnskapet og tilhørende avkastningskrav (Penman 2004):

1. **Utbyttmodellen** verdsetter egenkapitalen gjennom å diskontere forventede fremtidige kontantstrømmer til eierne ned til nåverdien. Denne metoden kan kun benyttes ved direkte verdsettelse av egenkapitalen.
2. **Fri kontantstrømmodellen** diskonterer fremtidig fri kontantstrøm til nåverdi.
3. **Superprofittmodellen** tar utgangspunkt i omgruppert og justert egenkapital og legger til nåverdien av fremtidig superprofitt til egenkapitalen.
4. **Superprofittvekstmodellen** kapitaliserer nettoresultatet til egenkapitalen ett år frem i tid, og legger til nåverdien av endring i fremtidig superprofitt.

I følge Penman (2004) fungerer utbyttmodellen best når utbytte er direkte knyttet opp mot verdiskapningen i selskapet, gjerne gjennom en fast utbytteprosent. Fri kontantstrømmodellen fungerer best når kontantstrømmene vokser relativt konstant over budsjettperioden. Superprofittmodellene fokuserer på lønnsomheten av investeringer, og tar utgangspunkt i balanseført verdi samt en forventet fremtidig inntekt over kravet. Dette gjør at horisontkravet får mindre vekt i superprofittmodellene, som er mer regnskapsbaserte, enn under utbytte og fri kontantstrøm-modellene, som er

kontantbaserte modeller. I den videre analysen verdsette Green Reefers egenkapital direkte og indirekte gjennom fri kontantstrømmodellen og superprofittmodellen.

7.2 Direkte verdsettelse av egenkapitalen

Egenkapitalmetoden medfører direkte verdsettelse av egenkapitalen. For at horisontverdien skal bli et sluttet uttrykk forutsettes det en konstant vekst i fremskrivingsperioden, fra T+1 til uendelig. I denne oppgaven er egenkapitalveksten etter fremskrivingsperioden lik den historiske økonomiske veksten i verdensøkonomien som er 5,4%.

7.2.1 Fri kontantstrøm-modell

Under forutsetning om konstant vekst fra T+1 til uendelig kan fri kontantstrøm-modellen defineres slik:

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

Det første leddet er summen av nåverdien av fri kontantstrøm fra egenkapitalen over budsjettperioden, og det andre leddet er nåverdien av fri kontantstrøm fra egenkapitalen etter budsjettperioden. Egenkapitalkravet og egenkapitalveksten i horisontleddet er det fremskrevne kravet og veksten etter budsjettperioden.

	2006	2007	2008	→	2012	2013	2014	2015
Fri kontantstrøm til EK		-7 390	-4 121		11 743	16 645	24 387	52 346
/ Diskonteringsfaktor		1,07	1,15		1,61	1,76	1,94	
= NV over budsjettperioden	25 612	-6 893	-3 571		7 303	9 435	12 548	
+ Horisontverdi	564 950							
= Verdien av egenkapital	590 562							
/ Antall aksjer	141 067							
= Verdiestimat	4,19							

Tabell 7.1 Fri kontantstrømmodellen

Fri kontantstrøm til egenkapitalen er lik netto betalt utbytte i fremtidsregnskapet. Fri kontantstrøm-modellen gir et første verdiesimat på egenkapitalen lik 4,19 kroner per utestående aksje.

7.2.2 Superprofitt til egenkapital-modellen

Under forutsetning om konstant vekst på horisonten kan superprofittmodellen presenteres slik;

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

hvor balanseført egenkapital ved tidspunkt 0 blir lagt til nåverdien av superprofitt til egenkapitalen over budsjettperioden og nåverdien av superprofitt på horisonten.

	2006	2007	2008	→	2012	2013	2014	2015
Balanseført egenkapital	522 967							
Nettoresultat til EK		30 523	37 546		73 547	85 131	98 054	104 123
- ekk _t * Ek _{t-1}		37 715	42 700		70 116	79 418	89 997	97 487
= Superprofitt til egenkapitalen		-7 193	-5 154		3 431	5 713	8 057	6 635
/ Diskonteringsfaktor		1,07	1,15		1,61	1,76	1,94	
= NV over budsjettperioden	-4 017	-6 709	-4 467		2 134	3 239	4 145	
+ Horisontverdi	71 612							
= Verdien av egenkapital	590 562							
/ Antall aksjer	141 067							
= Verdiestimat	4,19							

Tabell 7.2 Superprofittmodellen

Superprofitt til egenkapitalen er merrentabilitet utover kravet til avkastning. Modellen finner dagens verdi av egenkapitalen ved å ta utgangspunkt i balanseført verdi, for så å legge til diskontert fremtidig superprofitt til egenkapitalen. Superprofittmodellen gir et første verdiesimat lik 4,19 kroner per utestående aksje.

7.3 Indirekte verdsettelse av egenkapitalen

Selskapskapitalmetoden er en indirekte verdsettelses teknikk hvor man finner verdien av egenkapitalen ved å verdsette en selskapskapital, som i denne utredningen hvor netto driftskapital er brukt, for så å trekke fra verdien av gjeld og minoritetsinteresser. Også sysselsatt kapital kan brukes, og vil gi samme estimat på verdien av egenkapitalen som netto driftskapital metoden. Jamfør kapittel 5.4.1 antas finansielle eiendeler (etter justering), finansiell gjeld og minoritetsinteressene å være oppført til virkelig verdi i balansen. For at horisontverdien skal bli et sluttet uttrykk forutsettes det en konstant vekst i fremskrivingsperioden, fra T+1 til uendelig. I denne oppgaven er egenkapitalveksten etter fremskrivingsperioden lik den historiske økonomiske veksten i verdensøkonomien som er 5,4%.

7.3.1 Netto driftskapitalmetoden

Netto driftskapital verdsettes ved hjelp av de samme metodene som ble brukt under egenkapitalmetoden. Forskjellen nå er at verdien av netto driftskapital blir estimert ved hjelp av netto driftskrav, fri kontantstrøm fra drift, netto driftsresultat, netto driftseiendeler og netto driftsvekst. For å finne verdien av egenkapitalen trekkes virkelig verdi av netto finansiell gjeld og minoritetsinteresser ved tidspunkt 2006 fra verdien av netto driftskapital.

Fri kontantstrøm fra drift – modellen

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

Verdien av egenkapitalen er lik nåverdien av fri kontantstrøm fra drift over budsjettperioden, pluss nåverdien av fri kontantstrøm fra drift over horisonten. Den virkelige verdien av netto finansiell gjeld og minoritetsinteressene i år 2006 trekkes så fra.



	2006	2007	2008	→	2012	2013	2014	2015
Fri kontantstrøm fra drift		1 526	5 740		26 472	32 941	43 252	49 755
/ Diskonteringsfaktor		1,06	1,13		1,56	1,71	1,88	
= NV over budsjettperioden	100 342	1 439	5 074		17 018	19 271	23 003	
+ Horisontverdi	575 812							
= Verdien av NDK	676 154							
- Netto finansiell gjeld	343 135							
- Minoritetsinteresser	7 156							
= Verdien av egenkapital	325 863							
/ Antall aksjer	141 067							
= Verdiestimat	2,31							

Tabell 7.3 Fri kontantstrøm fra drift-modellen

Fri kontantstrøm fra drift – modellen gir et første verdiestimat på egenkapitalen lik 2,31 kroner per utestående aksje.

Superprofitt fra drift – modellen

$$VEK_0 = EK_0 + \frac{SPD_t}{(1 + ndk_1) * \dots * (1 + ndk_t)} + \frac{SPD_{T+1}}{(1 + ndk_1) * \dots * (1 + ndk_T) * (ndk - ndv)} - (NFG_0 + MI_0)$$

Verdien av egenkapitalen er lik balanseført verdi av egenkapitalen i år 2006 pluss nåverdien av superprofitt fra drift over budsjettperioden, pluss nåverdien av fri kontantstrøm fra drift over horisonten. I tillegg trekkes virkelige verdier av netto finansiell gjeld og minoritetsinteresser i år 2006 fra.

	2006	2007	2008	→	2012	2013	2014	2015
Balanseført netto driftskapital	873 258							
Netto driftsresultat		38 033	46 136		86 670	99 448	113 589	119 723
- ndk _t * NDK _{t-1}		52 746	60 873		101 616	114 676	122 482	129 513
= Superprofitt fra drift		-14 713	-14 737		-14 946	-15 228	-8 893	-9 790
/ Diskonteringsfaktor		1,06	1,13		1,56	1,71	1,88	
= NV over budsjettperioden	-83 806	-13 875	-13 026		-9 609	-8 908	-4 730	
+ Horisontverdi	-113 298							

=	Verdien av netto driftskapital	676 154
-	Netto finansiell gjeld	343 135
-	Minoritetsinteresser	7 156
=	Verdien av egenkapital	325 863
/	Antall aksjer	141 067
=	Verdiestimat	2,31

Tabell 7.4 Superprofitt fra drift-modellen

Superprofitt fra drift – modellen gir et første verdiestimat på egenkapitalen lik 2,31 kroner per utestående aksje.

7.4 Konvergens til et verdiestimat

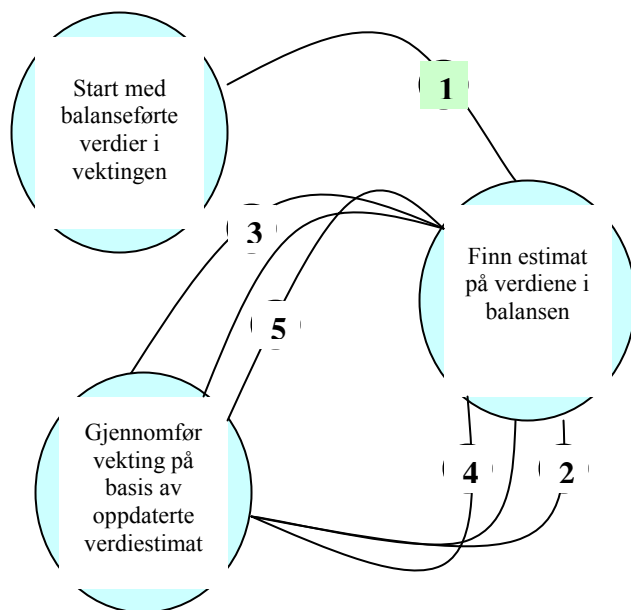
Metode	Verdiestimat
Egenkapitalmetoden	4,19
Selskapskapitalmetoden	2,31
Gjennomsnitt	3,25

Tabell 7.5 Gjennomsnitt

Egenkapitalmetoden og selskapskapitalmetodene er ekvivalente verdsettelsesmodeller som ved konsistente forutsetninger og avkastningsvekt til markedsverdier vil gi samme verdiestimat (Penman, 2004). Dette betyr at verdiestimatene for Green Reefers i 7.2 og 7.3 skulle vært identiske. Når dette ikke er tilfelle skyldes det at verdiestimatene er basert på budsjetterte vekter, noe som vil gi avvik mellom modellene.

Verdiestimatet er bare uavhengig av regnskapsføring i fremtidsregnskapet hvis avkastningskravet er basert på vekter til virkelig verdi. Derfor vil et verdiestimat basert på budsjetterte vekter være bedre, jo bedre regnskapsføringen har vært. Oppdatering av vekter og krav er særlig viktig når målefeilene i fremtidsregnskapet er store.

En praktisk tilnærming til å få et konsistent verdiestimat er sekvensiell verdsetting. Denne prosessen er illustrert i figur 7.1

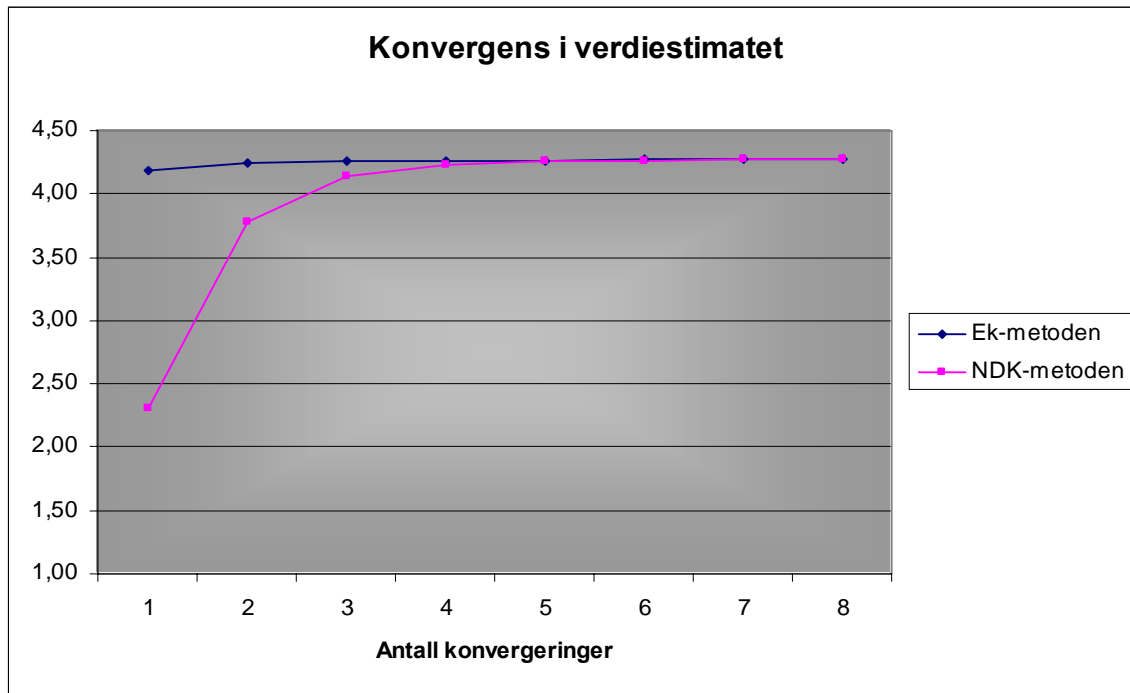


Figur 7.1 Sekvensiell verdsetting

Vektene vil oppdateres sekvensielt ved å starte med gjennomsnittsverdien av det første verdiestimatet og oppdatere verdien av egenkapitalen og netto driftskapital gjennom hele fremtidsregnskapet. Med utgangspunkt i de nye balanseverdiene beregnes nye avkastningskrav. Dette danner grunnlaget for et nytt verdiestimat beregnet ved hjelp av de ulike modellene for verdsettelse. Gjennomsnittet av andre verdiestimat er så grunnlaget for neste steg i oppdateringen, hvor de to estimatene vil ha nærmet seg hverandre. Denne prosedyren følges sekvensielt frem til verdiestimatet etter egenkapitalmetoden og selskapskapitalmetoden konvergerer mot samme verdiestimat for egenkapitalen.

	Steg i konvergeringsprosessen							
	1	2	3	4	5	6	7	8
Ek-metoden	4,19	4,24	4,26	4,26	4,27	4,27	4,28	4,28
NDK-metoden	2,31	3,78	4,14	4,23	4,26	4,26	4,27	4,28
Gjennomsnitt	3,25	4,01	4,20	4,25	4,26	4,27	4,28	4,28

Tabell 7.6 Konvergering til felles verdiestimat



Figur 7.2 Konvergens i verdiestimat

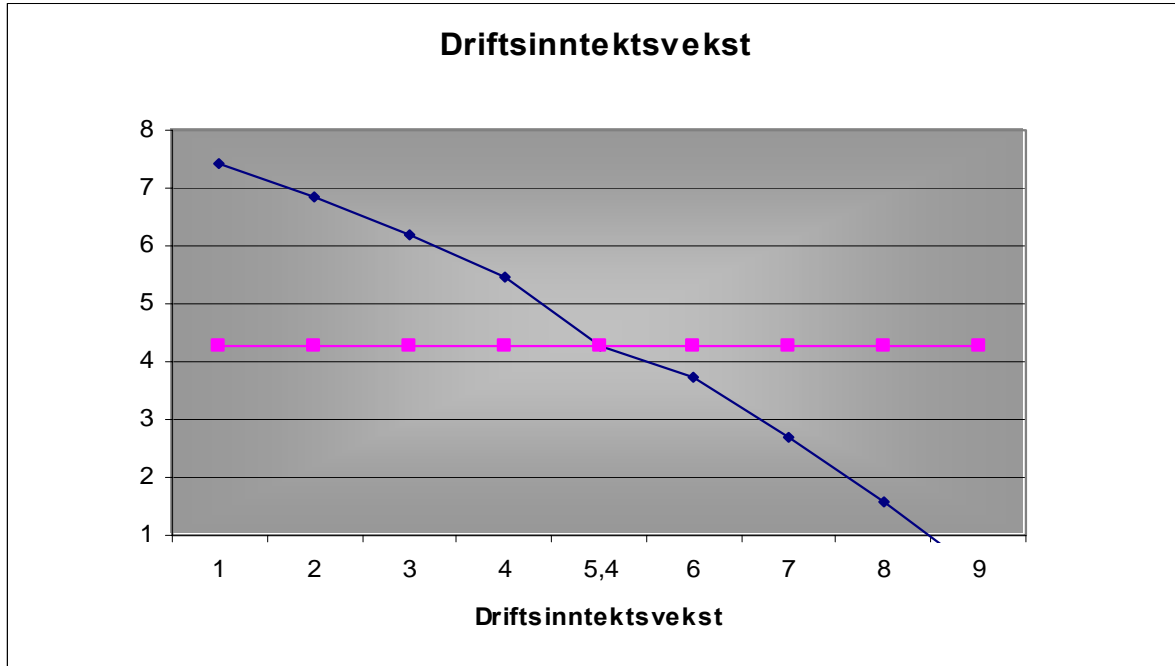
Ettersom forutsetningene for bruk av vektete avkastningskrav nå er tilfredsstillt, får man et mer riktig estimat enn det første gjennomsnittsestimatet. Det konvergente verdiestimatet er høyere enn det første estimatet. Dette er naturlig da virkelige verdier ofte er høyere enn regnskapsmessige verdier. Det endelige fundamentale verdiestimatet er 4,28 kroner pr. utestående aksje 30.06.06. Oppjustert til dagens verdi 8.12.06, vil dette være $4,28 \cdot (1+0,068)^{5/12} = \underline{4,40}$ kroner pr. aksje utestående.

7.5 Sensitivitetsanalyse

En sensitivitetsanalyse innbefatter det å endre kritiske budsjett drivere, og se hvordan dette slår ut i det konvergente verdiestimatet. Budsjett driverne vil følge en lineær konvergeringsbane ut til verdien på budsjett horisonten. I alle figurer er det lagt inn en rett graf som viser den opprinnelige konvergente kursen. Grafene vil da gi et

sammenligningsgrunnlag som viser hvor mye den konvergente kursen endres i forhold til det opprinnelige konvergente estimatet hvis analyserte budsjett drivere forandres.

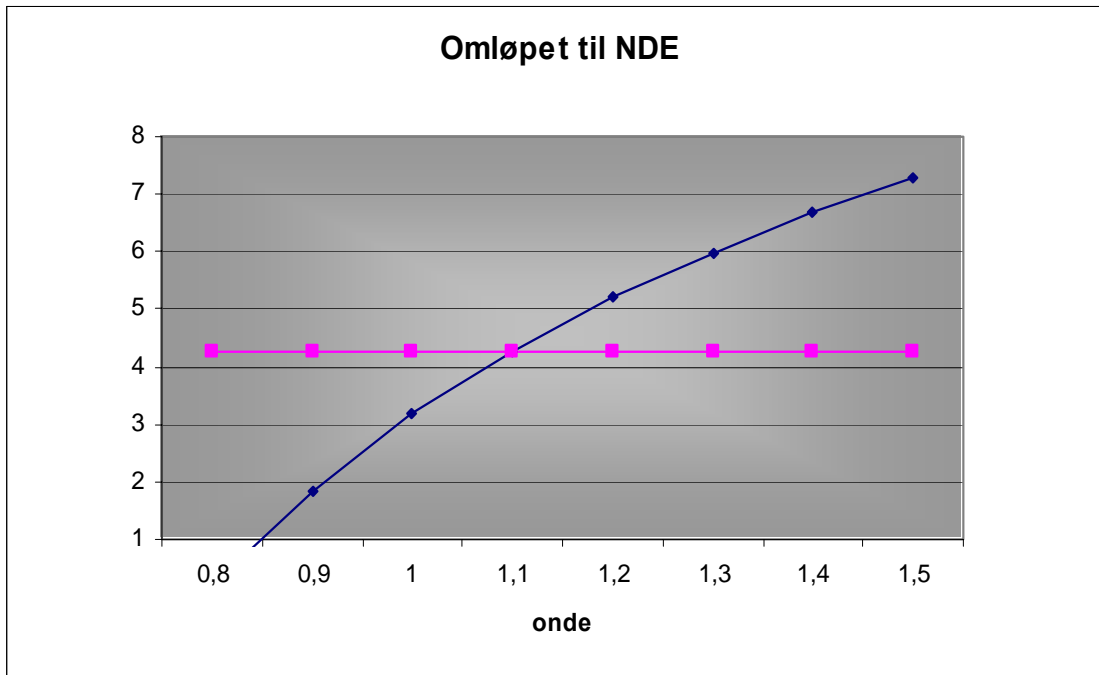
1) Driftsinntektsvekst



Figur 7.3 Driftsinntektsvekst

Grafen viser at kursestimatet er relativt sensitivt ovenfor forandring i driftsinntektsvekst. Økes driftsinntektsveksten med ca. 11% reduseres kursestimatet med 13%. Men sensitivitetsanalysen avdekker også problemet Green Reefers har med rentabiliteten. Vekst i selskapet ødelegger verdi, noe som indikerer at rentabiliteten er lavere enn avkastningskravet fra eierne. Dette er veldig alvorlig, og øke lønnsomheten bør være et hovedfokus for selskapet i fremtiden. Samtidig viste tabell 6.5 at egenkapitalrentabiliteten konvergerer mot egenkapitalkravet på budsjett horisonten for driftsinntektsvekst på 5,4% på budsjett horisont T.

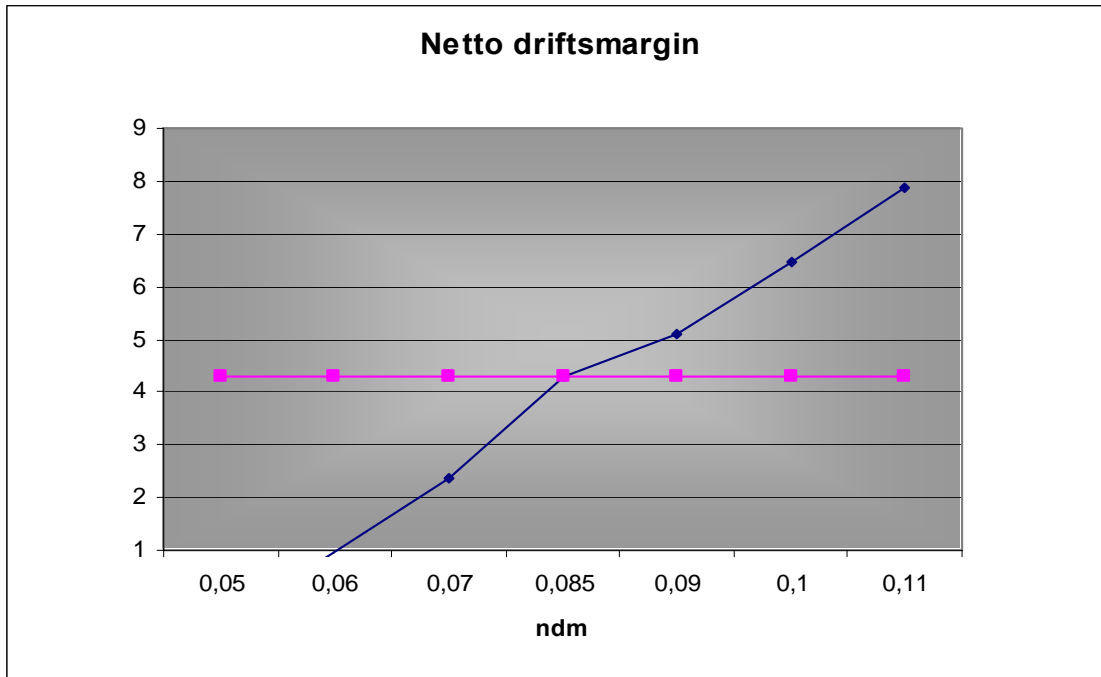
2) Omløpet til netto driftseiendeler



Figur 7.4 Omløpet til netto driftseiendeler

Verdien til Green Reefers er svært avhengig av omløpet til netto driftseiendeler. En økning på 9% fra verdien brukt i oppgaven vil gi et verdiestimat som er 21% høyere enn originalverdien. Reduseres omløpet til netto driftseiendeler på 9% vil verdiestimatet reduseres med 25%. Dette må betegnes som svært sensitivt. Ettersom onde er satt til å konvergere mot 1,1 på budsjettthorisonen T, noe som er lavere enn det tidsvektede bransjegjennomsnittet for analyseperioden som var på over 1,4, må verdiestimatet på 4,40 kroner sies å være relativt konservativt.

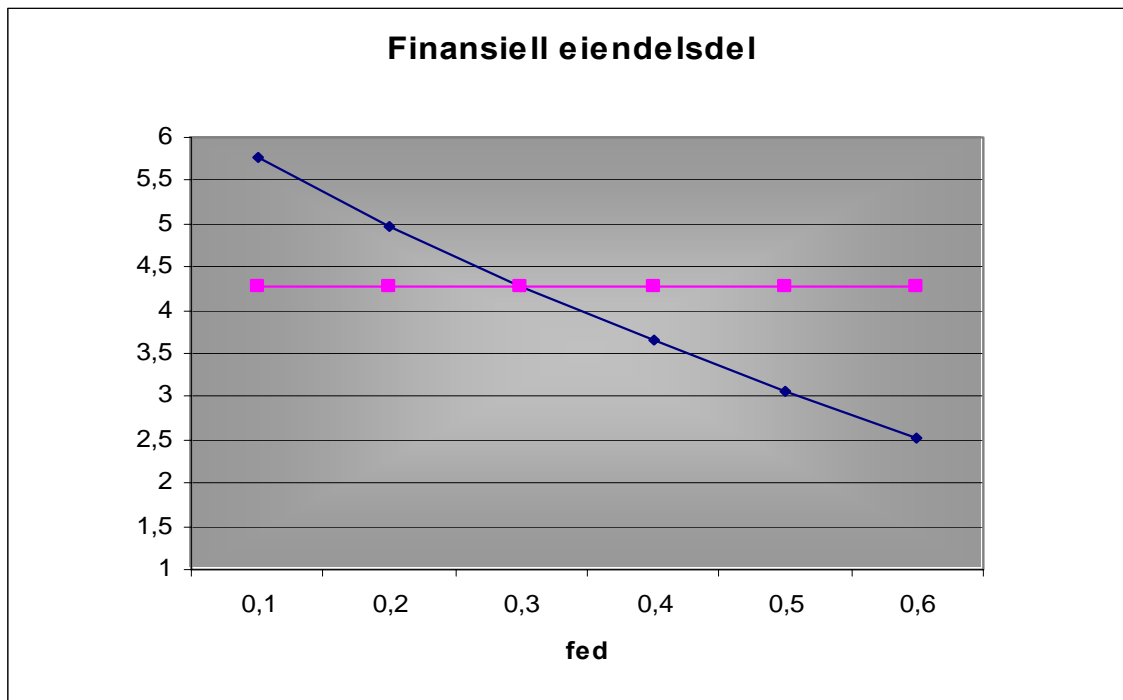
3) Netto driftsmargin



Figur 7.5 Netto driftsmargin

Figuren viser en relativt høy sensitivitet ovenfor endringer i netto driftsmargin. En økning på 5% fra det estimatet som er benyttet gir en økning på over 20% i verdiestimatet. Som figur 7.5 viser skal ikke netto driftsmargin reduseres mye før det er reell fare for konkurs.

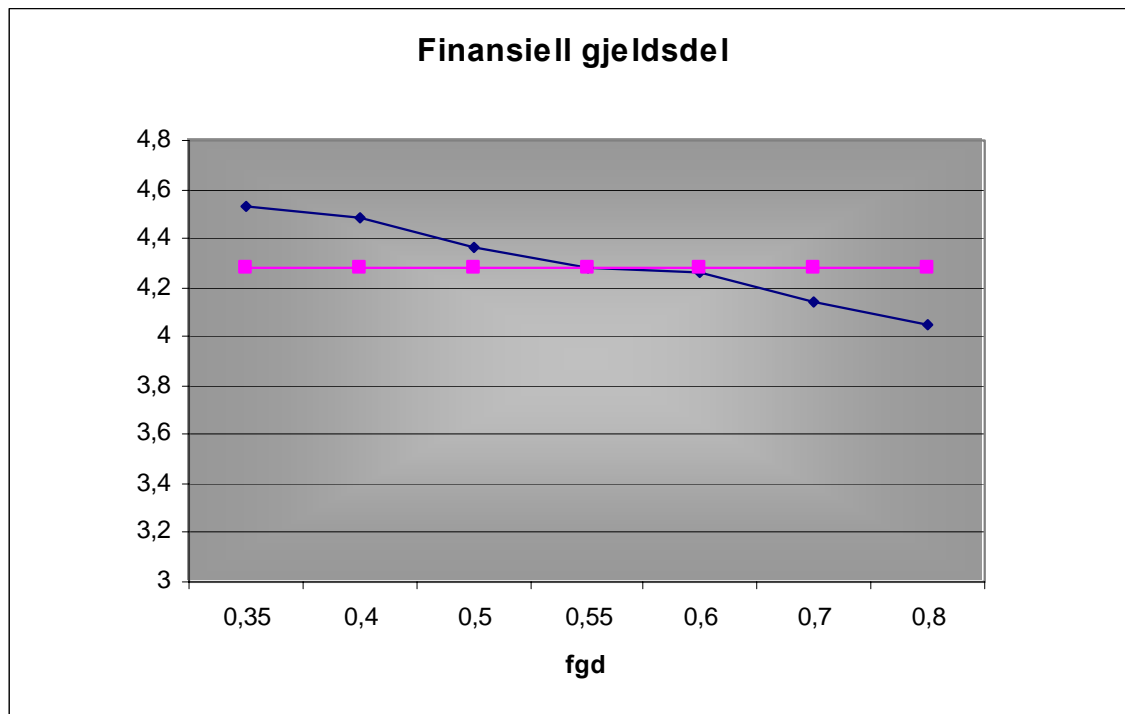
6) Finansiell eiendelsdel



Figur 7.6 Finansiell eiendelsdel

Endringer i den finansielle eiendelsdelen har den motsatte virkningen enn finansiell gjeldsdel på den estimert verdien av Green Reefers. Virkningen er kun moderat, og en økning av eiendelsdelen på 33% reduserer verdiestimatet med 14%. I følge Miller og Modigliani skulle egentlig ikke kapitalstrukturen hatt noen betydning for kursestimatet, ettersom første teorem sier at verdien av selskapet er uavhengig av finansieringen (Penman, 2004). Grunnen til at kursestimatet allikevel blir påvirket er at man bant annet har skjevheter i skattesystemet som gjør det lønnsomt med gjeldsfinansiering via skattesubsidiering av gjeldsrenter (har 28% fradrag på renter). Dette fører til at grafen går nedover ved en økende grad av egenkapitalinvestering.

5) Finansiell gjeldsdel

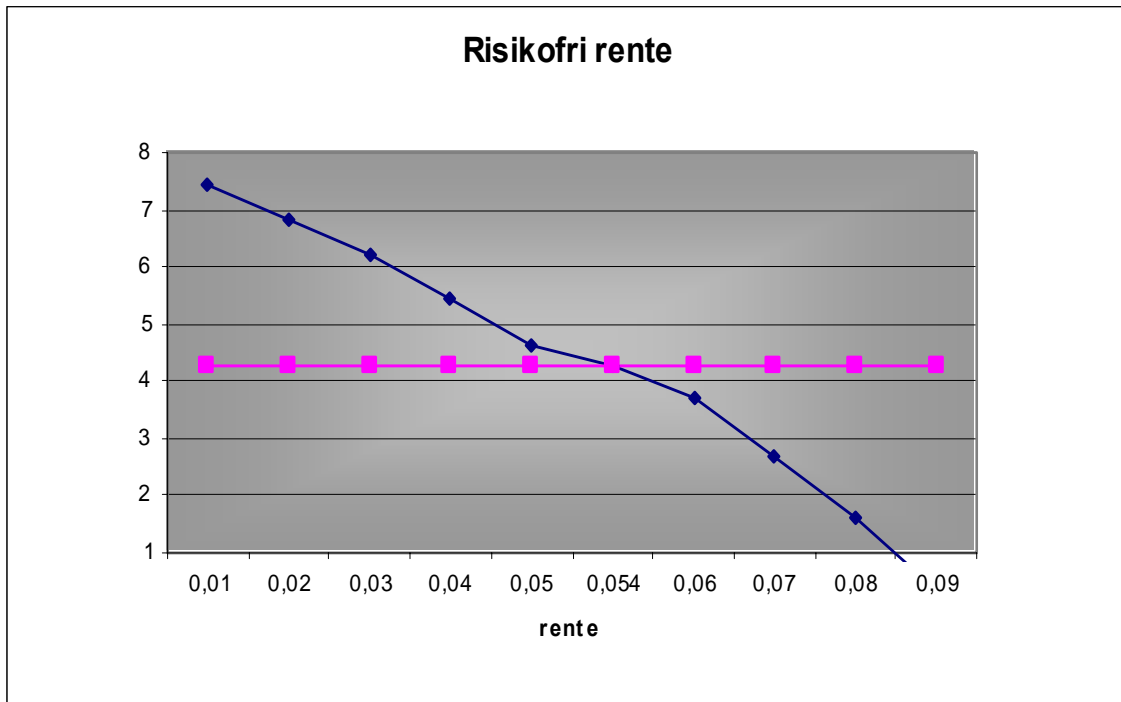


Figur 7.7 Finansiell gjeldsdel

En endring i finansiell gjeldsdel har liten innvirkning på verdiestimatet. Økes finansiell gjeldsdel med 9%, reduseres verdiestimatet med under 1%. Også dette bildet avviker fra det man skulle vente hvis Miller og Modigliani forutsetningen som ble omtalt ovenfor hadde holdt. Årsaken til at finansiell gjeldsdel påvirker kursestimatet er at netto driftskravet blir påvirket av kredittrisiko. En høyere finansiell gjeldsdel øker finansielt gjeldskrav da kredittrisikoen stiger, noe som igjen øker netto finansielt gjeldskrav. Netto driftskrav er et vektet krav mellom netto finansielt gjeldskrav og egenkapitalkravet. Netto driftskrav går følgelig opp når netto finansielt gjeldskrav går opp. Økt netto driftskrav gir en lavere nåverdi av fremtidig kontantstrømmer og da også et lavere kursestimat. Av grafen kan det virke som 100% eiendelsfinansiering er den beste finansieringsformen for Green Reefers. Dette er ikke riktig, og skyldes en modellteknisk svakhet.

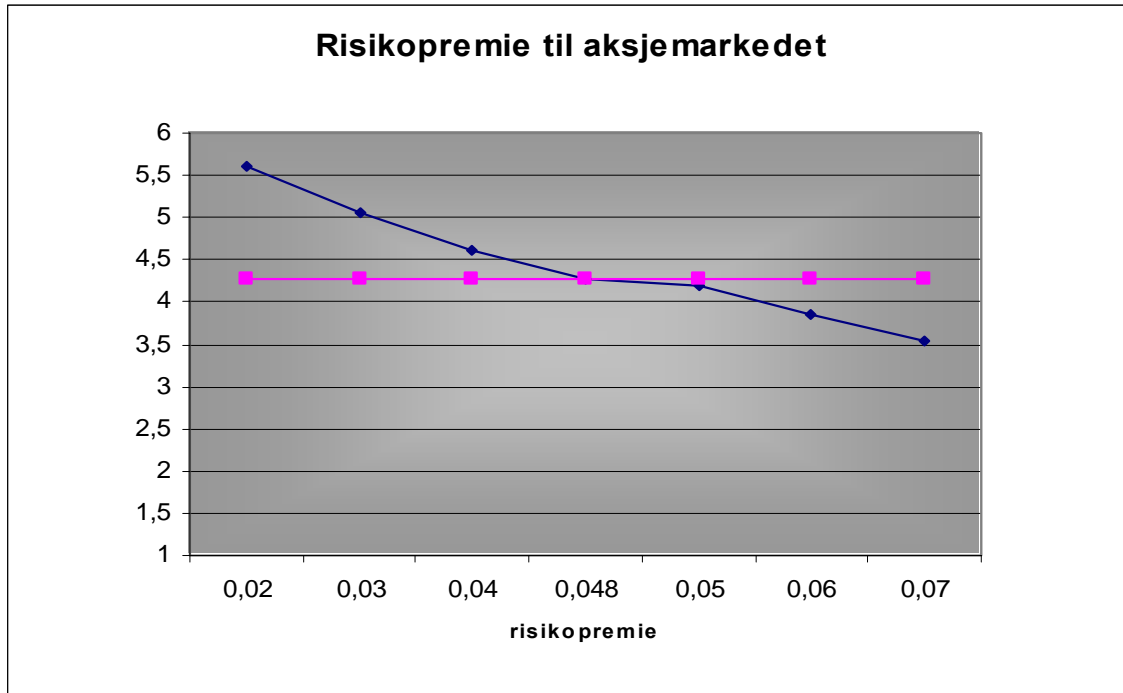
6) Avkastning

a) Risikofri rente



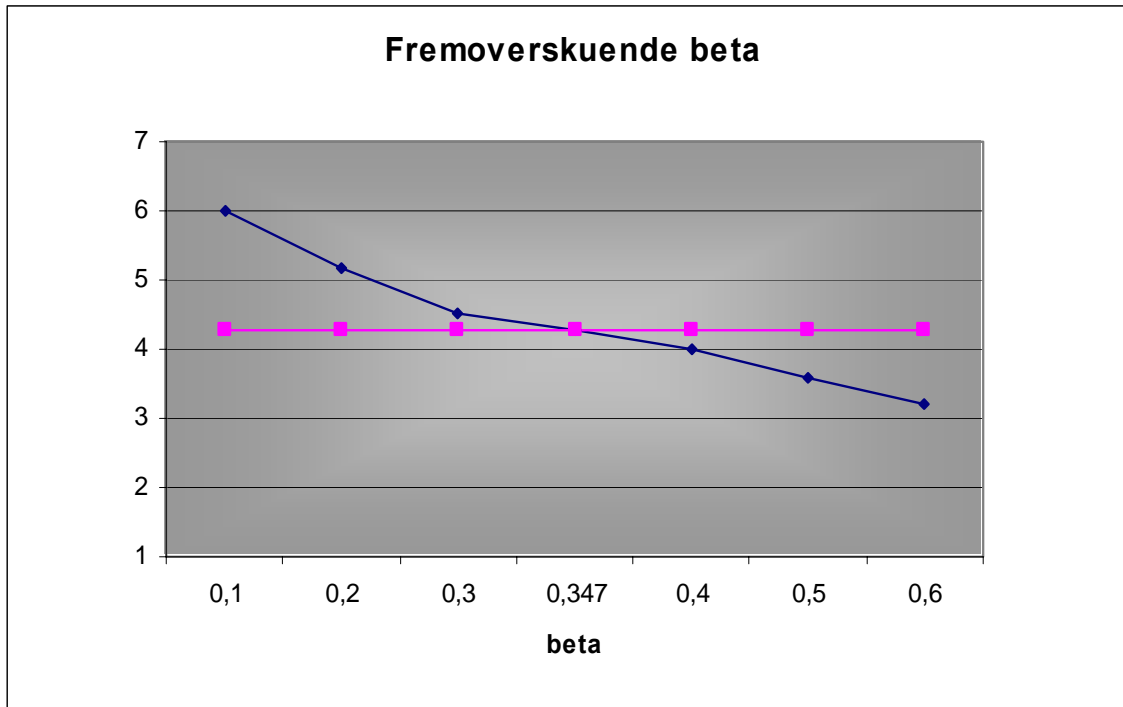
Figur 7.8 Risikofri rente

En høyere forventet risikofri rente på lang sikt gir lavere kursestimat da avkastningskravene går opp. En økning av renten på 11% gir 13% økning i kursestimatet, og med en rente opp mot 9% vil Green Reefers aksjeverdi gå mot null.

b) Risikopremien til aksjemarkedet**Figur 7.9** Risikopremie til aksjemarkedet

Kursestimatet er relativt lite sensitivt ovenfor forandring i risikopremien til aksjemarkedet. En økning på ca. 4% reduserer kursestimatet med kun 2%.

c) Fremoverskuende egenkapitalbeta



Figur 7.10 Fremoverskuende egenkapitalbeta

En høyere fremoverskuende egenkapitalbeta gir høyere systematisk risiko og høyere avkastningskrav, noe som gir et lavere kursestimat. Kursestimatet er mer sensitivt ovenfor en reduksjon i betaverdien enn en økning. En økning i betaverdien på 15% reduserer kursestimatet med 16%, mens en reduksjon i betaverdien på 15% øker kursestimatet med 21%.

Oppsummering sensitivitetsanalyse

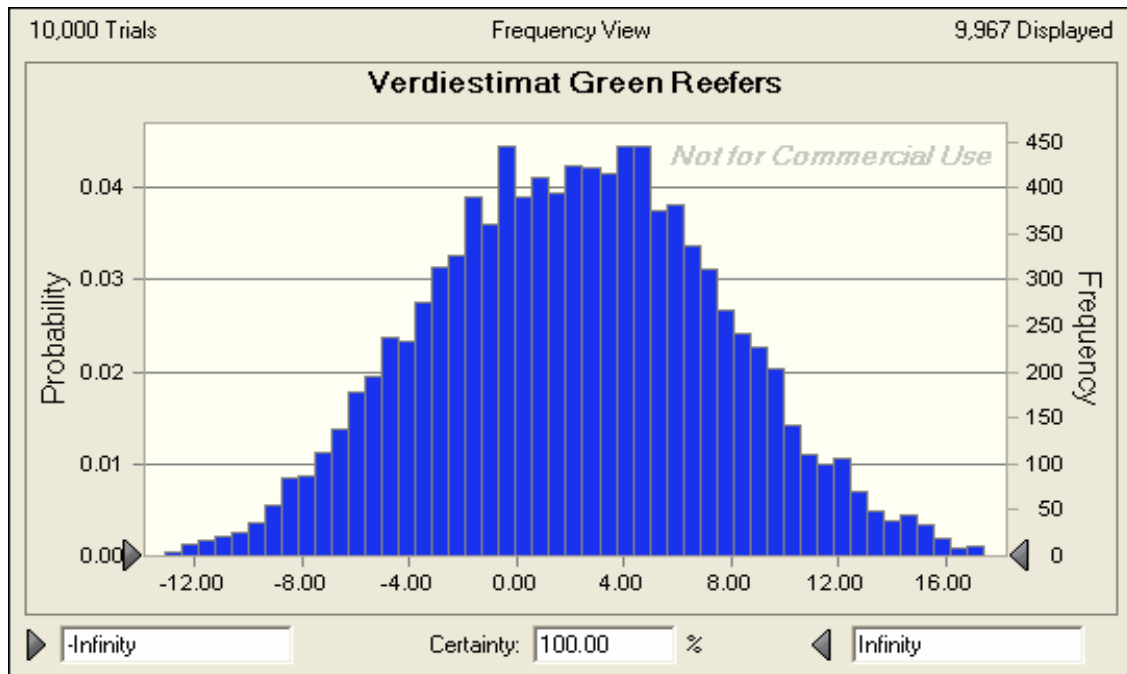
Estimatet til verdien av Green Reefers er svært sensitive ovenfor de forutsetningene som er foretatt i forbindelse med netto driftsmargin og omløpet til netto driftseiendeler samt driftsinntektsvekst. Samtidig har forhold som påvirker avkastningskravet, og da spesielt risikofri rente, stor innvirkning på kursestimatet. Grunnen til dette er at avkastningskravet har stor effekt på horisontverdien, som igjen utgjør mye av verdien i spesielt fri kontantstrøm-modellen.

Sensitivitetsanalysen avslørte også at Green Reefers har alvorlige problemer med rentabiliteten. Med de nåværende forutsetninger som er gjort om fremtiden, vil fremtidig vekst være ødeleggende for verdien av selskapet. Dette problemet oppstår fordi rentabiliteten er lavere enn avkastningskravet. Men tabell 6.5 viser at kravet og rentabiliteten vil konvergere mot samme verdi på budsjetthorisonten T.

7.6 Simulering

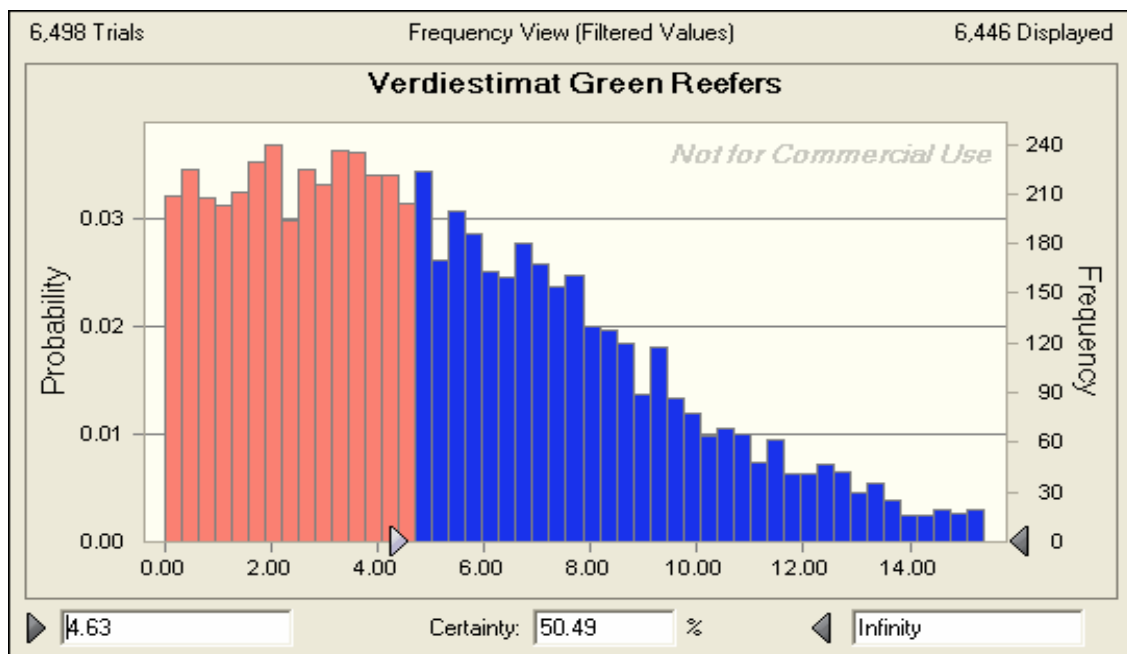
Simulering innebærer å visualisere usikkerhet i verdiestimatet gjennom å gjøre kritiske verdidrivere til usikre (stokastiske) variabler (BUS425, 2006). Resultatet blir da en fordeling av verdiestimatet fremfor et punkt estimat. Sensitivitetsanalyse er en statistisk analyse i den forstand at man kun endrer en gitt budsjettdriver, alt annet likt. Simulering gir muligheten for at viktige budsjett drivere kan variere samtidig, noe som i praksis ikke er så vanlig.

Programmet Crystal Ball (www.decisioneering.com) benyttes i simuleringen. Konfidensintervallet er satt til 95%, og det blir foretatt 10 000 simuleringer for best mulig resultat. Budsjett driverne som sensitivitetsanalysen identifiserte som mest sensitive inngår i simuleringen. Dette er driftsinntektsveksten, som er normalfordelt i budsjettperioden, for så å være uniformt fordelt i budsjett horisonten T slik at ikke veksten overstiger kravet (noe som ville ha ødelagt forutsetningen for beregning av horisontverdi i verdsettelsen). Driftsmarginen er normalfordelt, mens omløpet til nettodriftseiendeler er uniformt fordelt. I tillegg er risikofri rente og fremoverskuende egenkapitalbeta inkludert i simuleringen. Begge disse er uniformt fordelt.



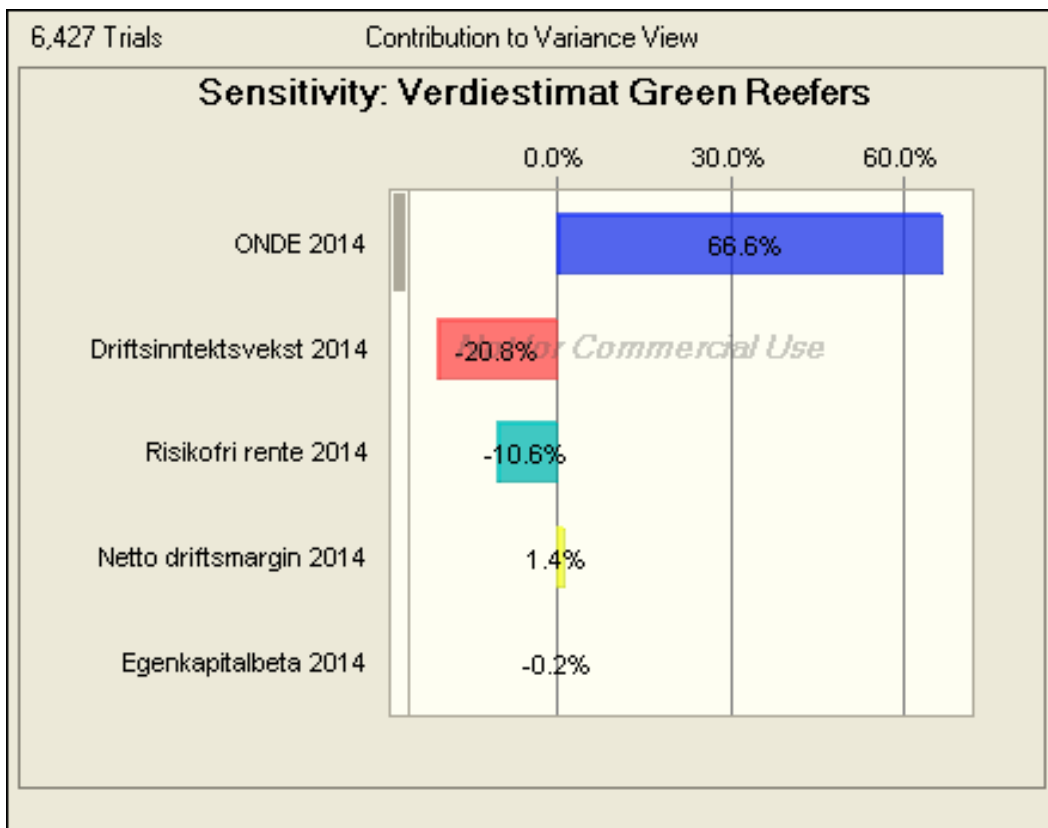
Figur 7.11 Verdiestimater Green Reefers

Simuleringen gir en median på 2,81 kroner. Dette indikerer at det 50% sjanser at den korrekte verdien er større/mindre. Svakheten her er at modellen opererer med negativ aksjeverdi. Hvis en aksjeverdi på 0 settes som minimum verdi, får man følgende graf:



Figur 7.12 Verdiestimater Green Reefers

Medianen blir nå 4,63 kroner. For verdiestimatet fra den fundamentale analysen viser simuleringen at det er ca. 53% sannsynlighet for at den korrekte verdien er større, og 47% sannsynlighet for at verdien er mindre. Standardavviket til simuleringen er forholdsvis stor, og er 2,3.



Figur 7.12 Sensitivitet: Verdiestimat Green Reefers

Sensitivitetsanalysen viser at omløpet til netto driftsmargin på budsjetthorisonten T forklarer 66,6% av variasjonen i verdiestimatet. Andre store forklaringsvariabler er som ventet horisontverdien av driftsinntektsvekst og risikofri rente. Positive søyler angir at en økning i faktoren fører til økning i verdiestimatet, ens negative søyler tyder på at en økning i faktoren fører til en reduksjon i verdiestimatet.

8.0 Komparativ verdsettelse

I tillegg til fundamental verdsettelse, kan egenkapitalen til Green Reefers også verdsettes ved hjelp av to supplerende verdsettelsesmetoder, jamfør kapittel 3. Fokuset her vil være på komparativ verdsettelse, og ikke på opsjonsbasert verdsettelse. Komparativ verdsettelse kan deles inn i direkte og indirekte metoder. Direkte komparativ verdsettelse er verdsettelse ved bruk av multiplikatormetoden, hvor selskapet verdsettes direkte ved at egenkapitalen blir sammenlignet med børsverdien til komparative selskap. Indirekte komparativ verdsettelse er verdsettelse ved bruk av substansverdimetoden, hvor man verdsetter selskapet indirekte ved at eiendeler og gjeld blir sammenlignet med beste estimat på komparative eiendeler og gjeld (Damodaran, 2002). Som komparative virksomheter har Star Reefers blitt valgt ut. Lauritzen som inngikk i bransjen under regnskapsanalysen kan ikke benyttes her ettersom selskapet ikke er børsnotert, og det av den grunn ikke finnes noen markedsverdi på selskapet. At analysen ikke inneholder flere komparative virksomheter er en svakhet, men skyldes vanskeligheter med å få tak i regnskapstall for andre selskaper som det kunne vært naturlig å sammenligne med. Som nevnt i kapittel 3 vil Green Reefers verdsettes ved hjelp av multiplikatormetoden.

Det er fem steg i multiplikatormodellen (BUS425,2006):

1) Valg av multiplikatormodell

Multiplikatormodeller kan generelt defineres slik: $P_k = m_k * B$, hvor P kan være aksjekurs, B en verdsettingsbasis og m er multiplikatoren (Damodaran, 2002). For at den komparative verdsettelsen skal være relevant må verdsettingsbasisen være positiv. Verdsettingsbasisen må også være konsistent med P. Det vil si at dersom P angir aksjekurs må verdsettingsbasisen eksempelvis angi balanseført egenkapital pr. aksje. Det vil videre i denne analysen bli benyttet balanseorienterte multiplikatorer, og pris/bok forholdet samt pris/fortjeneste forholdet skal analyseres nærmere.

2) Valg av komparative virksomheter

Star Reefers vil være det eneste komparative selskapet. Dette fordi selskapet er børsnotert, noe Lauritzen ikke er.

3) Regn ut komparativ multiplikator

Hvis analysen hadde inneholdt flere komparative selskaper ville den komparative multiplikatoren vært medianen eller gjennomsnittet til disse virksomhetene. Medianen er mindre sensitiv ovenfor ekstreme observasjoner, mens en multiplikator basert på gjennomsnitt illustrerer bedre spredning i observasjonene. Ettersom det kun er en komparativ virksomhet, Star Reefers, vil multiplikatoren være forholdet mellom pris og verdsettingsbasis for Star Reefers. Multiplikatoren vil være kapitaljustert, det vil si at den tar hensyn til ulik kapitalstruktur. Praktisk gjøres dette ved å regne forholdstall ut fra netto driftskapital, for så å finne egenkapitalverdien ved å legge til minoritetsinteresseverdiene og verdien av netto finansiell gjeld.

4) Regn ut komparativt verdierestimat

Det komparative verdierestimatet er: $P_k = m_k * B$

5) Komparativ handlestrategi

Handlestrategien taes opp i oppsummeringen i kapitel 9.

8.1 Pris/Bok

Multiplikatoren måler prisen på selskapet i forhold til den balanseførte egenkapitalen pr. aksje. For Star Reefers blir Pris/Bok forholdet 30.6.2006 regnet ut slik:

	Star Reefers	
	Bokført verdi på EK	893 773
+	Bokført/virkelig verdi på MI	0
+	Bokført/virkelig verdi på NFG	688 938
=	Bokført verdi på NDK	1 582 711
	Pris per aksje	121
*	Antall aksjer	8678
=	Børsverdi EK	1 050 038
+	Bokført/virkelig verdi på MI	0
+	Bokført/virkelig verdi på NFG	688 938
=	Verdiestimat NDK	1 738 976
	P/B forhold NDK	1,099

Tabell 8.1 Pris/Bok

P/B forholdet på 1,099 brukes så for å verdsette Green Reefers. Median for Pris/Bok forholdet for shippingselskapene på Oslo Børs var for perioden 1993-2004 på 0,978 (BUS425, 2006). Star Reefers ligger dermed noe høyere enn dette snittet.

	Komparativ verdsetting	Green Reefers
	Bokført verdi på EK	519 567
+	Bokført/virkelig verdi på MI	7 109
+	Bokført/virkelig verdi på NFG	340 904
=	Bokført verdi på NDK	867 581
*	Multiplikator	1,099
=	Verdiestimat NDK	953 239
-	Bokført/virkelig verdi på MI	7 109
-	Bokført/virkelig verdi på NFG	340 904
=	Verdiestimat EK	605 225
/	Antall aksjer	141067
=	Verdi per aksje	4,290

Tabell 8.2 Komparativ verdsettelse

Pris/Bok forholdet gir et komparativt verdiestimat per 30.6.2006 for Green Reefers på 4,29 kroner per aksje.

8.2 Pris/Fortjeneste

Pris/Fortjeneste er forholdet mellom verdien av netto driftskapital og netto driftsresultat.

		Star Reefers
	Verdiestimat NDK	1 738 976
/	Netto driftsresultat	73 903
=	Pris/fortjeneste forhold	23,53

Tabell 8.3 Pris/Fortjeneste

Pris/Fortjeneste forholdet til Star Reefers er på 23,53. Median for Pris/Fortjeneste forholdet for shippingselskapene på Oslo Børs var for perioden 1993-2004 på 11,434 (BUS425, 2006), så forholdstallet til Star Reefers er over dobbelt så høyt.

Komparativ verdsetting		Green Reefers
	Netto driftsresultat	30 544
*	Multiplikator	23,531
=	Virkelig verdi NDK	718 719
-	Bokført/virkelig verdi på MI	7 109
-	Bokført/virkelig verdi på NFG	340 904
=	Verdiestimat EK	370 706
/	Antall aksjer	141067
=	Verdi per aksje	2,628

Tabell 8.4 Komparativ verdsettelse

Pris/Fortjeneste forholdet gir et komparativt verdiestimat per 30.6.2006 for Green Reefers på 2,628 kroner per aksje.

8.3 Oppsummering komparativ verdsettelse

Den komparative verdsettelsen har gitt to ulike verdiestimat, basert på henholdsvis pris/bok og pris/fortjeneste. Estimater fra pris/fortjeneste forholdet var lavere enn estimater fra pris/bok forholdet. Dette kan tyde på at Green Reefers har for lav driftsinntekter i forhold til egenkapitalen sammenlignet med Star Reefers. Justert verdi fra 30.6.2006 til 8.12.2006 er 4,409 og 2,701 kroner per aksje utestående for henholdsvis pris/bok og pris/fortjeneste forholdet.

9.0 Oppsummering og handlingsstrategi

Formålet med denne utredningen har vært å finne et verdiestimat på egenkapitalen til Green Reefers, for så å kunne bestemme en handlestrategi for en investor ut fra denne informasjonen. Den strategiske analysen av Green Reefers, samt regnskapsanalysen og tilhørende forholdstallsanalyse har dannet utgangspunktet for utarbeidelsen av fremtidsregnskapet. Dette regnskapet framkom da ved å estimere og fremskrive 7 ulike budsjett drivere.

Fremtidsregnskapet ble brukt til å estimere verdien av Green Reefers ved hjelp av fundamental verdsettelse. Ved bruk av egenkapitalmetoden og selskapskapitalmetoden ble det produsert to verdiestimat som konvergente mot et felles verdiestimat gjennom en sekvensiell oppdatering av vektene. Det fundamentale verdiestimatet ble 4,28 kroner per aksje utestående 30.6.2006, eller 4,40 kroner per aksje utestående 8.12.2006.

Estimatet fra den fundamentale verdsettelsen inneholder en del usikkerhetsfaktorer som gjør at det må taes forbehold med tanke på handlestrategi. Den strategiske analysen er utelukkende basert på offentlig informasjon, noe som medfører at det er vanskelig å fange opp alle styrker og svakheter til Green Reefers. I tillegg har problemer med å få tak i regnskapsinformasjon for en del reefererselskap ført til at den komparative bransjen har blitt svært liten. Sensitiviteten til en del tall i analysen ble grundig undersøkt i kapittel 7.5. Det ble her spesielt bemerket at verdiestimatet er spesielt sensitivt ovenfor endringer i netto driftsmargin og omløpet til netto driftseiendeler. Samtidig er rentabiliteten budsjettert til å ligge under kravet til avkastningen, noe som gjør at fremtidig vekst vil virke negativt på verdiskapning i selskapet. Samtidig viste egenkapitalkravet at egenkapitalrentabiliteten vil konverger mot egenkapitalkravet på budsjett horisonten T.

Den kunnskapen som har fremkommet gjennom analyse av Green Reefers kan brukes i utarbeidelsen av diverse handlestrategier. Dette kan være både interne og eksterne. Da

denne utredningen har et investorperspektiv er det naturlig å avgrense til handlestrategi ovenfor aksjemarkedet.

For en investor vil det være aktuelt å kjøpe en aksje hvis verdiestimatet er høyere enn den aksjeprisen man kan observere i markedet. Motivet for enten å kjøpe eller selge har da sitt utgangspunkt i innsikt om underliggende økonomiske forhold i selskapet og om selskapet er under- eller overvurdert i markedet.

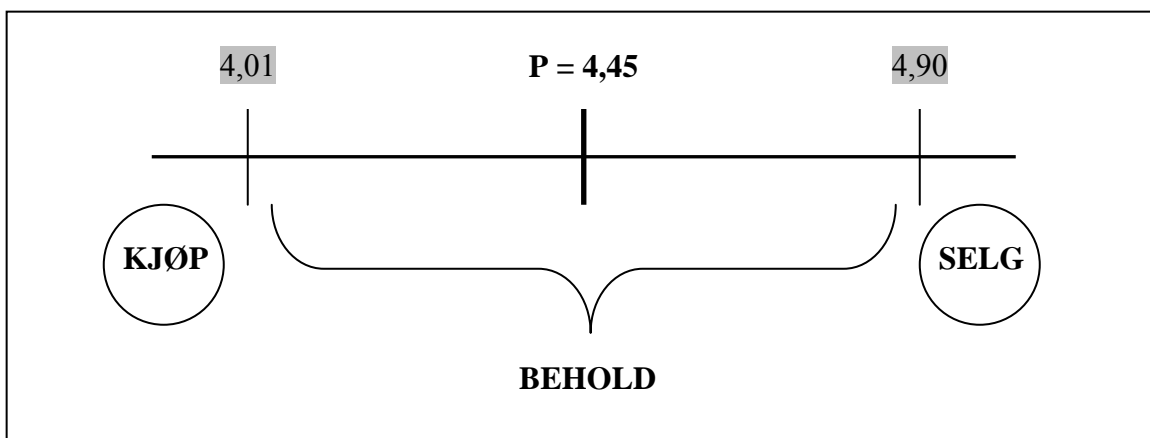
Det er utarbeidet tre verdiestimat for Green Reefers per 8.12.2006:

	Vekt	Verdiestimat
Fundamental verdsettelse	2/3	4,400
Komparativt verdiestimat P/B	1/6	4,409
Komparativt verdiestimat P/F	1/6	2,701
Vektet gjennomsnitt		4,118

Tabell 9.1 Vektet gjennomsnitt

Et vektet gjennomsnitt av estimatene gir en kurs på 4,118 kroner per utestående aksje. Den 8.12.2006 var kursen til Green Reefers 4,45 kroner per utestående aksje notert på Oslo Børs. Dette tyder på at aksjen er noe overvurdert på Oslo Børs.

På grunn av den store usikkerheten knyttet til verdiestimatet, velges handlestrategien ut fra det vektete verdiestimatet +/- en grense som tar hensyn til usikkerheten. Denne kan for eksempel settes med utgangspunkt i et +/- 10% intervall fra den estimerte aksjekursen.



Figur 9.1 10% intervall

Et +/- intervall på 10% gir en kjøpsanbefaling hvis kursen er lavere enn 4,01 kroner, og en salgsanbefaling hvis kursen er høyere enn 4,90 kroner per utestående aksje. Ettersom det vektete verdiestimatet er på 4,118 kroner per utestående aksje anbefales det en behold strategi. Dette betyr at eksisterende aksjonærer bør holde på Green Reefers aksjen, mens andre investorer ikke bør investere i Green Reefers til nåværende pris. Uavhengig av dette er det viktig å ta hensyn til primærtrenden på Oslo Børs. I desember 2006 har denne vært sterk, og Green Reefers har også steget en del i desember måned. Om denne veksten vil vedvare er vanskelig å spå, så den endelige konklusjonen i denne utredningen i forhold til Green Reefers aksje den 8.12.2006, er behold.

10.0 Referanselise

Bøker:

Basanko, D, Dranove, D, Shanley, M and Schaeffer, S. 2004: "Economics of Strategy," 3rd edition, John Wiley & Sons

Bodie, Z, Kane, A and Marcus, A.J. 2005: "Investments," 6th edition, Prentice Hall

Damodaran, D. 2002: "Investment valuation," 2nd edition, John Wiley & Sons

Copeland, T, Koller, T and Murrin, J. 2000: "Valuation – Measuring and Managing the Value of Companies," 3rd edition, John Wiley & Sons

Hill, C.W.L. and Jones G.R. 2004: "Strategic Management Theory: An integrated approach," 6th edition, Houghton Mifflin Company

Johnsen, A og Kvaal, E. 2004: "Regnskapsloven," 3. opplag, Cappelen Akademiske Forlag

Penman, S.H. 2004: "Financial Statement Analysis and Security Valuation," 2nd edition, McGraw-Hill

Pindyck and Rubinfeld. 2001: "Microeconomics," 5th edition, Prentice Hall

Porter, M.E. 1980: "Competitive Strategy – Techniques for Analyzing Industries and Competitors," Macmillan Publishing Co.

Saloner, G, Shepard, A and Podolny, J. 2001: "Strategic Management," John Wiley & Sons

Øvrige kilder:

Crystal Ball (www.decisioneering.com)

Thomson Datastream, NHH Bibliotek

Knivsfå, K.H. 2006: Forelesningsnotater BUS 425, NHH Bergen

Knivsfå, K.H. 2006: Forelesningsnotater BUS 425, NHH Bergen

Lien, L.B.2006: Forelesningsnotater STR 404, NHH Bergen

Green Reefers, Diverse årsrapporter

Green Reefers, Diverse børsmeldinger

Lauritzen, Diverse årsrapporter

Star Reefers, Diverse årsrapporter

Standard & Poor's credit rating

Internettkilder:

www.norges-bank.no

www.orion-shipping.no

www.oslobors.no

www.skatteetaten.no

www.ssb.no



11.0 Appendiks

Appendiks 1 – Trailing	I
Appendiks 2 – Netto transitorisk resultat og skatteberegning	II
Appendiks 3 – Utregning av betaverdier	III
Appendiks 4 – Utregning av betaverdier for budsjettperioden	IV

**Appendiks 1 - Trailing**

	2006	2005	2006T
	Q1-Q2	Q3-Q4	
DRIFTSINTEKTER			
	492 514	408 203	900 717
+ Brutto fraktinntekter			
+ Andre inntekter	31 476	18 994	50 470
+ Netto gevinst ved salg av anleggsmidler	10 362	34 974	10 362
= Sum driftsinntekter	534 352	462 171	996 523
DRIFTSKOSTNADER			
	184 590	156 825	341 415
+ Reiseavhengige kostnader			
+ Driftskostnader skip	101 765	94 590	196 355
+ TC-hyre	120 885	97 080	217 966
+ Bareboat-hyre	17 652	5 402	23 054
+ Andre driftskostnader	47 850	38 396	86 246
= Sum driftskostnader	472 742	392 293	865 035
DRIFTSRESULTAT FØR AV- OG NEDSKRIVNINGER			
=	61 610	69 878	131 488
- Avskrivninger	29 456	31 268	60 724
+ Nedskrivninger/reversering nedskrivninger	0	0	0
= DRIFTSRESULTAT	32 153	38 610	70 763
FINANSINTEKTER OG FINANSKOSTNADER			
	4	485	4
+ Resultat ved salg av finansaktiva			
+ Andel resultat tilknyttet selskap m.v.	(617)	1 399	783
+ Rente- og andre finansinntekter	3 950	4 502	8 453
+ Agio (disagio)	(1 795)	(6 675)	(1 795)
+ Urealisert agio (disagio) pantelån	(12 228)	4 627	(12 228)
- Rente- og andre finanskostnader	13 863	18 652	32 516
= Sum finansposter	(24 549)	(14 313)	(38 862)
RESULTAT FØR SKATTEKOSTNAD			
=	7 604	24 297	31 902
- Skattekostnad	(1 288)	24 855	(2 575)
= ÅRETS RESULTAT	8 892	(558)	34 477
			0
Andel resultat til minoritet			0
Andel resultat til majoritet			0

Røde tall i Q3 og Q4 for 2005 er unormale eller ekstraordinære poster som ikke skal taes med i trailing for 2006. Skattekostnaden for 2006 er $(2006Q1+2006Q2)*2$. Dette på grunn av fremførbart underskudd gjør vanlig trailing lite hensiktsmessig for posten skattekostnad.

**Appendiks 2 – Netto transitorisk resultat og skatteberegning**

		2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006T
	Transitorisk driftsresultat	-29 011	-28 961	-67 035	15 779	35 711	41 241	10 362
-	Skatt på transitorisk driftsresultat	26 335	5 509	-28 922	-13 998	-22 097	4 411	2 468
-	Transitorisk driftsskatt på ordinært driftsresultat før skatt		279	8 057	-111	-15 399	21 702	11 650
+	Driftsrelatert dirty surplus	183 064	18 650	-2 443	159 310	31 152	123 145	-32 178
=	Netto transitorisk driftsresultat	127 718	-16 099	-48 613	189 198	104 358	138 274	-35 935
+	Transitorisk finansresultat før skatt	-61 798	-5 636	110 056	8 859	3 304	-591	-14 023
-	Skatt på transitorisk finansresultat	-17 303	-1 578	30 816	2 481	925	-165	-3 926
+	Netto ekstraordinært finansresultat	0	0	0	0	0	8 200	3
+	Finansielt dirty surplus							
=	Netto transitorisk finansresultat	-44 495	-4 058	79 240	6 378	2 379	7 774	-10 093

		2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006T
	Rapportert skattekostnad	-1 215	0	3 717	-15 222	-41 300	9 094	-2 575
-	Skatt på finansinntekt	668	2 979	1 001	207	430	4 876	2 368
+	Skatt på finanskostnad	15 449	8 156	4 333	3 796	2 811	7 761	9 104
-	Skatt på unormalt driftsresultat	26 335	5 509	-28 922	-13 998	-22 097	4 411	2 468
-	Skatt på unormalt finansresultat	-17 303	-1 578	30 816	2 481	925	-165	-3 926
-	Unormal skatt på unormalt driftsresultat	3769	242	6987	-96	-13352	18818	9954
=	Driftsrelatert skattekostnad	766	1 004	-1 831	-20	-4 396	-11 083	-4 334
	Driftsrelatert skattesats	-0,153	-0,153	-0,153	-0,153	-0,153	-0,153	-0,153

Den normaliserte driftsskattesatsen er -15,3%.

Skattesatsen på det transitoriske resultatet er regnet ut etter følgende formel:

$$s = \frac{SK - 0,28 * (FR - UNFR)}{DR + UNDR}$$

hvor:

SK = Rapportert skattekostnad

FR = Finansielt resultat

UNFR = Unormalt finansielt resultat

DR = Ordinært driftsresultat før skatt

UNDR = Unormalt driftsresultat før skatt

Appendiks 3 – Utregning av betaverdier

Betaverdien til finansielle eiendeler kan estimeres ved å vekte betaverdien til kontanter, som anses for å være null, og investeringer, som anses å ha betaverdi lik markedsbetaen. Betaverdien til finansielle eiendeler vektes da:

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006T	00-06
Kontantbeta	0	0	0	0	0	0	0	0
* Kontantvekt	0,573	0,744	0,737	0,702	0,614	0,884	0,905	0,737
+ Investeringsbeta	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
* Investeringsvekt	0,214	0,061	0,039	0,038	0,105	0,024	0,026	0,072
= Finansiell eiendelsbeta	0,214	0,061	0,039	0,038	0,105	0,024	0,026	0,072

Beta for netto finansiell gjeld anses for å være null (Knivsflå, 2005). Finansiell gjeldsbeta kan da estimeres slik:

Finansiell gjeldsbeta	0,020	0,006	0,004	0,008	0,040	0,009	0,009	0,018
* Finansiell gjeldsvekt	1,102	1,115	1,107	1,268	1,621	1,567	1,500	1,326
- Finansiell eiendelsbeta	0,214	0,061	0,039	0,038	0,105	0,024	0,026	0,072
* Finansiell eiendelsvekt	0,102	0,115	0,107	0,268	0,621	0,567	0,500	0,326
= Netto finansiell gjeldsbeta	0	0	0	0	0	0	0	0

Egenkapitalbetaen kan da estimeres for hvert år i perioden ved å ta utgangspunkt i beta til netto driftskapital for perioden 2000 til 2006. For etter Miller og Modigliani (Penman, 2004) er denne lik hvor hvert år i analyseperioden. Egenkapitalbetaen for hver periode kan da estimeres residualt som følger:

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006T	00-06
Egenkapitalbeta	5,894	11,751	3,470	0,445	0,355	0,406	0,428	0,683
* EK/NDK	0,044	-0,022	0,075	0,585	0,733	0,632	0,599	0,378
+ Minoritetsinteressebeta	5,894	11,751	3,470	0,445	0,355	0,406	0,428	0,683
* MI/NDK	0	0	0	0	0	0,007	0,008	0,002
+ Netto finansiell gjeldsbeta	0	0	0	0	0	0	0	0,000
* NFG/NDK	0,956	1,022	0,925	0,415	0,267	0,360	0,393	0,620
= Netto driftsbeta	0,260	0,260	0,260	0,260	0,260	0,260	0,260	0,260



Appendiks 4 – Utregning av betaverdier for budsjettperioden

Betaverdien til netto driftskapital beregnes ved hjelp av vekting av finansiell gjeldsbeta og finansiell eiendelsbeta på netto finansiell gjeld, slik:

		2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
	Finansiell gjeldsbeta	0,011	0,014	0,018	0,021	0,025	0,030	0,034	0,039	0,039
*	Finansiell gjeldsvekt	1,559	1,623	1,694	1,772	1,860	1,959	2,072	2,200	2,200
-	Finansiell eiendelsbeta	0,032	0,038	0,043	0,049	0,055	0,061	0,067	0,072	0,072
*	Finansiell eiendelsvekt	0,559	0,623	0,694	0,772	0,860	0,959	1,072	1,200	1,200
=	Netto finansiell gjeldsbeta	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000

Den finansiell eiendelsbetaen er forutsatt å konvergere lineært til det tidsvektede gjennomsnittet for perioden 2001-2006. Den finansielle gjeldsbetaen er residualt funnet ved å beregne verdien på de andre postene.

Ut fra fremtidsregnskapet kan man da finne netto driftsbeta

		2014
	Egenkapitalbeta	0,286
*	EK/NDK	0,740
+	Minoritetsinteressebeta	0,286
*	MI/NDK	0,010
+	Netto finansiell gjeldsbeta	0,000
*	NFG/NDK	0,250
=	Netto driftsbeta	0,215