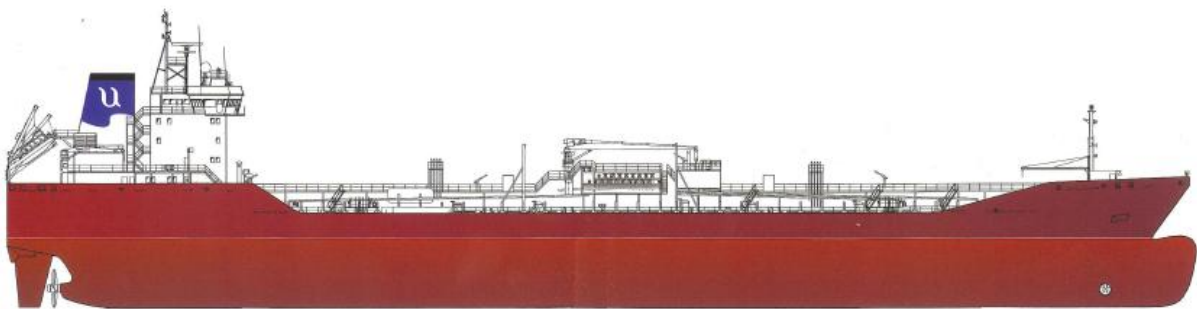


NORGES HANDELSHØYSKOLE
Bergen, høsten 2009



Verdsettelse av Utkilen AS

Av Ove Bruntveit

Veileder: Kjell Henry Knivsflå

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

Sammendrag

I denne utredningen har jeg gjennomført en strategisk regnskapsanalyse og verdsettelse av Utkilen. Formålet med oppgaven er å gi en verdivurdering av selskapets egenkapital, og derav verdi pr aksje. Estimater vil deretter bli vektet opp mot verdien av dagens egenkapital i Utkilen.

I oppgavens første del blir bransjen og Utkilen kort presentert før det gjøres en vurdering av ulike verdsettelsesteknikker som skal benyttes videre i oppgaven. Det konkluderes her med at en fundamental verdsettelse supplementært med en komparativ analyse her vil gi det mest korrekte estimatet ut fra den informasjonen som jeg besitter.

Opgavens hovedfokus blir her den fundamentale verdsettelsen som starter med en strategisk regnskapsanalyse for å gjøre en vurdering av bedriftens resursfordeler og drivere til lønnsomhet. Videre omgrupperes og justeres selskapets historiske regnskap tilbake til 2003 ut fra et investororientert perspektiv, noe som videre benyttes i en regnskapsanalyse. Gjennom regnskapsanalysen rettes fokuset på selskapets risiko, lønnsomhet og vekst i perioden.

Ut fra denne informasjonen utarbeides det et fremtidsregnskap for Utkilen som strekker seg 11 år frem i tid. Tallmaterialet fra fremtidsregnskapet benyttes så videre i selve verdsettelsesprosessen hvor vi ved hjelp av egenkapitalmetoden samt selskapskapitalmetoden kommer frem til et felles fundamentalt verdiestimat på selskapets aksjer på kroner 131.489 pr aksje. Det utføres videre en sensitivitetsanalyse for å gjøre en vurdering av utslag ved avvik fra mine beregninger og estimater. For å få en ytterligere innsikt i verdien av selskapet supplementeres den fundamentale verdsettelsen med en komparativ verdsettelse hvor avvikene viste seg å bli relativt store grunnet den økonomiske situasjonen bransjen nå er inne i. En pris/bok analyse konkluderte her med et verdiestimat på kr 56.927, mens pris/fortjeneste estimatet ble så lavt som 28.555 kr pr aksje grunnet svært lav inntjening i perioden. Det vektete gjennomsnittet mellom metodene tar derfor i mindre grad hensyn til den komparative verdsettelsen og mitt endelige verdiestimat ligger dermed på 109.302 kr pr aksje noe som også ligger tett opptil selskapets aksjeverdi dags dato sett beregnet ut fra bokført egenkapital. Beregningen her viser en aksjeverdi på 106.005 kr pr aksje, og det konkluderes derfor med en HOLD-anbefaling på Utkilens aksjer.

Forord

Masteroppgaven er gjennomført som et siste ledd i masterstudiet ved Norges Handelshøyskole. Gjennom denne tiden har jeg valgt å spesialisere meg innenfor profilen økonomisk styring med finansprofilen som minor.

Jeg har i denne perioden valgt fag som blant annet Strategisk regnskapsanalyse (BUS 424), Regnskapsanalyse og verdsettelse (BUS 425) samt en rekke fag innenfor lønnsomhet og regnskap som en del av mitt studie. En strategisk regnskapsanalyse og verdsettelse ble dermed et naturlig tema for masteroppgaven da denne tar utgangspunkt i en rekke av de fagene jeg har studert både gjennom min bachelor og masterutdannelse. Jeg finner det her svært interessant å se hvordan regnskapsmessige, makroøkonomiske og strategiske-faktorer sammen benyttes for å kunne komme frem til et felles estimat gjennom verdsettelsesprosessen.

Gjennom min oppvekst i Austevoll har jeg på nært hold sett hvordan familie eide shippingselskaper har bygget seg gradvis opp fra bunnen av, samtidig som de har møtt sterk konkurranse fra større aktører i markedet. Ved valg av selskap tok jeg utgangspunkt i kjemikalietankbransjen som har en sterk forankring i Bergensregionen. Det var samtidig ønskelig å sammenligne en familie eid bedrift med de store aktørene på markedet for å se hvordan de klarte seg i konkurransen. Valget falt her på Utkilen da det ikke eksisterte noen tidligere analyser av dette selskapet, samtidig som det gav meg en ekstra utfordring med informasjonsinnhenting. Jeg vil i den sammenheng takke Utkilen og CFO Espen Bjelland for den velvillighet de har vist til å gi meg den informasjonen jeg har trengt for å kunne utføre verdsettelsesoppgaven.

I tillegg ønsker jeg å rette en takk til min veileder Kjell Henry Knivsflå for et godt samarbeid under hele skriveprosessen. Jeg setter stor pris på raske og utfyllende svar på mine spørsmål, samt svært grundige tilbakemeldinger ved gjennomgang av oppgaven.

Bergen, desember 2009

Ove Bruntveit

Innholdsfortegnelse

1. Introduksjon	7
1.1 Innledning.....	7
1.2 Struktur.....	7
1.3 Avgrensning	8
2. Presentasjon av bransjen og Utkilen AS	10
2.1 Bransjen.....	10
2.2 Utkilen.....	15
2.2.1 Generelt om Utkilen	15
2.2.2 Historikk.....	16
2.2.3 Ledelse og menneskelige ressurser	17
2.2.4 Organisering og Eierforhold.....	18
2.2.5 Selskapets flåte	18
3. Verdsettelsesteknikker	21
3.1 Innledning.....	21
3.2 Fundamental verdsettelse	21
3.3 Komparativ verdsettelse	22
3.4 Opsjonsbasert verdsettelse	24
3.5 Valg av verdsettelsesteknikk.....	25
4. Strategisk analyse	26
4.1 Innledning.....	26
4.2 Ekstern bransjeanalyse	28
4.2.2 Bransjeanalyse.....	33
4.3 Intern analyse	42
4.3.1 KIKK.....	43
4.3.2 SVIMA	46
4.4 Kort om verdensøkonomien og videre utvikling.....	52
4.5 Oppsummering av strategisk analyse og fremtidsutsikter.....	53
5. Regnskapsanalyse.....	55
5.1 Analysefokus	55
5.2 Analysenivå.....	56
5.3 Analyseperiode.....	56
5.4 Komparative selskaper i bransjen.....	57
5.5 Rammeverket for regnskapsanalyse	57
5.6 Presentasjon av finansregnskapet	59
5.7 Omgruppering for investororientert analyse	62
5.8 Presentasjon av omgruppering	70

5.9 ”Trailing” Årsregnskap	71
5.10 Analyse og justering av målefeil	73
5.10.1 Aktuelle justeringer	74
6. Risikoanalyse	79
6.1 Likviditetsanalyse.....	79
6.1.1 Kontantstrøm.....	84
6.2 Soliditetsanalyse.....	85
6.2.1 Analyse av egenkapitalprosent.....	86
6.2.2 Statisk finansieringsanalyse	87
6.2.3 Syntetisk rating.....	89
7. Avkastningskravsanalyse	91
7.1 Egenkapitalkrav.....	91
7.1.1 Risikofri rente.....	92
7.1.2 Markedets risikopremie.....	93
7.1.3 Betaverdi	94
7.1.4 Illikviditetspremie (λ).....	98
7.1.5 Beregning av egenkapitalskravet til Utkilen	99
7.2 Finansielt gjeldskrav	100
7.3 Finansielt eiendelskrav	101
7.4 Netto finansielt gjeldskrav	101
7.5 Netto driftskrav	102
8. Lønnsomhetsanalyse	104
8.1 Rentabilitetsanalyse.....	104
8.1.1 Egenkapitalrentabilitet	105
8.1.2 Dekomponering av egenkapitalrentabiliteten.....	108
8.2 Oppsummering av lønnsomhetsanalysen	118
9. Vekstanalyse.....	120
9.1 Langsiktig vekst	120
9.2 Kortsiktig vekst	122
9.2.1 Analyse av kapitalvekst.....	123
9.2.2 Analyse av resultatvekst.....	126
9.3 Vekstanalyse oppsummert.....	128
10. Fremtidsregnskap	129
10.1 Budsjettering og budsjetthorisont.....	129
10.2 Fremskrivning av avkastningskrav.....	141
10.2.1 Egenkapitalkravet.....	141
10.2.2 Netto finansielle krav	145

10.2.3 Minoritetskrav	146
10.2.4 Netto driftskrav	147
10.3 Fremtidsregnskap	147
10.4 Egenkapitalkrav versus egenkapitalrentabilitet.....	148
11. Fundamental verdsettelse	149
11.1 Egenkapitalmetoden	150
11.1.1 Fri kontantstrømmodellen	151
11.1.2 Superprofittmodellen.....	152
11.2 Selskapskapitalmetoden	152
11.2.1 Fri kontantstrøm fra drift – modellen	153
11.2.2 Superprofitt fra drift - modellen	154
11.3 Konvergens mot et verdiesimat.....	155
11.4 Usikkerhet i verdiesimat	156
10.4.1 Sensitivitetsanalyse	157
12. Komparativ verdsettelse	164
12.1 Pris/Bok (P/B)	165
12.2 Pris/fortjeneste (P/E)	167
12.3 Oppsummering komparativ verdsettelse	168
13. Oppsummering og handlingsstrategi.....	169
13.1 Oppsummering	169
13.2 Handlingsstrategi.....	170
14. Referanseliste	172

1. Introduksjon

1.1 Innledning

Som min avsluttende masteroppgave ved NHH har jeg valgt å gjennomføre en strategisk regnskapsanalyse og verdsettelse. Jeg valgte å skrive en verdsettelse da oppgaven dekker et bredt spekter av fagområder jeg har vært innom i min studietid, samt at oppgaven gir meg dypere kunnskap innen for fagområder som vil være relevante for meg i en videre arbeidssituasjon.

Jeg har alltid hatt en genuin interesse for shippingbransjen, og interessen ble ytterligere forsterket etter å ha studert faget "Shipping economics" ved NHH. Samtidig ønsket jeg litt utfordring rundt informasjonsinnhenting, samt å kunne skrive en verdsettelse for et selskap som ikke blir fulgt av analytikere, eller som har blitt analysert gjennom tidligere masteroppgaver.

Valget falt her på kjemikalietankbransjen som har en svært sterk posisjon i Bergen, og Utkilen pekte seg dermed ut som en bedrift som oppfylte mine kriterier. Etter kontakt med finansdirektør Espen Bjelland ble det avtalt et samarbeid der jeg skulle få tilgang til informasjon og årsrapporter, mot at det ble utført en verdsettelse av selskapets egenkapital. At selskapet er et familie eid rederi gjør oppgaven enda mer spennende da Utkilen og rederiets regnskapsdata vil bli sammenlignet opp mot børsnoterte selskaper.

Verdensøkonomien har gjennom analyseperioden vært inne i en spesiell situasjon med en sterk konjunkturedgang og et stort fall i verdens industriproduksjon. Påvirkningskraften på kjemikalietankbransjen vil dermed være et tema som vil bli nøye diskutert gjennom denne analysen.

1.2 Struktur

I oppgavens kapittel to gis en kort introduksjon av bransjen og Utkilen, samt litt om dagens situasjon i markedet. I tillegg vurderes kort ulike verdsettelsesmetoder i kapittel tre. Starten på selve verdsettelsen finner vi under kapittel fire der Utkilens og bransjens strategiske posisjon, og konkurransesituasjon inngående blir drøftet med utgangspunkt i en intern og ekstern analyse. Utkilens regnskap vil videre bli justert for målefeil og vil sammen med balansen og kontantstrømmen bli omgruppert slik at de er lettere å arbeide med ut fra et investorperspektiv.

Tallene benyttes her videre i en forholdstallsanalyse der vi analyserer Utkilen opp mot bransjens normaliserte regnskaper. Målet blir her å kunne gi et svar på Utkilens fremtidige utvikling sett i forhold til bransjen ved hjelp av utviklingen innenfor lønnsomhet, risiko og vekstutvikling.

Innsikten benyttes her til å utvikle et fremtidsregnskap under kapittel 10. Her benytter vi oss av informasjonen fra den strategiske analysen, samt evalueringen av selskapets regnskapsinformasjon til å kunne gi estimer for selskapets fremtidige utvikling ved hjelp budsjetterte verdidrivere. I kapittel 11 utføres en selve verdsettelsen av Utkilen gjennom avslutningen av den fundamentale verdsettelsen. Estimaten her vil videre sammenlignes opp mot estimer funnet ved hjelp av en komparativ verdsettelse i kapittel 12. I figur 1.0 vises rammeverket for verdsettelsen.

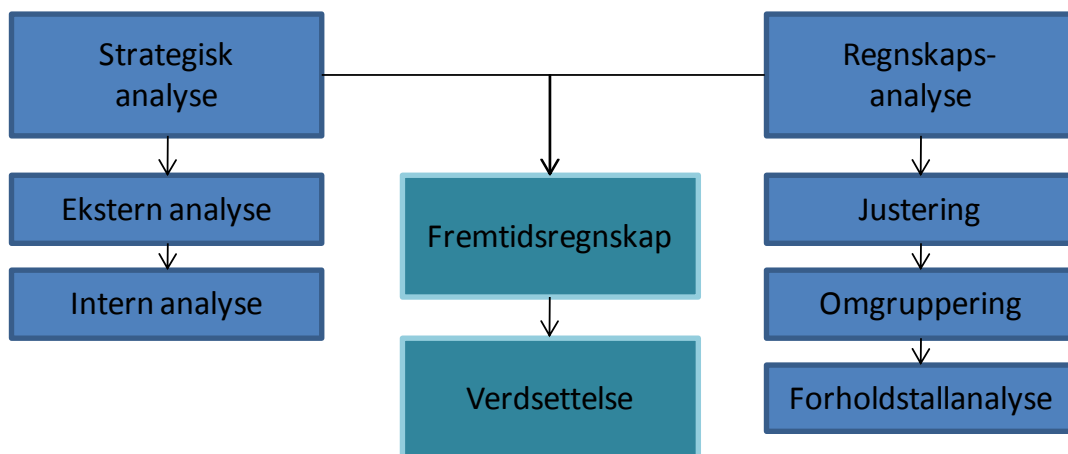


Fig 1.0 Rammeverket for verdsettelsen

1.3 Avgrensning

Ved en strategisk regnskapsanalyse må det settes enkelte rammer for utførelsen. Det må her tas hensyn til blant annet tidshorizont, analysenivå, komparativt grunnlag og analyseperspektiv

Ved gjennomføringen av påfølgende regnskapsanalyse av Utkilen tas det utgangspunkt i en tidshorizont fra 2003 – 2009. Informasjon skal her være tilstrekkelig for å gi et visst inntrykk av den utviklingen Utkilen har hatt i den seneste perioden, og gir et godt utgangspunkt for den videre analyse.

Analysenivået og omgrupperingen blir rettet mot et investorperspektiv der målsettingen blir å finne verdien av egenkapitalen og aksjene i Utkilen AS. Fremtidig inntjening står dermed i fokus gjennom den fundamentale verdsettelsen senere blir gjennomført.

Fundamental verdsettelse blir her benyttet sammen med en komparativ verdsettelse for å gi best mulige estimater. Alternativt kunne det her blitt utført en opsjonsbasert verdsettelse, men grunnet informasjonsmangel lar dette seg vanskelig gjøre.

Som et siste punkt må en ta stilling til hvilke komparative bedrifter selskapet skal sammenlignes og måles opp mot. Jeg har her tatt utgangspunkt i Odfjell, Stolt-Nielsen og Eitzen da disse til sammen utgjør ca 22 % av kjemikalietankmarkedet, opererer med enkelte av de samme befrakningstypene som Utkilen, og har informasjon som lett er tilgjengelig via årsrapporter på selskapenes nettsider. Som tidligere nevnt vil det også være interessant å knytte Utkilens prestasjoner opp mot de børsnoterte selskapene.

2. Presentasjon av bransjen og Utkilen AS

2.1 Bransjen

Utkilen Shipping (videre i oppgaven referert til som Utkilen), opererer i det såkalte kjemikalietankmarkedet. Dette er et marked der det stilles svært strenge sikkerhetskrav til skip og mannskap da lasten i stor grad er skadelig for både mannskap og miljøet. De strenge miljøkravene, og lastens karakter fører til at skipene blir blant de mest kostbare innen næringen for bulkfrakt. Historisk har USA og Europa stått for den største produksjonen av kjemikalier, mens det i Østen og Sør-Amerika har blitt importert store kvanta. De seneste årene har vi også sett en eksplosiv vekst i importert kvantum til Asia, der først og fremst Kina står i spissen for økt sjøbasert frakt.

Skipene varierer i størrelse fra de helt minste skipene på under 2000 dwt, til de største skipene på godt over 50.000 dwt, (se figur 2.1) noe som er mye mindre enn tankskip innen andre segment. Grunnen til dette er først og fremst pga den spesielle lasten og strenge restriksjoner fra havnemyndigheter. Det har også blitt vanlig at skipene er utstyrt med separate tanker, noe som gjør at en kan frakte flere ulike kjemikalier på en og samme tur.

Tanker i rustfritt stål, epoxy og sinkmaling er de mest vanlige i dagens kjemikalietankere, og disse er avgjørende for hvilke type kjemikalier og produkter tankskipene kan føre. Tanker i rustfritt stål er for eksempel mer holdbare mot syreholdige kjemikalier.

Skipene blir også klassifisert etter såkalt IMO standard 1,2 og 3. IMO 2 setter blant annet som krav at skipet skal ha dobbel bunn, og at tankene er delt opp i kvantum på 3000 kubikkmeter eller mindre. Slike skip kan frakte kjemikalier som ville gitt store negative miljøeffekter ved utslipp. IMO 3 setter lavere krav til skipene, noe som igjen fører til at disse ikke blir så fleksible med tanke på produkt de kan frakte. IMO 1 er kun påkrevd for frakt av kjemikalier som utgjør den absolutt høyeste trusselen for miljøet. Tankene her må også være mye mindre enn for skip med IMO 2 og 3 klasse.

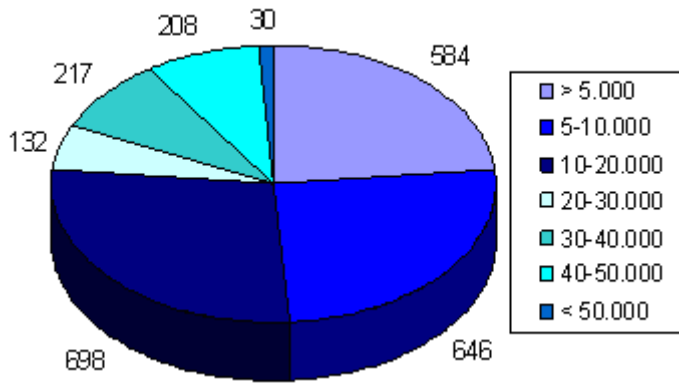


Fig 2.1 Antall skip innen for ulike kategorier dwt¹

Ca 75 % av skipene finner vi i de tre minste segmentene, altså opp til og med 20.000 dwt. I dødvektstonn tilsvarer dette ca 44 % av den totale lastekapasiteten i markedet.

Ved utgangen av februar 2009 bestod den totale verdensflåten av 2515 kjemikalietankere i ulik størrelse, med en total lastekapasitet på 39,26 millioner dwt. Av disse skipene var kun 376 over 25 år gamle, samtidig som vi ser en ordrebok hos verftene på 697 nye kjemikalietankere, derav 475 som skal leveres i 2009. Disse har en samlet lastekapasitet på 14,96 millioner dwt, noe som tilsvarer 38% av dagens flåtekapasitet². Grunnet konkurser, kanselleringer og utsettelse av kontrakter så har ordreboken falt med 120 skip bare siden desember 2008, men det er likevel klart at bransjen står overfor en massiv vekst i tilbudt volum.

¹ DVB shipping rapport

² DVB research and strategic planning 2009

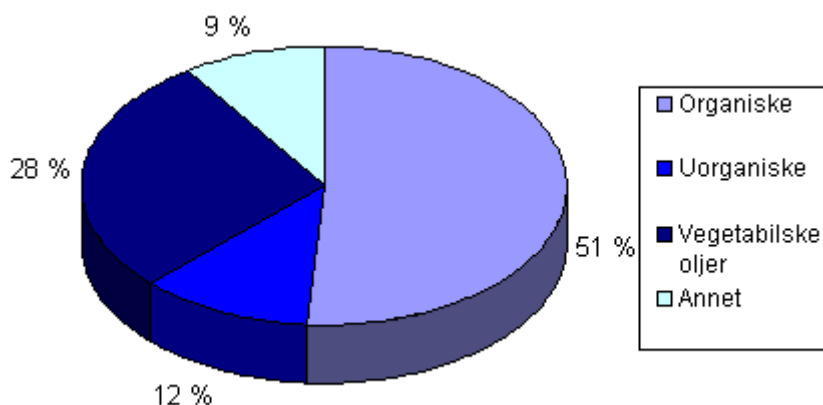


Fig 2.2 Andel av transport av ulike produkter³

Som vi ser av figur 2.2 er transporten delt i tre hovedkategorier. Organisk, uorganisk og vegetabiliske oljer hvorav de organiske produktene står for ca halvparten av befraktet volum. Under organiske produkter finner vi blant annet petroleumsprodukter som benzen, fenol og styrensyrer som svovelsyre mens saltsyre, fosforsyre, etanol, etyl, metyl og propyl blir betegnet som uorganiske kjemikalier. Vi har også en eget segment for vegetabiliske oljer. De største volumene finne vi her innenfor vegetabiliske oljer av peanøtter, soya, oliven og solsikke⁴.

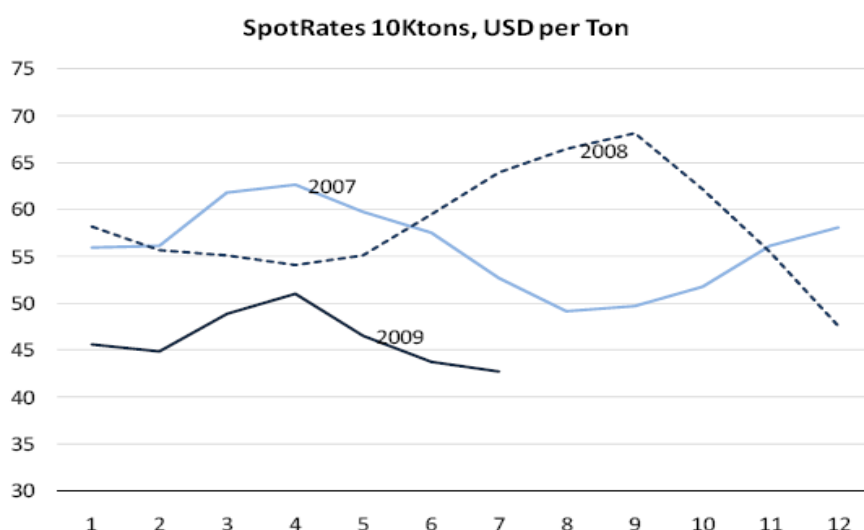


Fig 2.4 Rateutvikling trans atlantic⁵

³ DnB Nor Markets Shippingrapport

⁴ Martin Stopford (2008)

⁵ Eitzen 2.kvartalsrapport 2009

Historisk har kjemikalietankbransjen gjort det bra de siste 4 årene. Blant annet har det vært en kraftig utvikling i den internasjonale økonomien, og produktgrupper relatert til kjemikalietanknæringen. Vi har også til tider sett svært høy oljepris, noe som gir utslag i ratene både med tanke på produktprising, men også selve driftskostnadene for rederiene. Oljeprisen var en av årsakene til høy ratevekst frem mot september 2008, slik det også er vist i figur 2.4.

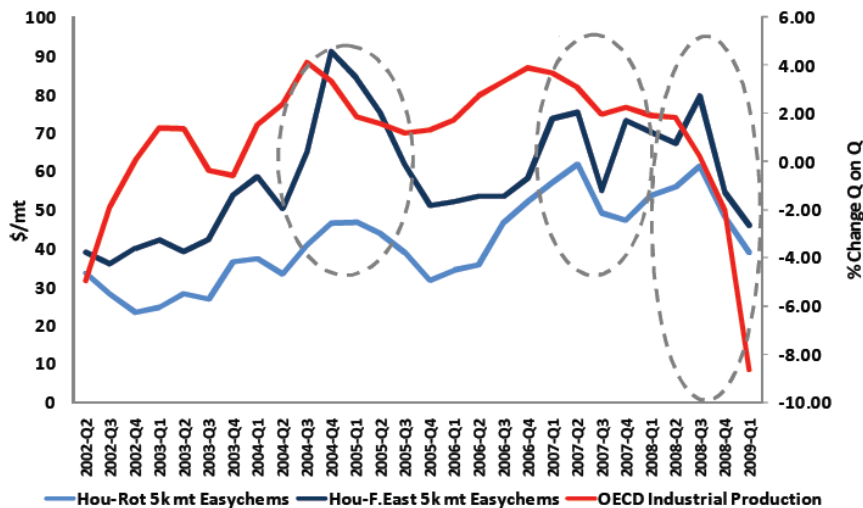


Fig 2.5 OCED's industriproduksjon ⁶

Felles for de fleste av kjemikalietanknæringens kunder er at de leverer råvarer som videreføres i industrinæringen. Fraktratene for kjemikalier har dermed en høy korrelasjon med industriproduksjonen og dermed også verdensøkonomien generelt. Industriproduksjonen er igjen knyttet tett opp mot konsumentenes forbruksmønster og utviklingen i BNP, hvor vi har observert kraftig nedgang siden høsten 2008⁷.

I figur 2.5 ser vi utviklingen de siste 7 årene, og ser klart en korrelasjon med OECD's industriproduksjon, selv om denne viser seg å være mindre volatil enn selve industriproduksjonsutviklingen. Her er det ratene for de største kjemikalietransportlinjene som er benyttet i sammenligningen. Det overraskende fallet i OECD's industriproduksjon i 4.kvartal 2008 gir et klart eksempel på denne korrelasjonen. Utslagene er likevel ikke like

⁶ DvB Shippingrapport 2009

⁷ <http://www.oecd.org>

store som det vi har sett i segmentene for drybulk. Industriproduksjonen i verden har også tatt seg opp de siste månedene, godt hjulpet av positive tall fra Kina (dette vises ikke i grafen).

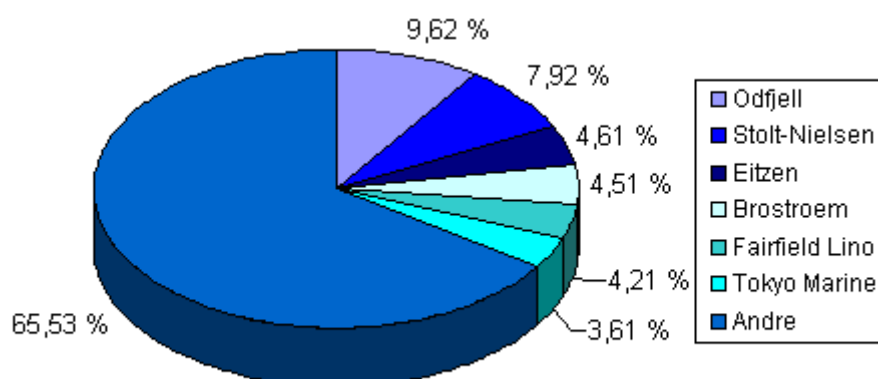


Fig 2.5.1 Kjemikalietankmarkedet flåteandel målt i dødvektstonn⁸

Bransjen bestod i februar 2009 av 855 registrerte selskaper, med en samlet fraktkapasitet på 39,26 millioner dwt som også nevnt tidligere i oppgaven⁹. Det skiller seg ut enkelte store selskaper, deriblant mange norske. Odfjell og Stolt-Nielsen troner øverst når en måler flåtestørrelse i dwt, fulgt av Eitzen og Brostroem (kjøpt opp av A.P. Møller – Mærsk AS i 2009). Jeg har her valgt å følge Odfjell, Stolt-Nielsen og Eitzen videre i mine analyser, og lar disse definere bransjen videre. Årsaken er først og fremst grunnet tilgangen på informasjon, noe som viser seg vanskelig å skaffe fra de andre selskapene videre nedover på listen, og disse tre dekker til sammen over 22 % av det totale markedet i verden (se figur 2.5.1).

Odfjell

Bergensrederiet Odfjell har drevet shippingvirksomhet siden 1900-tallet, men det var først på 1960-tallet at rederiet skulle spesialisere innenfor kjemikalier. Siden den gang har selskapet bygget seg opp en flåte av 92 spesialtankere, og vil i løpet av de nærmeste årene motta leveranse av ytterligere 18 nybygg noe som gjør Odfjell til verdens største befrakter av kjemikalier og flytende bulk målt i flåtekapasitet.

Inkludert nybygg er Odfjell oppe i en total kapasitet på 3,2 millioner dødvektstonn. Flåten opererer hovedsakelig i Asia, Europa og Sør-Amerika. Odfjell tilbyr også et helhetlig logistikkssystem gjennom sine terminaler i blant annet Rotterdam, Houston og Dalian. Her

⁸ Årsrapport Odfjell 2008

⁹ DvB Shippingrapport 2009

Tilbys det blant annet lagring av produkt og videre landtransport via samarbeidspartnere¹⁰.

Stolt-Nielsen

Stolt-Nielsen har flere likhetstrekk med Odfjells virksomhet. Stolt-Nielsen ble grunnlagt i Bergen i 1959 av Jacob Stolt-Nielsen. Rederiet opererer en flåte på 70 tankere for langtransport og 80 mindre tankere for innlands/kysttransport. Flåten varierer i størrelse fra små elvetankere på 1000 dødvektstonn, og opp til de største på over 40.000 dødvektstonn. (I mange statistikker over flåtestørrelser regnes ikke de aller minste skipene med. Dette gjelder også i figur 2.3). Den totale flåtekapasiteten overskrider dermed 2,5 millioner dødvektstonn, som i snitt har en årlig befraktning på 25 millioner tonn av råvarer. I likhet med Odfjell har også Stolt-Nielsen satset tungt på terminalløsninger gjennom sitt datterselskap Stolthaven. Terminalene finner vi i alle verdensdelene, med unntak av Afrika og Australia.

Eitzen

Eitzen drifter i dag en flåte på 87 skip, hvorav 23 er innleid. I tillegg venter selskapet levering av ytterligere 10 fartøyer de nærmeste årene. Skipene er i størrelsesorden 3.500 – 50.000 dødvektstonn og har en gjennomsnittsalder på ca 9 år. En betydelig vekst de seneste årene har gjort Eitzen til verdens 3 største aktør innen kjemikalietanknæringen. Veksten kommer, i tillegg til den organiske veksten, i stor grad gjennom ulike oppkjøp og sammenslåinger. Eitzen kjøpte i 2001 opp det danske selskapet KIL Shipping AS, noe som også var Eitzens første møte med kjemikalienæringen. Selskapet fikk navnet Camillo Eitzen, men skiftet i 2006 navn til Eitzen Chemicals. I november samme året valgte kjemikalieselskapet å gå på Børs etter et oppkjøp av Songa Shipholding.

Selskapets flåte opereres via kontorer i Danmark, Frankrike, Spania, USA og Singapor.

2.2 Utkilen

2.2.1 Generelt om Utkilen

Utkilen AS er et norskregistrert kjemikalietankrederier. Selskapet ble stiftet i 1967 og har siden den gang opparbeidet seg en driftsflåte bestående av 22 tankere i størrelsesorden 2.500 –

¹⁰www.odfjell.no

19.500 dwt, og ytterligere ett under bygging. Av disse er 16 helt eller delvis eid av konsernet. Dette har gjort Utkilen til en av Nord-Europas ledende kjemikalietankrederier innen sitt geografiske område.

Transport av ”Slurry”, en blanding av malt marmor, vann og kjemikalier, er Utkilens hovedbefraktning. Dette blir fraktet fra Omya Eldnesvågen i Møre og Romsdal til papirprodusenter i hovedsakelig Oulo (Finland) og Moerdijk (Nederland)/Emden (Tyskland). Den samlede transporten for Omya utgjør ca 1/3 av selskapets totale befraktning som i 2008 utgjorde 7,1 millioner tonn, en nedgang fra 8 millioner fra året før. I tillegg til dette består resterende volum for det meste av metanol/oljeprodukter som blir fraktet for det meste inn og ut av Østersjøen.

Den største andelen av flåten driftes på langsiktige kontrakter, med en noe mindre andel i spotmarkedet. Kontraktsdekningen var i første halvdel av 2009 på ca 70 %, noe som også samsvarer med selskapets egen policy om langsiktig foretningmessig tenkning, og førsteklasses befraktere. Dette er likevel en nedgang fra 2008, der selskapet opererte med 82 % kontraktsdekning. Av den gitte kontraktsdekningen er ca halvparten 10års kontrakter med Omya, der gjennomsnittlig resterende kontraktslengde utgjør 5,5 år.

Selskapet har sitt hovedkontor i Bergen der de har 50 ansatte. Selskapet hadde i tillegg gjennomsnittlig 236 ansatte om bord på skipene i løpet av 2008. Mannskapet kommer hovedsakelig fra Norge, Filippinene og Latvia.

I tillegg til hovedkontoret i Bergen er Utkilen tilstedeværende gjennom sine datterselskap både i Sveits (ChemTrans) og i Nederland (Utkilen Nederland BV). Befraktningen skjer hovedsakelig gjennom Bergen Tank Brokers (BTB) der Utkilen er medeier¹¹.

2.2.2 Historikk

Utkilen-familiens sjøfartshistorikk strekker seg tilbake mer enn 100 år, til da Annenias Utkilen kjøpte sin første fraktskøyte i 1889. Gjennom tre generasjoner har selskapet bygget seg opp til et ledende kjemikalietankrederie, men på veien har rederiet også drevet med både fiskeri, drybulk, nordsjøfrakt og innen passasjersegmentet. Utkilen Shipping slik vi kjenner det i dag ble første gang registrert i 1967, da som Anders Utkilen rederi AS. Rederiet hadde riktig nok drevet med tankvirksomhet tidligere, men dette var året da omorganiseringen av

¹¹ Utkilen AS årsrapport 2008

selskapet til aksjeselskap tok til. Samtidig markerte disse årene begynnelsen på omleggelsen fra et kombinert tank og tørrlastrederi, til et spesialisert tankrederi¹². På midten av 60-tallet tok Ove Utkilen over styringen, samtidig som faren Anders trappet gradvis ned. Samtidig gikk rederiet i større grad over til å kontrahere nybygg fra verft, og gikk dermed bort fra en lang tradisjon om kjøp og ombygging av eldre skip.

Utkilen har historisk sett vært svært heldig med sine investeringer i nybygg. Under shippingkrisen på slutten av 70-tallet ble det foretatt store ekspansjoner og investeringer i skip til en billig penge. Flåten fordoblet seg i størrelse og stod god rustet før en ny oppgangstid. I 1982 innledet selskapet sitt forhold til Hustadmarmor AS (Nå Omya), som de frem til dags dato har hatt som sin største enkeltkunde.

I 2003 overtok Utkilen det Sveitsiske rederiet ChemTrans Shipping AG. Selskapet satt med store skipskontrakter spesielt mellom Østersjøen og kontinentet, noe som passet inn i Utkilens eksisterende fartsmønster. ChemTrans var også i besittelse av fem innleide skip som nå ble tatt med i flåten. Til sammen satt Utkilen nå på driften av over 15 skip i sin portefølje.

Mars 2007 endret Anders Utkilen Rederi AS navn til Utkilen AS.

2.2.3 Ledelse og menneskelige ressurser

Utkilen har lange tradisjoner som en familieeid bedrift, men etter at Ove trakk seg ut av den daglige driften i 2005 har ikke Utkilen-familien hatt ledende posisjoner i rederiet. Samtidig i 2005 skjedde det et stort skifte både i styret og ledelsen.

Bjørn Sjaastad kom inn som ny Styreformann. Sjaastad har lang fartstid innen kjemikaliebransjen med fortid som administrerende direktør i Odfjell, der han var i over 15 år. Sjaastad ble rekruttert av Fredriksen og Frontline i 2006, etter at han måtte fratre som konsernsjef i kjemikalietankrederiet Odfjell i kjølvannet av den store kartellsaken. Stillingen som administrerende direktør i Frontline hadde han frem til 2008. Sjaastad høster svært gode skussmål og anses som en høyt respektert skikkelse i finansmiljøet. Sjaastad har i tillegg vært president i Norges Rederiforbund en lengre periode.

Sjaastad valgte å gjøre utskiftninger også i toppledelsen i Utkilen. Geir Mjelde, som tidligere hadde jobbet i Odfjell sammen med Sjaastad ble satt inn som ny administrerende direktør.

Geir Mjelde er utdannet økonom med mange års praksis i bransjen, blant annet ved Odfjells

¹² Utkilen – Fra bygdesjøfart til industriell shipping

kontor i Houston. Espen Bjelland ble samtidig hentet inn som nye finansdirektør, også han med en fortid fra Odfjell. Alle besitter fremdeles sine posisjoner i Utkilen, men Geir Mjelde har imidlertid valgt å fratre sin stilling i Utkilen ved utgangen av 2009. I tillegg har Utkilen en høyt kvalifisert besetning om bord på sine fartøyer, hentet fra selskapets tilknyttede rekrutteringskontor.

2.2.4 Organisering og Eierforhold

Utkilen er organisert som et aksjeselskap, der Utkilen Holding AS er hovedaksjonær med en eierandel på 95% av selskapets aksjer. AS Spesialtank eier de resterende 5 % av selskapet. Utkilen holding er i sin helhet eid av Ove Utkilen og hans familie, mens AS Spesialtank er eid av Bjørn Sjaastad som også fungerer som formann i styret. Konsernets oppbygging består av Utkilen AS som morselskap, med 6 hel eller deleide datterselskap, hvorav to har beliggenhet i henholdsvis Nederland og Sveits. I Utkilen Shipinvest KS finner vi Omya , som tidligere nevnt er Utkilens aller største befraktningskunde, som en majoritetseier med 51% av aksjene (se figur 2.6)

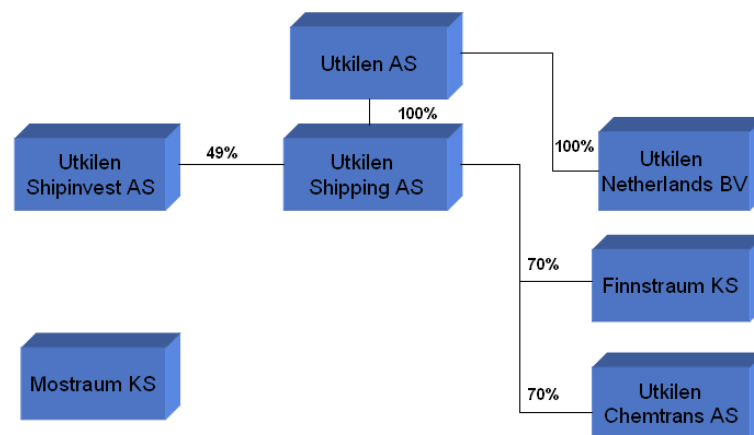


Fig 2.6 Konsernstruktur¹³

2.2.5 Selskapets flåte

Utkilen drifter i dag en flåte med en gjennomsnittsalder på 14 år (se figur 2.7). Dette er ikke en unormal høy alder, men tre av skipene har en alder som er over 28 år. Selskapet har selv uttalt at de er interessert i å fornye deler av flåten sin, noe de har vist gjennom to nybygg fra Kina. Dette er to topp moderne kjemikalietankere på henholdsvis 19.540 og 19.800 dwt. Altså

¹³ Utkilen Strategi

de største fartøyene som Utkilen til nå har hatt i sin flåte. Første skipet ble levert i mai 2009, mens neste skip skal leveres i slutten av 2009. Utkilen hadde i tillegg kontrakter for bygging av ytterligere 3 nye skip fra det italienske verftet Cantiere Navale De Poli som har hatt store økonomiske problemer. For å verne om sine interesser valgte Utkilen å kansellere disse kontraktene. Skipene skulle være på 9.500 dwt, og mest sannsynlig overta for Vikstraum og Havstraum som begge er 28 år gamle og i samme størrelse. Utkilen hadde bankgarantier for disse kontraktene, og rammes derfor i liten grad økonomisk av kanselleringene. Skipene skulle være en felles investering mellom Utkilen og EGD AS (Eid av familien Galtung Døsvig). Utkilen har nå utsatt planene for bestilling av flere nybygg i påvente av de videre utsiktene for markedet og prisene i annenhåndsmarkedet¹⁴.

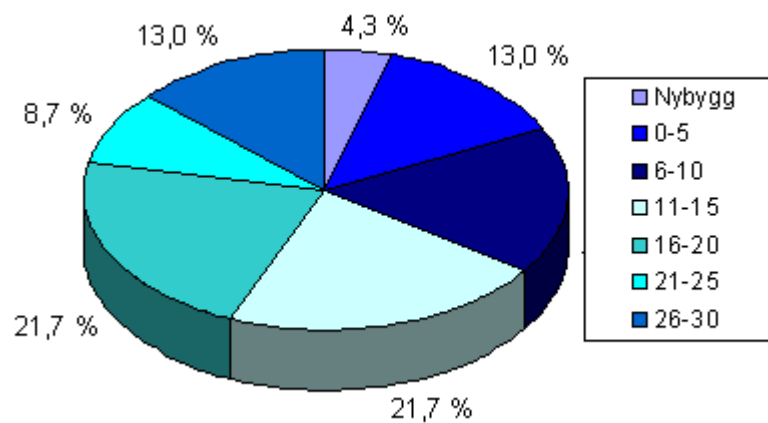


Fig 2.7 Alderfordeling av flåte

¹⁴ <http://www.skipsrevyen.no/nyheter/28925.html>

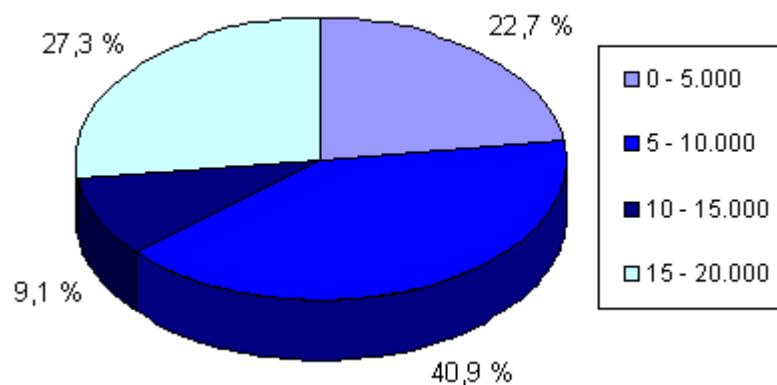


Fig 2.8 Flåte fordelt etter dødvectstonn (dwt) ¹⁵

Utkilens flåte er bygget i høy standard innen sine respektive byggeår. I tillegg er de fleste av fartøyene isklasse A1, noe som betyr at de kan gå gjennom vann belagt med is på opptil en meter, uten hjelp av isbrytere.

I 16 av tankskipene finner vi dessuten tanker bygget i rustfritt stål. Dette gjør at skipene er meget fleksible med tanke på last som kan fraktes. Resterende skip er bygget med marinelinetanker eller coating. Dette gjelder først og fremst tre skip som er innleid fra Stenersen rederi AS.

Det er en klar overvekt av skip i størrelsesorden 0-10.000 dwt innen Utkilenflåten (se figur 2.8). Trenden har derimot gått i en ny retning etter 1998. Flåten omfatter i dag 8 skip som er bygget de ti siste årene. Felles for dem alle er at de er over 13.000 dwt.

2.2.5 Bergen Tank Brokers

Utkilen har i dag en eierandel på 49 % i Bergen tank brokers (BTB), som er rederiets egne ”in-house” meglere. Samarbeidet har pågått helt siden oppstarten av BTB i 1986, og meglersekskapet holder nå til i samme kontorlokaler som Utkilen selv. BTB tar seg av blant annet befraktningskontrakter, salg av skip og analyser av markedet, og avdelingen er bygget opp med fagpersonell med lang erfaring innen kjemikalietankmarkedet.

¹⁵ <http://www.utkilen.no>

3. Verdsettelsesteknikker

3.1 Innledning

Gjennom denne analysen vil hensikten være å komme frem til et verdiestimat på Utkilen. Det presenteres her først alternative verdsettelsesmetoder, for så en konkrete vurderinger av hvilke teknikker som vil benyttes senere i oppgaven.

Det finnes hovedsakelig tre ulike verdsettelsesteknikker ved verdivurdering av et selskap.

Felles for dem alle er at de gir et verdiestimat av selskapets egenkapital. De tre verdsettelsesteknikkene er som følger:¹⁶

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

3.2 Fundamental verdsettelse

Fundamental verdsettelse er en teknikk som gir en mer nøyaktig analyse enn komparativ og opsjonsbasert verdsettelse. Teknikken er basert på underliggende forhold i bedriften noe som en gjør gjennom en strategisk regnskapsanalyse og utarbeidelse av fremtidsregnskap og krav. Fremgangsmåten krever at en går i dybden i blant annet bedriftens historiske regnskap, noe som fort blir svært tidkrevende og ikke minst gjør at en har behov for store mengder data¹⁷.

Metoden er til gjengjeld mer dyptgående og nøyaktig enn de to andre teknikkene¹⁸.

Dette gjør at teknikken egner seg best på bedrifter i en moden fase, eller bedrifter i tilbakegangsfasen hvor historisk data er mulig å oppdrive.

Den fundamentale verdivurderingen blir ofte delt opp i følgende 5 steg:

¹⁶ Damodoran (2002)

¹⁷ Penman (2004)

¹⁸ Koller, Goedhart and Wessels (2005)

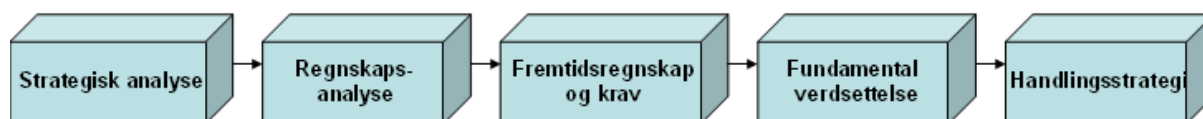


Fig 3.9 Rammeverket for fundamental verdsettelse¹⁹

Den strategiske analysen blir delt opp i to deler: Intern og ekstern analyse. Gjennom disse analyseres konkurransemessige forhold som igjen kan føre til superprofitt for selskapet. Resultatet fra disse analysene brukes senere i fremtidsregnskapene som utarbeides i del 10 i denne analysen.

I regnskapsanalysen omgrupperes først finansregnskapen for enten investororientert eller kreditororientert analyse. Deretter justeres det offentlige regnskapet for målefeil av vesentlig karakter, og utfører en analyse av forholdstallene ut fra det justerte regnskapen for å kartlegge de underliggende økonomiske forholdene i bedriften.

Framtidsregnskapet utarbeides så for å lage estimater på bedriftens fremtidige kontantstrøm. Dette gjøres ved hjelp av den strategiske analysen, og analysen av regnskapstallene.

I steg 4 utfører en verdsettelsen som bygger på fremtidsregnskapet og en neddiskontering av den estimerte kontantstrømmen som en har utarbeidet her.

Analysen avsluttes så med en handlingsstrategi, hvor en konkluderer rundt resultatet funnet i den fundamentale verdsettelsen.

3.3 Komparativ verdsettelse

Komparativ verdsettelse baserer seg på å måle et selskaps verdi eller eiendeler direkte opp mot et sammenlignbart selskaps verdi eller eiendeler, og dermed sette en pris ut fra dette. Verdsettelsesteknikken kan brukes individuelt, men egner seg også svært godt som et supplement til en fundamental verdsettelse.

¹⁹ Knivsflå (2006)

Rammeverket for komparativ verdsettelse blir presentert i figuren under:



Fig 3.10 Rammeverket for komparativ verdsettelse

Komparativ verdsettelse deles opp i to ulike modeller:

Ved bruk av multiplikatorverdier finner en verdien av bedriften ved å bruke en såkalt basis eller skaleringsfaktor. En justerer størrelsen på denne ved hjelp av en multiplikator som en regner ut fra tall hos tilsvarende bedrifter. Basisverdien kan for eksempel være fortjenesten pr aksje, og multiplikatoren kan være pris/fortjeneste (P/E) som er den mest brukte multiplikatoren.

Det er svært viktig at en benytter basisverdier fra samme periode, og at denne er justert for ”unormale hendelser”. Slike unormale hendelser må da også justeres for i prisen en legger til grunn for utrekning av multiplikator tallet. Ved å multiplisere basisverdien og multiplikator tallet kan en nå komme frem til et verdiestimat på aksjen.

Bruk av multiplikatorverdier kalles også under komparativ verdsettelse for den direkte metoden.

Multiplikatormodellmetoden passer seg godt for bedrifter i oppstartsfasen da den ikke krever historisk data langt tilbake i tid, og passer godt som et supplement til en fundamental regnskapsanalyse. Krav til mindre input har også ført til at metoden er svært utbredt i analysesammenheng, da den er mindre tidkrevende og kostbar enn fundamental verdsettelse²⁰. Men metoden har også sine svakheter. Det kan være vanskelig å finne komparative bedrifter med regnskapsinformasjon som vil føre til en god analyse. Dette gir også en mulighet til manipulasjon av estimat, ved at en velger komparative bedrifter ut fra hvilke analyseresultat en ønsker å komme frem til. Svingninger i aksjemarkedet grunnet psykologisk spill, bobler og sterk pessimisme eller optimisme vil også gi store utslag i en komparativ verdsettelse²¹.

Substansverdimodellen, som også kalles indirekte komparativ verdsettelse, estimerer salgsverdien på eiendelene i selskapet. Dette gjøres ved å sammenligne eiendeler med

²⁰ Penman (2004)

²¹ Penman (2004)

markedsverdien på tilsvarende eiendeler. Her stilles det krav til at alle eiendeler har en observerbar pålitelig markedspris, og at det er mulig å identifisere alle eiendeler som er i bedriften. For å finne verdien av selskapet må en videre verdsette gjelden i selskapet på samme måte, for deretter å trekke denne fra verdien på eiendelene.

Substansverdmodellen egner seg god for bedrifter i slutfasen eller stor fare for likvidering²² av bedriften, og da spesielt for bedrifter med kapitalintensive eiendeler som lett lar seg omsette i markedet. Dette kan for eksempel være selskap innen flytrafikk, shipping og eiendom.

3.4 Opsjonsbasert verdsettelse

Opsjonsbasert verdsettelse er først og fremst et supplement til en fundamental verdsettelse. Her fokuseres det på å eksplisitt bygge inn nåverdien av fleksibilitet i driften. Denne nåverdien av fleksibilitet vil som oftest være verdien av en eller flere realopsjoner i driften eller finansieringen²³. Verdien av egenkapitalen til selskapet finner en dermed ved at den fundamentale verdien blir tillagt nåverdien av fleksibiliteten, altså realopsjonene. Slike realopsjoner kan vi dele inn i 3 ulike hovedtyper som omfatter opsjon til å ekspandere, vente (for eksempel ved utbygging av oljefelt) og nedskalere/avvikle.

I figur 3.11 følger rammeverket for opsjonsbasert verdsettelse.

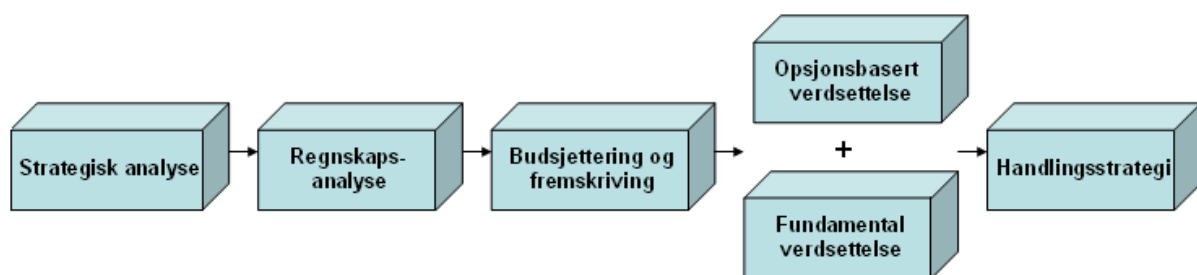


Fig 3.11 Rammeverk opsjonsbasert verdsettelse

Metoden egner seg best for bedrifter som opererer innen råvarebransjen, og/eller med et begrenset antall produkt. Teknikken gjør det mulig å finne verdien på underliggende eiendeler som ellers er vanskelig å verdsette, og som ikke fanges opp av den fundamentale verdsettelsen. Store problemer ved informasjonshenting ved denne type verdsettelse fører

²² Damodaran (2002)

²³ Knivsflå (2006)

likevel til at metoden er mindre utbredt enn de to tidligere nevnte verdsettelsesteknikkene. I tillegg knytter det seg stor usikkerhet rundt blant annet levetid og innløsningskurs til realopsjonene, noe som ofte må estimeres, og dermed fører til usikre tall.

3.5 Valg av verdsettelsesteknikk

For å finne den verdsettelsesteknikkens om passer best på selskapet, så må vi gjøre en vurdering rundt ulike faktorer. Gjennom introduksjonen av de forskjellige verdsettelsesteknikkene kom det frem at livssyklus og valg av bransje var to viktige forutsetninger samtidig som sannsynligheten for konkurs og informasjonstilgang spiller inn.

Utkilen har vært i kjemikalietankbransjen i over 40 år, og innen shippingbransjen i over 100 år, noe som medfører at tilgangen på regnskapsdata er rimelig stor. Det at Utkilen er i en tidlig modningsfase på livssyklusen taler og for at fundamental verdsettelse er en teknikk som passer bra til selskapet. For selskap som befinner seg i modningsfasen vil det være naturlig å utfylle den fundamentale verdsettelsen med enten en komparativ verdsettelse, eller en opsjonsbasert verdsettelse.

Shippingbransjen er preget av store kapitalintensive investering, der markedspris på skipene med litt innsikt kan observeres i markedet. Dette åpner opp for at en komparativ verdsettelse (substansverdimodellen).

Det er ingen tegn som tyder på at Utkilen ikke vil fortsette sin drift, noe vi vil se senere i vår risikoanalyse av selskapet. En kan dermed se bort substansverdimodellen da det er unaturlig å verdsette eiendelene i selskapet så lenge disse ikke skal realiseres. I tillegg er det svært lav omsetting av kjemikalietankskip i annen håndmarkedet, noe som gjør at markedsverdiene til skipene er svært vanskelig å oppdrive. Opsjonsprising kunne i utgangspunktet vært aktuelt vedrørende kjøps og salgsopsjoner på skip og ved inngåelse av store kontrakter, men dette ville krevd en betydelig høyere grad av informasjon enn den jeg har fått tildelt og godkjent til bruk av selskapet.

Utgangspunktet mitt i denne analysen vil dermed være å vektlegge en fundamental verdsettelse gjennom denne oppgaven, og samtidig benytte meg av en direkte komparativ verdsettelse med utgangspunkt i en multiplikatormodell som supplement for denne. Modellen er nærmere forklart under kapittel 12.

4. Strategisk analyse

4.1 Innledning

For å kunne lage et fremtidsregnskap av Utkile er det viktig å ha den rette innsikten i selskapet og bransjen. En strategisk analyse gir oss informasjon om Utkilens strategiske posisjon, prestasjonsevne og ikke minst risiko²⁴ i forhold til bransjestandarden.

Med **strategisk posisjon** menes det her at selskapet er i stand til å allokere ressursene sine, slik at det gir en strategisk fordel i forhold til konkurrerende bedrifter i samme bransje. Dermed vil selskapet ha mulighet til å oppnå en rentabilitet på egenkapitalen (ekr) som overgår egenkapitalkravet (ekk). Superprofitten blir da $ekr - ekk$, altså avkastningen som strekker seg utover det kravet som stilles til egenkapitalrentabiliteten.



Fig 4.12 Strategisk posisjon og superrentabilitet

Tilsvarende vil en negativ strategisk posisjon kunne føre til at kravet til egenkapitalen er høyere enn den faktiske avkastningen. I det lange løp vil ikke en slik bedrift være konkurransedyktig i markedet.

Bedriftens **strategisk prestasjonsevne** kan vi få kunnskap om ved å studere forholdet mellom prisen på aksjen og den bokførte verdien i selskapet. Dess høyere pris på aksjen, jo høyere blir dermed den strategiske prestasjonsevnen til bedriften.

Med forutsetning om en uendelig konstant vekst vil formelen for pris pr aksje være følgende:

$$Pris = \left(1 + \frac{ekr - ekk}{ekv - ekk}\right) \cdot Bok = \left(1 + \frac{\text{varig strategisk fordel}}{ekv - ekk}\right) \cdot Bok$$

²⁴ Barney (2003)

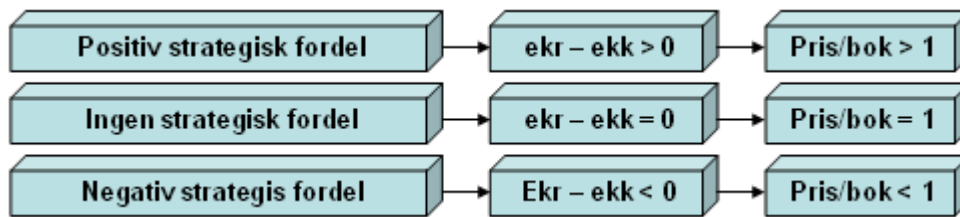


Fig 4.13 Strategisk prestasjonsevne

Ved en strategisk fordel vil altså avkastningen til egenkapitalen strekke seg utover kravet. Dette gir også incentiver til økt aksjepris, og pris/bok forholdet for en bedrift med positiv strategisk fordel dermed overskride 1. Motsvarende vil en bedrift med negativ strategisk fordel dermed ha en pris/bok lavere enn 1 og ved ingen strategisk fordel tilnærmet 1.

Strategisk risiko defineres som ”faren for at egenkapitalrentabiliteten e_{kr} blir mindre enn det som er ventet e_{kk} – og utfordringen til å gjøre e_{kr} større enn e_{kk} ”. Altså avvik fra $e_{kr} = e_{kk}$. Disse avvikene kan vi finne ved hjelp av variansen til egenkapitalrentabiliteten gjennom regnskapstallene.

Den strategiske analysen dekomponeres i en intern og en ekstern del hvor vi vurderer om selskapet innehar strategiske fordeler. Sammen kan disse sammenfattes i en SWOT-modell²⁵. Modellen vil si noe om hvordan Utkilen stiller i konkurranse med sine konkurrenter nå og i fremtiden. Dette vil fortelle oss om Utkilen kan forvente en superprofitt, altså en egenkapitalrentabilitet som er høyere enn kravet. SWOT-modellen er presentert i figur 4.14.

²⁵ Roos, von Krogh (2002)

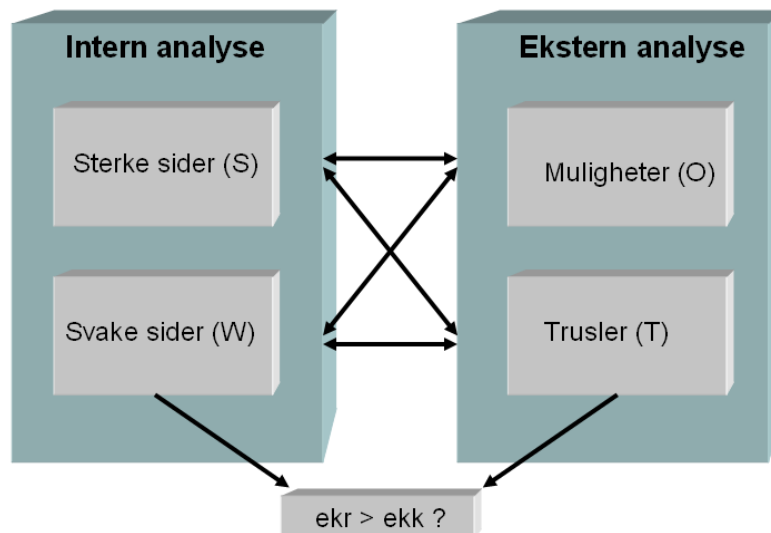


Fig 4.14 SWOT-modellen

4.2 Ekstern bransjeanalyse

I den eksterne bransjeanalysen skal vi identifisere hvilke muligheter og trusler som omgir bransjen. Dette gjøres her ved hjelp av en PEST-analyse²⁶, og en "Porter's five forces-modell"²⁷ da disse to utfyller hverandre bra. Disse to modellene er vist sammen i figur 4.15. PEST-analysen ser på de ulike makrofaktorene som påvirker bransjen, samtidig som Portermodellen gir en beskrivelse av intensitetsnivået i konkurransen. Målet med analysen er å vurdere bransjen i sin helhet som investeringsobjekt, for så videre i den interne analysen se nærmere på Utkilen spesifikt.

4.2.1 PEST-analyse

Rammeverket for PEST-analysen består av fire faktorer som analyseres på makronivå. Politiske (P), økonomiske/economic (E), sosiokulturelle (S) og teknologiske forhold (T). Disse skal gi oss et innblikk i hvilke utfordringer bransjen står overfor nå og i fremtiden.

²⁶ Roos, von Krogh, Roos (2002)

²⁷ Johnson, Scholes. and Whittington (2005)

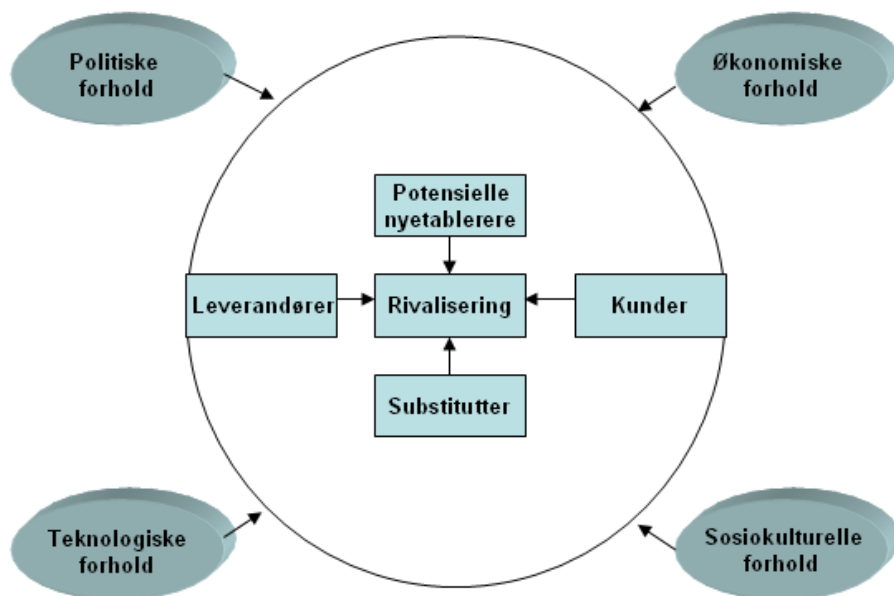


Fig 4.15 PEST-analyse

Politiske forhold

Politiske forhold omfatter viktige punkter som politisk stabilitet, skattepolitikk, handelsrestriksjoner, velferdspolitik, arbeidsmiljøloven og sikkerhetskrav²⁸.

De siste årene har det vært stor debatt rund den nye rederibeskatningen som stortinget vedtok i 2007. De nye reglene omhandler en tonnasjeavgift på 0,6 %, noe som gir en nærmere tilpasning til EU-direktivene. I tillegg ble det innført overgangsregler mellom ny og gammel ordning. Overgangsreglene pålegger rederne en gevinstskatteplikt på 2/3 av tidligere opptjent skattefrie egenkapital. Et slikt tilbakeholdt utbytte var altså ikke skattepliktig ved den tidligere skattereformen for rederne. I tillegg må den siste 1/3 benyttes til miljøinvesteringer internt i rederiet, eller betales som vanlig skatt. Ubetalt skatt skal tilbakebetales over 10 år.

Overgangsregelen til den nye skatteordningen har rammet den norske shippingbransjen hardt. For Utkilen vil den nye regelen medføre en økt gevinstbeskatning med 99,3 millioner kroner.

Flere rederier har nå gått sammen for å bestride lovligheten av overgangsregelen gjennom det rettslige systemet. Blant rederiene finner vi Bergesen og Farstad, og den 26. juni i år vant selskapene frem i Oslo tingrett. Tingretten slo fast at overgangsregelen var grunnlovsstridig grunnet sin tilbakevirkende kraft. Dersom et slikt utfall blir ståendes vil dette føre til en skattebesparelse for bransjen på over 11 milliarder kr²⁹. Utfallet er anket videre til neste

²⁸ Johnson, Scholes, and Whittington (2005)

²⁹ <http://e24.no/lov-og-rett/article3142668.ece>

rettsinstans.

Om det skulle vise seg at overgangsregelen likevel får gjennomslag, så vil dette kunne skape store konsekvenser for konkurransen mellom norske rederier, og selskaper som ikke er rammet av disse reglene i utlandet. Egenkapitalen i selskapene vil bli vesentlig lavere, noe som gir direkte utslag i investeringsstyrken og selskapenes likviditet.

Norske rederier har også en særordning for å beholde sysselsettingen av norske sjøfolk. Ordningen kaller refusjonsordningen og skal utjevne lønnsgapet mellom norsk og utenlandsk arbeidskraft, og dermed tilrettelegge for maritim virksomhet i landet³⁰.

Kjemikalietankbransjen kan i fremtiden håpe på flere politiske tiltak som vil øke etterspørselen etter kjemikalietankere. Dette kan skje ved strengere regulering av transport av nye typer flytende produkt, eller produkt som i dag blir transportert i vanlige bulkskip. Ett eksempel på dette er lovreguleringen rundt vegetabiliske oljer som nå må fraktes i tankere med IMO 2 standard. Miljøkrav kan altså slå positivt ut for bransjen.

Økonomiske forhold

Det er et stort antall makroøkonomiske faktorer som har innvirkning på bransjestrukturen. Faktorene med størst påvirkningskraft er konjunktursvingninger, rentenivå, inflasjon og inntektsnivå³¹. Innenfor kjemikalietankbransjen har vi også andre viktige faktorer med vesentlig innvirkning. Valutakursutvikling, og prisen på bunkers (oljeprisutviklingen) er store drivere av bransjens økonomiske resultat.

Kjemikalietanknæringen er grunnet sin nære tilknytning til industriproduksjon en svært konjunkturutsatt bransje (se figur 2.5). Omslaget i økonomien så vi første gang her til lands i slutten av 2007³², selv om finanskrisen først slo ut i full blomst i verdenssamfunnet i september 2008. Dette har vært med på drive fraktratene i bransjen ned med opptil 35% på enkelte ruter³³ sett i forhold til september 2008. Nylig (18.9.2009)³⁴ meldte OECD at brutto nasjonalprodukt igjen var stigende i de fleste av medlemslandene, og at resesjonen nå kunne avblåses. Det er imidlertid delte meninger om hvor lenge den internasjonale finanskrisen vil

³⁰ http://www.kpmg.no/arch/_img/9260418.pdf

³¹ Johnson, Scholes, and Whittington (2005)

³² <http://www.ssb.no/emner/08/okind/finanskriser.html>

³³ Eitzen 2.kvartalsrapport 2009

³⁴ <http://offshore.no/nyheter/sak.aspx?Id=26099>

vedvare, og hvor rask oppgangen vil bli når den først kommer.

Kjemikalietankmarkedet er derimot preget av mange langsiktige befraktningsavtaler, noe som gjør at de er mindre utsatt for kortsiktige svingninger i økonomien.

Trass i sviktende fraktmarked, så har konjunkturedgangen også gitt enkelte positive ringvirkninger i økonomien. Rentenivået i Norge er på et historisk bunnpunkt, noe som fører til billigere finansiering av tunge investeringer som er et fellestrekk for alle selskapene i bransjen. Norges bank har likevel gitt klart uttrykk for at dette ikke vil bli en vedvarende trend. Norges banks rentebane indikerer at renten nå har nådd sitt bunnpunkt, og vil gradvis ta seg opp i 2010³⁵.

Oljeprisen har også stor betydning for bransjen da bunkers er en av de største kostnadsdriverene.

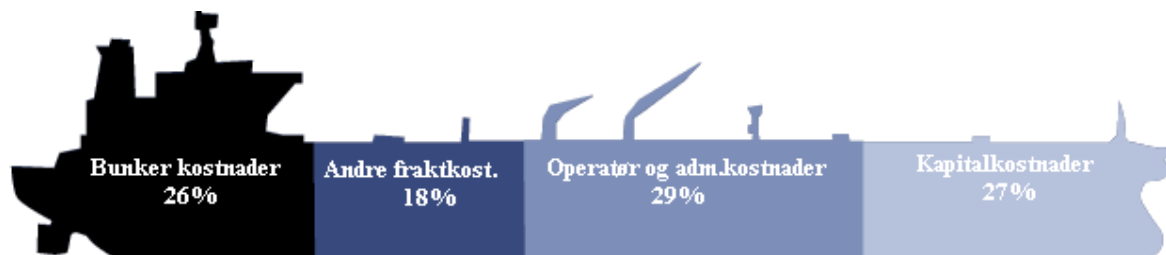


Fig 4.16 Typisk kostnadsfordeling kjemikalietanker³⁶

Utviklingen i oljeprisen har vært svært volatil siste årene. Mai 2008 hadde vi en oljepris på over 140 dollar fatet, mens vi senere samme året kunne observere en oljepris under 40 dollar pr fat. OPEC har satt et uformelt mål om å holde oljeprisen rundt 75 dollar fatet. Dette stemmer også overrens med fremtidig kontraktpris på olje levert desember 2010³⁷.

³⁵ <http://www.hegnar.no/okonomi/rente/article388438.ece>

³⁶ Odfjell årsrapport 2008

³⁷ <http://www.dn.no/energi/article1630568.ece>



Fig. 4.17 Bunkerpriser Rotterdam

Martin Stopford analyserer i sin bok *Maritime economics* de ulike segmentene i shippingmarkedet, og viser her til hvor volatile resultater som oppnås i ulike sykluser. Shippingnæringen er i en bransje med relativt lange sykluser. Gjennomsnittlig syklusetid siden 1881 har vært på 8,7 år, der enkelte av syklusene har vært opp mot 15 år³⁸. Typisk for disse syklene er økt etterspørsel etter skip og befraktningsvolum i perioder, noe som sender prisene på skip oppover, samtidig som nykontraheringen øker dramatisk. Når den nye tonnasjen så kommer inn i markedet vil rater og priser på skip presses nedover.

Over tid har likevel kjemikalietankbransjen vist seg å prestere gjennomsnittlig over det forventede kravet som stilles til de enkelte selskapene. Martin Stopford analyserer i sin bok *Maritime economics* de ulike segmentene i shippingmarkedet, og viser her til hvor volatile resultater som oppnås i ulike perioder, noe som gir en ustabilitet mellom egenkapitalrentabilitet og egenkapitalkravet på kort sikt.

Sosiokulturelle forhold

Viktige faktorer relatert til sosiokulturelle forhold er først og fremst endring i livsstil, forbruksmønster, demografi og inntektsfordeling.

Gjennom etterspørsel av produkter gir dette direkte innvirkning på kjemikaliebransjen, da økt produksjon også vil føre til økt transport av råvarer. Også her vil svakere kjøpekraft blant konsumentene være en direkte effekt av konjunkturutviklingen vi har stått overfor siste året.

³⁸ Martin Stopford (2008)

Kjemikalietankerflåten er en av de mest moderne og ikke minst sikreste shippingflåtene innen fraktsegmentet. Dette kommer av stadig strengere krav til miljø sikkerhet, da denne flåten transporterer svært miljøskadelige produkt. Den økende trenden av miljøbeviste kunder og produsenter kan og tjene selskapene i bransjen som satser på sikkerhet og kvalitet.

Teknologiske forhold:

Med teknologiske forhold menes innovasjon, forskning fra det offentlige, hastigheten i utviklingen og kommunikasjonsteknologien³⁹.

Innen shipping er det en konstant innovativ utvikling. Et skrog er ikke lenger bare et skrog.

Nye løsninger både med tanke på sikkerhet og driftsøkonomi har kommet på markedet.

Driftsøkonomisk har det også vært en utvikling innen maskinmarkedet.

Kjemikalietanknæringen har også hatt stor glede av denne innovasjonen på flere felt. Stadig bedre rørsystem og pumper fra blant annet FRAMO, gjør at lasting og lossing nå skjer betydelig raskere enn for bare noen år tilbake.

Det er også utviklet nye løsninger for oppvarming av tankene ved hjelp av damp og termisk oljevarme. Dette gjør at lasten bedre ivaretas og lettere føres gjennom rørsystemet.

Rensingen av tankene går også mye kjappere enn før, da det er utviklet automatiserte rensesystemer med blant annet jet-stråler.

IKT-utvikling har også forbedret kommunikasjonen med land, logistikksystemer, sikkerhetsovervåkning og generell informasjonsflyt.

4.2.2 Bransjeanalyse

Porters five forces⁴⁰ er et rammeverk brukt for å gjøre en kvalitativ vurdering av et firmas strategiske markedsposisjon. Rammeverket er utarbeidet for brukt på bransjenivå, altså et marked som omsetter produkter som kan utfylle hverandres behov, og ikke på enkeltbedrifter. Rammeverket gir oss en dypere innsikt i markedsdynamikken og gir oss en oversikt over intensiviteten i konkurransen.

Porter valgte å dele modellen sin opp i 5 faktorer (se figur 4.18) som analyserer leverandørenes forhandlingsmakt, intern rivalisering i bransjen, kundenes forhandlingsmakt,

³⁹ Hill & Jones (2004)

⁴⁰ Johnson, G., Scholes, K. and Whittington, R (2005)

potensielle inntrengere/nyetableringer i bransjen og substitutter til bransjens produkt. Gjennom analysen får vi dermed et innblikk i maktfordelingen i de ulike ledd, og hvilke risikoer og utfordringer bransjen står overfor. Dette kan igjen si oss noe om hvordan profittpotensialet er for bransjen i et fremtidig perspektiv.

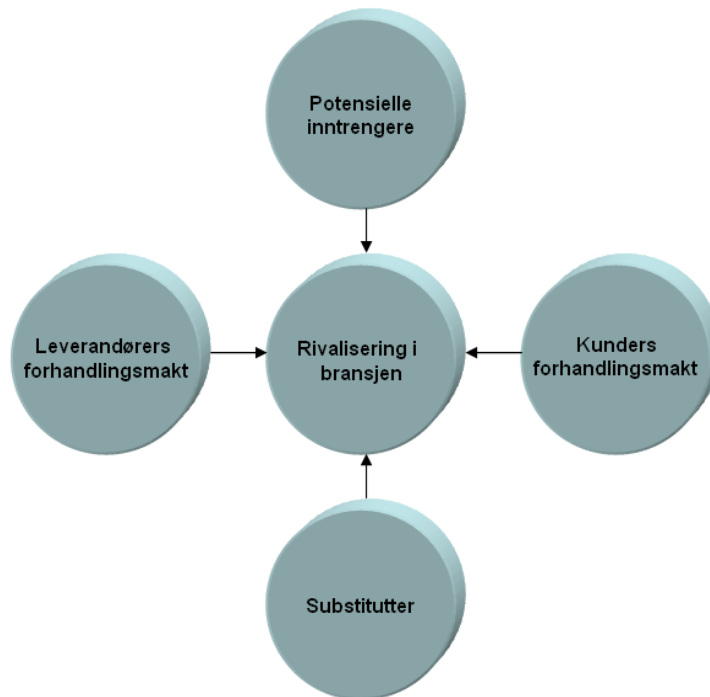


Fig 4.18 Porters five forces

Intern rivalisering i bransjen

Høy rivalisering internt i en bransje slår ofte ut i to ulike dimensjoner. Hard konkurranse leder ofte bransjen ut i en priskrig, noe som fører til at marginen på bransjens produkt avtar. Slik priskonkurranse gjelder spesielt i markeder der det er liten differensiering mellom produktet eller tjenesten som bedriftene tilbyr. Den andre dimensjonen gjenspeiler seg i bedriftens kostnadsdrivere. Ved hjelp av intensivt markedsføring, innovasjon og produkt differensiering kan bedriftene prøve å kapre markedsandeler. Disse to dimensjonene kombineres ofte i et rivaliserendes markedet, noe som fører til lavere fortjeneste på produktet, samtidig som vi observerer en økning i kostnadene.

Antall konkurrenter er åpenbart en viktig faktor som påvirker den interne konkurransen. Et høyt antall tilbydere gjør det vanskelig å beholde et stilltiende samarbeid, eller opprettholde bransjenormer som sier at en ikke skal intensivere en priskonkurranse. Dette har vi sett i mobilmarkedet de siste årene, der antall operatører har økt kraftig, samtidig som at lavprisselskapene har presset fortjenesten ned.

Vekstraten i industrien vil også være en direkte indikasjon på rivaliseringen i en bransje. Lav vekstrate vil gi incentivet til økt rivalisering da en trenger økt markedsandel og stordriftsfordeler for å kunne få den driftsmarginen som er ønskelig.

Utgangsbarrierer er også en viktig faktor som er med på å bestemme graden av rivalisering i en bransje. I en bransje med høye utgangsbarrierer vil det mest sannsynlig være perioder med overkapasitet og dermed økt konkurranse. Slike utgangsbarrierer kan komme av blant annet høye irreversible investeringer.

Kjemikalietankmarkedet består av et stort antall tilbydere, av et lite differensiert produkt. Men enkelte selskaper tilbyr for eksempel logistikkjenester som inkluderer både lagring og videre landtransport fra terminalene. Likevel er shippingmarkedet en bransje der pris står i hovedfokus. Prisen settes av markedet da det ikke utpeker seg en ledende aktør i denne bransjen.

Som tidligere nevnt var det 805 registrerte firmaer innen næringen ved inngangen til 2009. Til sammen stod disse for en tonnasje kapasitet på ca 40 millioner dwt. Markedet er nå inne i en svært hard periode etter 4 år med god fortjeneste. Ved inngangen til 2009 hadde den totale etterspørselen etter kjemikalietankere falt med mellom 20-25 %⁴¹ i forhold til samme periode året før. En av de viktigste driverne til etterspørselen etter kjemikalier er industriproduksjonen. I følge OECD's offisielle statistikk⁴² falt industriproduksjonen 2,3 % fra januar 2009 og frem til april, noe som har vært med på å holde både rater og etterspørsel nede.

Ut fra den siste statistikken til OECD har det derimot vært tegn til forbedringer, da industriproduksjonen økte med 2 % fra april til juni. Ratene har i samme periode stabilisert seg på et lavt nivå. Lave priser og dårlige vekstforutsetninger øker intensiviteten i konkurransen.

Et lyspunkt på sikt ser vi gjennom en estimert økning i det totale handelsvolumet frem mot

⁴¹ DVB Chemical Tanker Market

⁴² <http://stats.oecd.org/Index.aspx?querytype=view&queryname=90>

2015. Analyser viser at tallet vil ligge på rundt 215 millioner tonn⁴³, mot dagens 170.

Samtidig med finanskrisen møter bransjen på andre mer langsiktige problem. Mens etterspørselssiden gradvis har forsvunnet, så øker total tonnasje i markedet med over 35 % (ref. 2.1 Bransjen). Dette vil føre til en ytterligere rivalisering internt i bransjen, og lave ratepriser i den nærmeste fremtid.

Utgangsbarrierene for shipping er generelt høye, og da spesielt for skip innen kjemikalier som ikke omsettes hyppig i annenhåndsmarkedet. Den nye strømmen av tonnasje fra verftene, kombinert med laver nybyggpriser gjør at utgangsbarrierene tiltar ytterligere.

Høye utgangsbarrierer bidrar til en ytterligere rivalisering i tiden som kommer.

Det kan altså konkluderes med at den interne rivaliseringen i bransjen er høy.

Potensielle inntrengere

Bransjer med høy avkastningsmargin vil tiltrekke seg nye konkurrenter utenfra. En slik trussel for at nye aktører skal etablere seg vil alltid være til stede, men i ulik grad avhengig av forskjellige etableringshindringer. Slike etableringshindringer gjør at enkelte bransjer fremdeles kan operere med høy margin, grunnet lav konkurranse.

De mest sentrale etableringshindringene er stordriftsfordeler, produktdifferensiering, byttekostnader, kostnadsfordeler, kunnskap og statlige reguleringer.

For kjemikalietankbransjen vil kapital, og ikke minst utgangsbarrierene rundt investeringene, være to av de største etableringshindringene. Utgangsbarrierene vil tilta i årene som kommer grunnet den økte tonnasjemengden fram mot 2015.

Det er også vanskelig å drive lønnsomt som en liten aktør i markedet.

Kjemikalietankvirksomheten krever en ramme rundt bedriften i form av blant annet logistikk-løsninger og mannskapsavdelinger. Det samme gjelder fleksibiliteten rundt kontrakter og problemet som ellers vil oppstå ved skip som er off-hire (Tatt ut av drift). Det blir dermed vanskelig å komme inn som en liten utfordrer og skulle tilby samme kvalitet på produktet som større etablerte aktører.

Bransjen er også preget av langsiktige kontrakter, og sterke relasjoner mellom kunder og leverandører med sterke bånd det kan være vanskelig å bryte. Dette gjelder spesielt i dagens marked, der marginene allerede er svært lave, noe som medfører vanskeligheter å prise seg

⁴³ OSCLimited market rapport

inn i markedet, og likevel skulle klare å oppnå en fortjeneste.

Ett annet problem innen kjemikalietankbransjen er tilgangen på fagpersonell og mannskap.

Det kan dermed ta tid å bygge seg opp en flåte, med et velfungerende mannskap som oppfyller de strenge kravene som stilles til denne type transport.

Historisk sett har vi ikke hatt store nyetableringer i dette markedet de siste årene. Vi så riktig nok en liten oppgang i 2006/2007, men dette kom først og fremst grunnet innføringen av nye MARPOL reguleringer i 2007. Reguleringene innebar at vegetabilsk olje nå måtte transporteres i kjemikalietankere med minimum IMO 2 standard (dobbeltskrog)⁴⁴. Dermed ble det omlegginger i bransjen, og en del av de tidligere aktørene innen tankfrakt av vegetabiliske oljer, tilpasset skipene sine slik at de nå ble klassifisert som produkt/kjemikalietankere. Dette sees likevel ikke på som en nyetablering, da bare skipstypen endret seg.

Ved å vurdere bransjens etableringshindringer i sin helhet, kan vi konkludere med at faren for nyetablering i bransjen er relativ lav.

Trusler fra substitutter

Med substitutter menes tjenester eller produkter som kan dekke kundens behov utover det bransjen i dag tilbyr. Et slikt produktsubstitutt vil påvirke prisingen i bransjen negativt, da bransjen ikke bare må ta hensyn til sin interne prissetting i forhold til hverandre, men også prise seg slik at det hevder seg i konkurranse med substituttet. Ved fullt ut substituerbare produkt vil dermed de ulike markedene sette øvre prisgrenser for hverandre. Feilprising vil føre til kundeflukt produktene i mellom⁴⁵

Grunnet strenge krav til transport av kjemikalier, og høye kostnader finnes det i dag få alternativer til kjemikalietankerne. Transport via vei og jernbane eksisterer, men helst der det ikke er mulig å frakte kjemikaliene via sjøveien. Slik transport foregår også på kortere strekninger, gjerne fra skipenes losseterminaler og videre til fabrikker. Begrenset fraktmengde og ineffektivt lossing og avlossingssystem fører også til høye kostnader som gjør at alternativet ikke er konkurransedyktig mot skipstransporten. Grunnet sikkerhetsmessige krav er transport av enkelte kjemikalier også forbudt via veinettet.

Konklusjonen blir dermed at kjemikalietankerne ikke vil ha reelle substitutter som vil true

⁴⁴ Eitzen årsrapport 2007

⁴⁵ Hill & Jones (2004)

markedet de kommende årene.

Leverandørenes forhandlingsmakt

En leverandør er en som forsyner bransjen med komponenter, råvarer, arbeidskraft eller service. Dersom leverandøren tilegner seg for stor forhandlingsmakt, så kan dette true den økonomiske utviklingen i bransjen. En slik forhandlingsmakt kan oppstå når leverandørgruppen består av få aktører, som grunnet den lave konkurransen kan presse prisene oppover. Produktets betydning og substituerbarhet har også mye å si for leverandørens forhandlingsmakt. Et produkt kan være subsidierbart, men byttekostnader grunnet tunge investeringer kan føre til at bedriften binder seg til et produkt også i fremtiden. Vertikal integrasjon kan også påvirke leverandørens maktforhold. Med vertikal integrasjon menes et samarbeid eller oppkjøp mellom de ulike nivåene i næringskjeden. Dette kan for eksempel være en bedrift i bransjen som kjøper seg opp i leverandørbedriften eller omvendt. Et slikt samarbeid kan føre til at produsenten setter opp prisen til resten av bransjen, samtidig som den integrerte bedriften får rabatter.

Europeiske verft har i en årrekke vært kjent for høyere kvalitet og teknologiske kompetanse, sett i forhold til asiatiske verft, noe som har medført at en rekke kjemikalietankere som krever svært høy sikkerhetsmessig standard har blitt produsert nettopp her. De kvalitative forskjellene har derimot jevnet seg betraktelig ut, og vi ser at stadig flere rederi velger å bygge sine skip i det asiatiske og østeuropeiske markedet. Den økte konkurransen i nybyggmarkedet har dermed vært med på å holde forhandlingsmakten nede. Med den verdensomspennende konjunkturedgangen ser vi og en synkendes ordreinnngang blant verftsindustrien, noe som ytterligere svekker verftenes makt.

Råvareprisene spiller også en vesentlig rolle når det kommer til nybygg, hvor det blir brukt store mengder stål og rustfritt stål. Også her ser vi en svekkelse av forhandlingsmakten da vi ser en overkapasitet i markedet. Siden mai 2008 har indeksen for rustfritt stål falt fra 252,1, ned til 132,6 ved siste måling i juli, noe som tilsvarer en nedgang på nærmere 50 %⁴⁶.

Tilsvarende tall finner vi også for prisen på stål.

På sikt vil prisen på stål ta seg oppover etter hvert som den internasjonale resesjonen avtar, og

⁴⁶ <http://www.meps.co.uk/composite%20stainless%20steel%20priceindex.html>

industrien igjen kommer på bena. Antall tilbydere og tilgangen i markedet er likevel stor, så leverandørene vil heller ikke på sikt sitte med stor forhandlingsmakt.

Shippingindustrien har opplevd store lønnsjakk de siste årene. Tilgangen på arbeidskraft har vært svært lav, noe som har ført til økt rekruttering fra Asia og østeuropeiske land, og de fleste store rederier har også drevet vertikal integrering med eierandeler i rekrutterings og mannskapskontor. Det store antallet av ulike tilbydere medfører derfor at forhandlingsmakten ikke kan defineres som stor. Dersom en ønsker å holde seg til en flåtebesetning av kun norske sjøfolk, så vil imidlertid forhandlingsmakten være noe høyere da disse har vært en mangelvare de seneste årene.

Reparasjoner av skip utføres også av en rekke verft, noe som medfører liten grad av forhandlingsmakt. Byttekostnader kan likevel føre til sterk overprising på enkelte utstyrsdeler. Ofte er det kun produsenten av motoren som produserer reservedelene, noe som fører til at delen kan overprises ved salg. Det skal likevel hevdes at denne makten sjelden blir utnyttet, da det vil skape aversjon mot å velge den gitte produsenten ved neste nybygg.

Drivstoffpriser er også en av rederienes store driftskostnader. Også her ser vi at de fleste havner tilbyr drivstoff fra en rekke forskjellige tilbydere, noe som medfører at forhandlingsmakten blir lav. Vi kan se unntak i enkelte mindre havner med lav konkurranse, men dette er heller uvanlig.

Det kan her konkluderes med at leverandørenes forhandlingsmakt er lav da det er et stort antall tilbydere innenfor alle segment.

Kundenes forhandlingsmakt

Porter gir i sin bok "Competitiv strategy" en beskrivelse av et marked med høy grad av kundemakt. Dette betegner han som et marked der kundene er store og få, mens den respektive bransjen av leverandører består av mange og små tilbydere. I en slik situasjon er bransjen altså avhengig av å måtte kjempe om kundenes volum, og presser dermed prisene ned gjennom intern rivalisering.

At produktene bransjen tilbyr er udifferensierte bidrar ytterligere til at kunden vil fokusere på pris i sin avgjørelse, og bruke dette til å presse marginene i bransjen. Dersom produktet representerer en stor andel av kundens kostnad, så vil kundemakten øke ytterligere. Kunden

vil nå strekke seg lenger for å presse prisene, noe som kan føre til vertikal integrasjon, der kunden selv går aktivt inn i bransjen med eierandeler.

Kjemikalietankmarkedet benytter seg ofte av meglere når kontrakter skal forhandles. Dette er mellommenn som jobber for å forbinde ledig kapasitet med fraktavtaler i markedet. Meglerne reduserer ofte kundenes kjøpemakt da et stort antall av meglerfirmaene er deleide av kjemikalietankrederiene. Likevel står kundene fritt til å velge megler, eller inngå forhandlinger direkte på egenhånd.

Tilbud og etterspørselen i markedet er det som i hovedsak styrer kundenes forhandlingsmakt. Enkelte rederier tilbyr logistikk-løsninger som gjør at de skiller seg ut fra andre befraktere, båter med isklasse som kan gå i farvann der andre skip ikke kan seile, tanker som kan frakte produkter ikke alle andre skip kan frakte og så videre. Likevel er det minimal differensiering mellom rederiene, og det er få eller ingen selskaper som klarer å differensiere seg bort fra alle konkurrentene. Dette opprettholder konkurransen og kundemakten.

En ser også at kundene går inn med eierandeler i skip for å sikre seg befraktning til gunstigere priser i fremtiden. Et eksempel på dette finner vi også i Utkilen der Omya har en eierandel på 51 % i fire av skipene driftet av rederiet. Slik vertikale integrasjoner øker dermed kundemakten.

I følge IMF skal verdensøkonomien (world economic output) ned 1,3 % i år⁴⁷. Den økonomiske krisen har sprett seg langt utenfor kun den finansielle bransjen, og rammer også realøkonomien hardt. Dette gir ringvirkninger både til produksjonsbedrifter og igjen deres fraktører, noe som har ført til overkapasitet i markedet og lave rater. IMF anslår videre en oppgang i verdensøkonomien på 1,9 % i 2010. Oppgangen er likevel langt lavere en den anslåtte veksten i tonnasje. Dette gir forventninger om overkapasitet i markedet også i fremtiden.

Kundene vil dermed ha relativt stor makt i årene som kommer.

Konklusjon bransjeanalyse

Ut fra analysen ser vi at bransjen står overfor flere utfordringer og trusler i tiden som kommer. Kjemikalietankmarkedet er inne i en tøff periode med fallende rater og ledig kapasitet. Lav

⁴⁷ <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2009/update/02/index.htm>

industriproduksjon, og den generelle nedgangen i verdensøkonomien er et forbigående fenomen. Likevel ser vi mer langsiktige problemer i bransjen grunnet økningen i tonnasje kapasiteten. Dette, samt liten grad av differensiering fører til relativ høy rivalisering i bransjen.

De nevnte problemene fører også til lave marginer i bransjen. Dette gir en aversjon for nyetablering, spesielt med tanke på den høye kapitalbindingen og et vanskelig marked for salg av kjemikalieskip, noe som medfører stor risiko ved investeringene. Høye grad av time charter kontrakter og langsiktige relasjoner er medvirkende til at trusselen for nyetablering er lav.

Positive trekk ved finanskrisen finner vi derimot gjennom leverandørenes makt som er avtagende. Det har i mange år vært stor etterspørsel etter skip, mannskap og utstyr til shippingbransjen. Resultatet førte til lange ventetider, økte priser og lønninger som følge av høy leverandørmakt. Trenden har nå snudd, og verftene opplever dramatiske fall i bestilling av nye skip samt kansellering av allerede inngåtte kontrakter. Mannskapstilgangen har også blitt bedre etter økt rekruttering fra Asia og Øst-Europa, noe som fører til at leverandørmakten ikke utgjør en stor trussel i fremtiden.

Bransjen opplever heller ingen trussel fra substitutter da disse alternativene ikke har mulighet til å konkurrere med kjemikalietankerne verken på sikkerhet eller prisnivå.

Relativ høy grad av rivalisering og et marked preget av overkapasitet er hovedargumentene for kundenes middels/høye forhandlingsmakt i dagens marked. Det er tidligere i denne analysen konkludert med at økningen i kapasitet vil overgå den fremtidige veksten i befraktningsvolum, noe som gir en konklusjon om høy grad av kundemakt også i fremtiden

Under er resultatet fra bransjeanalysen vist i et søylediagram:

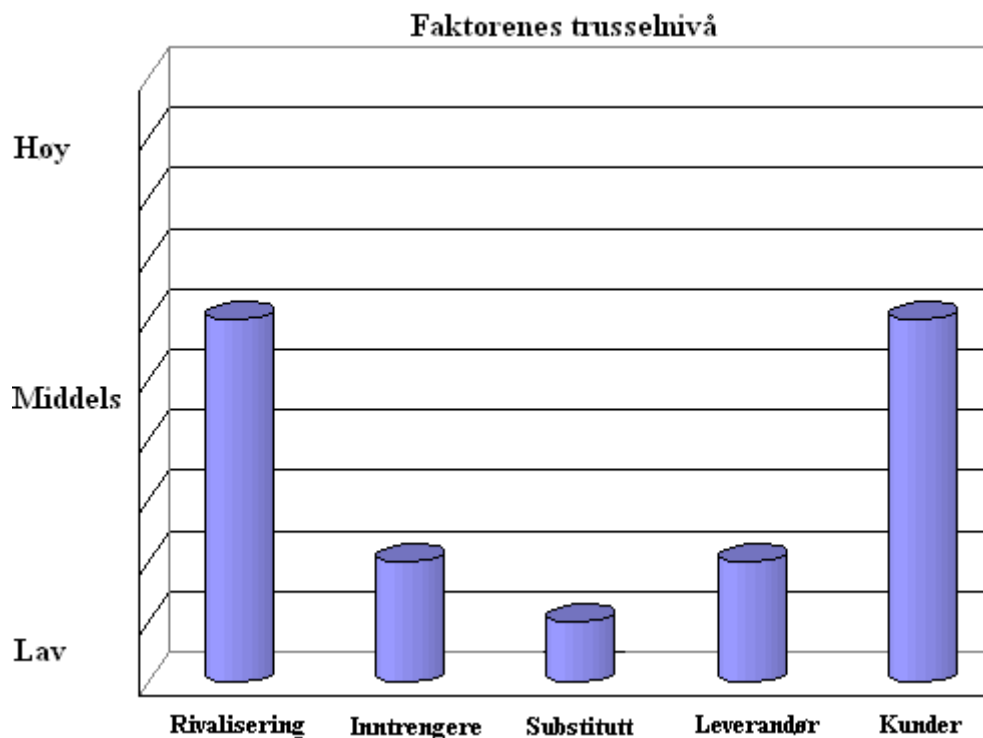


Fig 4.19 Oppsummering av bransjeanalyse

4.3 Intern analyse

I den interne analysen vil jeg se nærmere på Utkilens ressurser som kan lede til konkurransefortrinn. Analysen blir foretatt for å gi en pekepinn på om Utkilen oppnår en egenkapitalrentabilitet som overgår rentabiliteten ellers i bransjen. KIKK-modellen blir her brukt for å identifisere Utkilens sterkeste ressurser. Resultatet fra KIKK vil bli analysert videre i en SVIMA-analyse (Sjelden, Viktig, Ikke imiterbar, Mobilisert, Appropriert). Målet her er å avdekke om ressursene kan gi midlertidige eller varige strategiske fordeler, og dermed gi en egenkapitalrentabilitet som overgår rentabiliteten ellers i bransjen. Prosessen har vært utfordrende da den offentlig tilgjengelige informasjonen er begrenset. Jeg mener likevel at analysen gir en god og objektiv oversikt over Utkilens strategiske posisjon.

4.3.1 KIKK

KIKK er et strategisk analyseverktøy som benyttes for å avdekke en bedrifts kilde til konkurransefortrinn. Modellen er inndelt i fire mulighetsområder der en bedrift kan innta en overlegen posisjon i forhold til sine konkurrenter.

Dersom bedriften har overlegen kostnadsstruktur (**K**), overlegen innovasjon (**I**), overlegen kvalitet (**K**) og/eller overlegen kundespons (**K**) så kan dette lede til en konkurransefordel i markedet (se figur 4.20)

Vi ser ofte at en bedrift velger å fokusere på en av de gitte faktorene for å differensiere seg fra markedet. Lavprisselskap fokuserer ofte på kostnadseffektivitet, mens kvalitet er viktigere for produsenter av for eksempel luksusvarer.

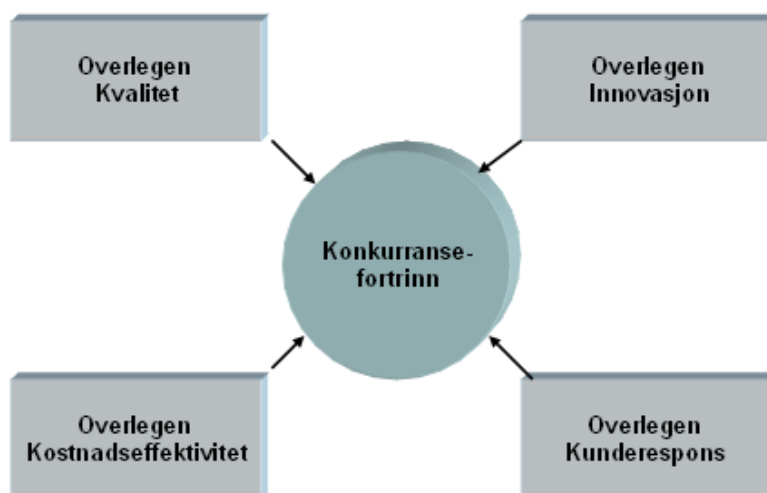


Fig 4.20 KIKK-Modellen ⁴⁸

Kostnadsstruktur

Innen mange bransjer er kostnader svært viktig da produktene er lite differensierte. Konsumentene har da få vurderingskriterier. Kostnadseffektivitet blir dermed et viktig virkemiddel dersom rivaliseringen i bransjen er høy. Overlegen kostnadseffektivitet fører til at en kan presse marginene, og dermed kapre markedsandeler fra konkurrentene.

Et slikt marked, med lav differensiering og høy rivalisering, ser vi i kjemikalietankmarkedet.

⁴⁸ Hill & Jones (2004)

Utkilen har en kostnadsstruktur som ikke skiller seg vesentlig fra bransjen ellers. I tillegg seiler Utkilens flåte under norsk flagg (NIS registrerte skip) med delvis norske sjømenn, noe som er med på å holde kostnadene oppe. En av grunnene til dette er at Utkilen sitt hovedsatsingsområde er kvalitet, noe som kommer frem gjennom rederiets policy:

”Utkilens policy er å drifte en moderne og godt vedlikeholdt flåte. Gjennom strategisk rekruttering og opplæring av offiserer og mannskap, skal Utkilen levere kvalitet, pålitelighet og effektivitet”. Satsningen på norskregistrerte skip er med på å fremheve kvaliteten, da Det Norske Veritas er internasjonalt kjent for sin høye standard på inspeksjoner.

Også norske mannskap, og det norske maritime utdannelsessystemet har et kvalitetsstempel i bransjen. Satsningen på kvalitet gjør det dermed vanskelig for Utkilen å ha en overlegen kostnadseffektivitet.

Innovasjon

Overlegen innovasjon kan føre til at produktet ligger fremfor resten av bransjen på enkelte områder. Innovasjon kan gi fordeler med selve produktet (produktinnovasjon), eller ved produksjonsmetoden (prosessinnovasjon). Produktinnovasjon vil forbedre kvaliteten til et produkt, eller føre til utvikling av helt nye bruksegenskaper. Målet ved satsing på prosessinnovasjon er å effektivisere produksjonen/serviceen og dermed gi lavere kostnader per enhet produsert.⁴⁹ Dette gjør et selskap sterkere rustet til en eventuell prisrig i et rivaliserende marked. Innovasjon er altså en viktig faktor som kan lede til konkurransefortrinn gjennom kvalitet og kostnadseffektivitet.

Innen kjemikalietankmarkedet er satsingen på innovasjon viktig. Ved å ha siste teknologi innen tanker, rengjøring, pumper, motor og skrog kan rederiene effektivisere lossing og lasting i tillegg til å korte ned på reisetiden. I tillegg kan innovasjonen føre til lavere driftskostnader.

Utkilen fikk i mai 2009 levert en ny avansert kjemikalietanker med det nyeste av teknologisk utstyr. I tillegg ventes det levering av et tilsvarende skip i slutten av 2009. Opprinnelig skulle Utkilen fornyet seg med ytterligere 3 kjemikalietankere, men som tidligere nevnt ble ikke disse levert grunnet problemer hos det italienske verftet. Dette viser imidlertid at innovasjon og fornyelse prioriteres høyt hos Utkilen. Med et nybyggskvantum i bransjen som utgjør over

⁴⁹ Hill & Jones (2004)

35 % av dagens totale flåte kan det likevel ikke sies at Utkilen er ledende eller har en overlegen posisjon her.

Kvalitet

Med overlegen kvalitet menes at produktet som leveres og dets egenskaper gir konsumenten preferanser for kjøp, selv om prisen kan være høyere enn konkurrentenes⁵⁰. På denne måten kan en differensiere seg bort fra en direkte priskonkurranse⁵¹. Satsing på økt kvalitet krever at konsumentene er villig til å betale ekstra, for økt kvalitet medfører også økte kostnader.

Innen kjemikalietankmarkedet er kvalitet en vesentlig faktor da sikkerhet både er påkrevd fra myndigheter og ønsket av kundene. Lastens karakter gjør at kundens og befrakters rykte er utsatt dersom det skulle forekomme utslipp. Pålitelighet og behandlingen av selve frakten er også avgjørende ved valg av befrakter for kunden.

Utkilen har derfor gjort kvalitet til sitt viktigste satsingsområde, og ligger her i toppen innen sitt segment av små og mellomstore kjemikalietankere i Europa.

Kvalitet på service tilbyr Utkilen gjennom sin lange erfaring i bransjen, svært kompetente ansatte og ved å ha en tett tilknytting til megler/befraktningsavdelingen sin (Bergen Tank Brokers).

Som tidligere nevnt holder Utkilens skip høy standard både sikkerhetsmessig og gjennom befraktningen (rustfrie tanker/marineline, IMO II standard og isklasse 1A på majoriteten av flåten).

Kunderespons

Kunderespons/orientering handler om å være oppdatert i markedet, identifisere hva kunden etterspør, og være rustet til å tilpasse seg disse behovene.

Målet er her å skape en høy kundetilfredshet, noe som igjen gir kunden høyere betalingsvilje. Bedriften kan dermed øke sine priser uten at dette nødvendigvis fører til kundefrastrømning. For å oppnå denne posisjonen, må bedriften kunne tilby et helhetlig produkt som differensierer dem fra resten av bransjen. Det er derfor stor sammenheng mellom kvalitet, innovasjon og kunderespons. Ved å tilby et kvalitetsprodukt som er tilpasset kundens behov gjennom stadig innovasjon, så vil kunden føle at han står i fokus. Gjennom videre oppfølging og service vil bedriften forsterke dette inntrykket.

⁵⁰ Hill & Jones (2004)

⁵¹ Hill & Jones (2004)

I kjemikalietankbransjen er kunderelasjoner svært viktig. Nettverk, langsiktige kontrakter og godt rykte i markedet er viktig for å tilegne seg nye kunder. Utkilen har gjennom sin eierandel og tette samarbeid med Bergen Tank Brokers opparbeidet seg en sterk posisjon innen befraktning av kjemikalier. Som nevnt tidligere satser Utkilen sterkt på kvalitet for dermed å kunne øke kundenes tilfredshet. Sterk satsing på kvalitet gjennom over 40 år, har gjort Utkilen til et sterkt merkenavn innen shippingbransjen. Kombinasjonen av kvalitet og merkenavn er medvirkende årsaker til at selskapet har opparbeidet seg langsiktig kontraktsdekning på over 70 % for flåten.

Oppsummering KIKK-analyse

Utkilen er et rederi som bevist satser på kvalitet og kundespons fremfor å differensiere seg ved hjelp av pris. Gjennom satsing på høyt kvalifiserte ansatte, en driftssikker flåte og et godt merkenavn vil Utkilen forsøke å differensiere seg fra sine konkurrenter i bransjen.

4.3.2 SVIMA

Med utgangspunkt i KIKK-analysen kan man definere bedriften som en portefølje av ulike ressurser.⁵² Bedriftens evne til å skape konkurransefordeler avhenger i stor grad av hvordan bedriften utnytter ressursporteføljen sin i forholdt til resten av markedet. Om bedriften har vedvarende konkurransefortrinn kan vurderes gjennom en SVIMA-modell. Her ser en på om bedriftens ressurser har følgende egenskaper: Sjelden, viktig, ikke imiterbar, mobiliserbar og approprierbar.

Sjelden	Viktig	Ikke imiterbar	Mobiliserbar	Approprierbar	Utfall
Nei	Ja	Ja	Ja	Ja	Paritet
Ja	Nei	Ja	Ja	Ja	Trivielt fortrinn
Ja	Ja	Nei	Ja	Ja	Midlertidig fortrin
Ja	Ja	Ja	Nei	Ja	Potensielt fortrinn
Ja	Ja	Ja	Ja	Nei	Varig ikke beholdt fortrinn
Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Varig beholdt fortrinn

Fig 4.20 SVIMA-Modellen⁵³

⁵² Roos, von Krogh, Roos (2002)

⁵³ Jacobsen & Lien (2001)

En ressurs vil være sjelden dersom konkurrentene ikke har tilgang på eller kan tilby den samme ressursen i samme grad som den analyserte bedriften. Om flere bedrifter tilbyr samme ressurs vil altså ikke bedriften kunne bruke dette som en differensieringsfaktor. Viktigheten av en ressurs måles ofte ut fra kundens preferanser, men må til syvende og sist kunne påvirke kundens betalingsvilje eller kostnadsstrukturen i bedriften. Det hjelper ikke på å ha en sjelden og viktig ressurs så lenge den ikke kan beholdes. Ressursen må derfor være ”ikke-imiterbar”, og altså være umulig for konkurrentene å kopiere eller substituere.

Å være i besittelse av en ressurs er ikke godt nok i seg selv til å skape konkurransefordeler. Det er viktig at ressursen er mobilisert, og dermed bidrar til en verdiskapning for bedriften. Ved at disse verdiene forblir i bedriften og ikke forsvinner videre til andre aktører, så sier en at ressursen er appropriert. Dersom alle de fem egenskapene er oppfylt, vil bedriften besitte et varig beholdt konkurransefortrinn (se figur 4.20).

En bransjes ressurser deles ofte inn i kategoriene finansielle, fysiske, menneskelige og organisatoriske⁵⁴. Videre i analysen vil jeg fokusere på de fire hovedpunktene, og presenterer de underpunkt i hver kategori som jeg finner relevant som ressurser for Utkilen:

Kategori	Ressurs
Finansiell kapital	Finansiell stabilitet
Fysiske kapital	Skipene Megleravdeling
Menneskelige kapital	Mannskap Ledelsen
Organisatorisk kapital	Merkenavn Stordriftsfordeler Kontraktsbase

Tabell 4.21

I tabellen over vises det til at Utkilen har en sterk stilling innen sitt segment, med nære kunderelasjoner og et velfungerende markedsapparat gjennom Bergen Tank Brokers (BTB), med en moderne og velholdt flåte og en stab av dyktige fagfolk på sjø og land.

⁵⁴ Jakobsen & Lien (2001)

Finansiell kapital

Utkilen har gjennom de siste årene gjort flere nyinvesteringer i skip. Investeringene, valutatap og store skattemessige avsetninger har ført til at egenkapitalprosenten har falt fra 40,7 % og ned til 20,7 % i løpet av bare 4 år. Gjennom historien har Utkilen hatt et godt forhold til både investorer og banker, men også Utkilen vil merke at det blir vanskeligere å skaffe kapital da bankene allerede føler seg overeksponert innen shippingsegmentet.⁵⁵ Utkilen er likevel et finansielt sterkt konsern, og har skaffet seg gode medinvestorer gjennom Galtung-Døsvig-gruppen og Omya, som begge er finansielt sterke aktører.

Utkilen er i tillegg en del av den Norske maritime næringsklyngen, en klynge som er ekstra sterk på Vestlandet og i Bergensområdet. Næringsklyngen består av maritime firmaer både innen transport og leverandører av utstyr. I tillegg kommer både forsikringsselskap, de store shippingbankene som Nordea og DnB Nor, og investorgrupper inn under denne betegnelsen. Tett samarbeid fører til at Norske shippingselskap har mulighet til å skape seg finansielle fordeler sett i forhold til sine utenlandske konkurrenter.

Driftsoverskuddet og inntektene i Utkilen har falt i perioden 2007-2009, noe som først og fremst skyldes økt konkurranse samtidig som at skipsfartnæringen er inne i en særdeles hard periode, noe som gjenspeiler seg i resultatene totalt for kjemikalietankbransjen. Den finansielle kapitalen er udiskutabelt viktig for Utkilen, men det kan ikke hevdes at Utkilens posisjon her er sjelden sett i forhold til resten av bransjen og fullt ut imiterbar. Da denne inngår i selskapets daglige drift kan den sies å være både mobiliserbar og approprierbar.

Fysiske kapital

Utkilen arbeider innenfor et av de mest utfordrende markedene i shipping i sitt segment for føring og håndtering av flytende produkter i Europa.

Seilingen i Nord-Europa byr på flere utfordringer. Intensiv fart, krevende laster og varierende klimatiske forhold som isbelagte innseilingsområder til havner er kun noen av disse. Utkilen har tilpasset flåten for nettopp slike forhold. Skipene er konstruert med isklasse 1A som gjør at de kan seile inn til de fleste havner i Europa året rundt, uten hjelp fra isbrytere. Tankene har også rensesystemer som gjør at skipet er klart for ny last på kort tid, noe som er nødvendig på intensiv og korte frakteruter.

Det må likevel sies at flere av Utkilens konkurrenter i Nord-Europa har samme spesifikasjoner på sine fartøy. Skip av nyere dato med høy standard er generelt utbredt i

⁵⁵ <http://e24.no/boers-og-finans/article3220581.ece>

bransjen (Den gjennomsnittlige alderen på skip innen kjemikaliemarkedet er kun 9 år, noe som er svært lavt)⁵⁶. Utkilens flåte er dermed ikke sjelden, men er likevel en svært viktig ressurs. Uten isklassestandard 1A måtte Utkilen funnet seg andre seilingsruter på vinterhalvåret. Flåten er utvilsomt mobiliserbar, og verdien av flåten som ressurs tilfaller Utkilen og er dermed approprierbar.

Utkilen opererer også en egen befraktningsavdeling gjennom Bergen Tank Brokers (BTB). Gjennom 23 år har Utkilen hatt eierandeler i selskapet som tar seg av kontraktsforhandlinger for en majoritetsandel av rederiets flåte. Samarbeidet har ledet til et høyt kompetent meglerapparat og en god markedsføringskilde for Utkilen. Samtidig holder BTB et tett øye med markedet, og rapporterer om forandringer i markedssegmenter. BTB som ressurs både på meglingssiden og som informasjonskilde er svært viktig for Utkilen. Det må likevel poengteres at Odfjell og Stolt-Nielsen har ”in-house” meglere og analyseavdelinger som foretar markedsvurderinger. Men i forhold til de mindre markedsaktørene som opererer i Nord-Europa kan dette være en sjelden ressurs. Kompetansen kan også kopieres eller kjøpes i markedet. Et firma kan i likhet med Utkilen på sikt inngå et samarbeid med et av meglerkontorene som følger markedet, og dermed være tilnærmet likestilt med Utkilen. Gevinsteffekten av fornuftige salg og gode kjøp i markedet viser at megleravdelingen er både mobilisert og approprierbar da den skaper verdier til selskapet. BTB kan dermed gi Utkilen en midlertidig konkurransefordel i det Nord-Europeiske markedssegmentet

Menneskelig kapital

Familien Utkilen har drevet med skipsfart siden 1889, og innen flytende produkter og kjemikalie siden 1967. Dette har gitt selskapet bred erfaring med transport av til dels svært kostbar og farlig last. Lastens karakter gjør at det stilles strenge krav til mannskapet. I tillegg til mannskap fra Norge, blir kvalifisert mannskap sikret gjennom bemanningsagenter som LAPA i Riga og Thome Ship Management i Manila. Utkilen stiller strenge krav til kompetansen blant sitt mannskap. Kvaliteten på mannskapet er derimot ikke sjeldent da strenge krav fører til at kjemikalietankbransjen generelt har ett av de mest kompetente mannskap en kan finne innen shippingbransjen. Både Odfjell, Stolt-Nielsen og Eitzen stiller i følge deres hjemmesider og årsrapporter tilsvarende strenge krav til sin bemanning. At mannskapet er en viktig ressurs er det derimot liten tvil om. Uten disse hadde ikke Utkilen

⁵⁶ DVB Shipping rapport 2009

hatt mulighet til å ha samme grad av profesjonell fremtredelse i markedet, og dette ville gått utover kvaliteten på den leverte servicen.

Befraktningsagentene er også tilgjengelig for alle selskaper, så med kapital er det mulig å imitere denne ressursen ved å drive rekruttering.

Frem til våren 2005 hadde Utkilen på et hvert tidspunkt hatt minst ett familiefamiliemedlem i ledelsen. Dette tok slutt da Ove Utkilen nå valgte å trappe ned, men han ønsket imidlertid en sterkere profesjonell ledelse rekruttert utenfra. Bjørn Sjaastad (se utfyllende informasjon i punkt 2.1.3) overtok nå som ny styreformann, og tok samtidig med seg flere stabsmedlemmer fra sin tidligere jobb som administrerende direktør i Odfjell. Sjaastad sitter fremdeles som styreformann i rederiet, og sammen med blant annet Geir Mjelde som administrerende direktør og Espen Bjelland har dette tilført bedriften solid kompetanse innen lederskap og kjennskap til kjemikaliebransjen. Gjennom satsning på høy kontraktsdekning, før en nedgangssyklus, befester ledelsen at de er kompetent til å ta riktige valg. Det er derimot ikke gitt at en kompetent ledelse er sjelden i kjemikalietankbransjen. Utkilen opererer her i en bransje med lange tradisjoner generelt, og spesielt i Norge ser vi svært dyktige toppledelser både i Odfjell, Stolt-Nielsen og Eitzen. Hovedgrunnen til satsningen på en kompetent ledelse kommer av at bransjen har høy rivalisering, hvorav kunnskap og nettverk er en viktig faktor for å kunne dra i land kontrakter. På sikt er det også mulig å imitere en ledelse, eller tilegne seg denne egenskapen ved hjelp av rekruttering, noe vi senest så i 2005 da Utkilen hentet store deler av ledelsen sin fra nettopp Odfjell. En tett næringsklynge, med et lite miljø der de fleste kjenner alle er med på å bidra til at slik henting av andres menneskelige ressurser er mulig.

Både ledelse og mannskap er ressurser som er mobilisert i selskapet, da de utnytter sine kompetanseegenskaper for å gi en verdiskapning til Utkilen. Siden denne verdiskapningen vil gå direkte til Utkilen, og ikke forsvinne til eksterne aktører, så kan det dermed sies at ressursene er approprierte.

Organisatorisk kapital

Utkilen transporterte i 2008 7,1 millioner tonn flytende produkter innen Nord-Europa.

Grunnet nedgangen i industriproduksjonen forventes det totale befraktede volumet i 2009 å ligge på 5,8 millioner tonn. Dette gjør likevel rederiet til en av de store aktørene innen denne delen av kontinentet, noe som gir en ressurs i form av stordriftfordeler i form av økt

effektivitet, og større fleksibilitet for kundene.

Gjennom sitt oppkjøp av ChemTrans Shipping i Sveits har rederiet også fått tilgang til flere fraktkontrakter og kan dermed tilby et større markedsapparat.

I tillegg har Utkilen organisatorisk kapital i form av langsiktige kontrakter, noe som styrker Utkilens posisjon i dagens marked. På sikt kan likevel konkurrenter klare å oppnå samme andel kontraktsbinding og kontraktsbase, men dette krever tid, relasjonsbygging og et godt rykte i markedet. Utkilen har gjennom lang tilstedeværelse i markedet, blitt kjent som en befraakter som gir stor kommersiell og miljømessig sikkerhet for kundene. Dermed står Utkilens merkenavn svært stekt, til tross for at selskapet har vært innblandet i to kollisjoner de siste årene. Disse har ikke medført miljøskadelige utslipp, eller nedsatt rykte for selskapets kunder. Verken stordriftsfordeler, et sterkt merkenavn eller en stor kontraktsbase kan her fremstå som sjeldne ressurser i markedet. De fleste aktører i bransjen har vært med gjennom flere år, og opererer dermed med en vid kontraktsbase både gjennom spotmarkedet og ved en grad av langsiktige kontrakter. Selv om Utkilen er et av de største rederiene som opererer i Nord-Europa, så eksisterer det likevel flere andre som har tilsvarende tonnasje å tilby i markedet. De største aktørene som Odfjell, Stolt-Nielsen og Eitzen har også mulighet til å posisjonere seg sterkere i dette markedet på kort tid dersom de finner dette lukrativt. Mangel på de organisatoriske ressursene som er nevnt ville fått store konsekvenser for Utkilen. Rederiet ville da ikke hatt mulighet til å tilby den samme grad av service og kvalitet til sine kunder, og ressursene fremstår derfor som svært viktig.

Merkenavn, stordriftsfordeler og kundebase er ressurser som det kreves både kapital og tid for å bygge opp. Disse kan derfor ikke imiteres i løpet av en kort tidsperiode, men det er blir likevel feil å konkludere med at disse er ikke-imiterbare. Ressursene blir utnyttet fullt ut i den daglige driften ved at de bidrar til intern verdiskapning. Det kan dermed konkluderes med at disse er både mobiliserbar og approprierbare.

Oppsummering SVIMA

I gjennomgangen av Utkilens ressurser kommer jeg frem til resultatene i tabellen under:

Ressurs	S	V	I	M	A	Utfall	Superprofitt?
Finansiell kapital	Nei	Ja	Nei	Ja	Ja	Paritet	ekr ≈ ekk
Fysisk kapital							
-Skipene	Nei	Ja	Nei	Ja	Ja	Paritet	ekr ≈ ekk
-Megleravdeling	Tja	Ja	Nei	Ja	Ja	Midlertidig fortrinn	ekr > ekk
Menneskelig kapital							
- Mannskap	Nei	Ja	Nei	Ja	Ja	Paritet	ekr ≈ ekk
- Ledelsen	Nei	Ja	Nei	Ja	Ja	Paritet	ekr ≈ ekk
Organisatorisk kapital							
- Merkenavn	Nei	Ja	Nei	Ja	Ja	Paritet	ekr ≈ ekk
- Stordriftsfordel	Nei	Ja	Nei	Ja	Ja	Paritet	ekr ≈ ekk
- Kontraktsbase	Nei	Ja	Nei	Ja	Ja	Paritet	ekr ≈ ekk

Fig 4.22 Oppsummering SVIMA

Ut fra tabellen ser vi at Utkilen har et midlertidig konkurransefortrinn gjennom Bergen Tank Brokers hvor det er mulighet til å hente ut superprofitt. Det skal her vektlegges at dette er midlertidig, og at det heller ikke vil gi den store uttellingen i tiden som kommer. Det kan dermed ikke ventes at Utkilens interne ressurser alene vil kunne generere en egenkapitalrentabilitet som ligger over kravet på kort sikt. Utkilen er derfor avhengig av gode markedsforhold og optimal utnyttelse av ressurser for å kunne oppnå superprofitt.

4.4 Kort om verdensøkonomien og videre utvikling

Verdensøkonomien er inne i en turbulent periode, og ratene i markedet vil fortsette å være under press til vi ser en stabil og vedvarende oppgang økonomien. Et av de store lysglimtene i verden er Kina som har hatt en svært positiv utvikling til tross for finanskrisen.

Industriproduksjonen i Kina steg 12,3 prosent i august sammenlignet med ett år tidligere, samtidig som råvareimporten stiger med 18 %⁵⁷. En positiv utvikling er med på å trekke opp resten av verdensmarkedet. Selv om utviklingen her går tregere, vises det likevel tendenser til positiv utvikling (ref PEST-analysen). I Norge offentliggjorde SSB⁵⁸ nylig tall (07.09.09) som viser en oppgang på 0,6 % i den tilsvarende indeksen. Tallene er positive for bransjen, men en dypere analyse viser at papirindustrien, som Omya leverer slurry til, er en av næringene som fortsatt er hardest rammet. Cepiprint som er organisasjonen til den europeiske papirindustrien

⁵⁷ <http://www.dn.no/forsiden/utenriks/article1739703.ece>

⁵⁸ <http://www.dn.no/forsiden/borsMarked/article1736898.ece>

melder om en etterspørselsnedgang på 17,4 % på årsbasis ved utgangen av juli i år⁵⁹. Slurryen som Utkilen transporterer på vegne av Hustadmarmor går til produksjon av finpapir og magasinpapir. Slurryen fra elnesvågen benyttes dermed i produkter som kopipapir, og i kataloger/blad som blant annet Ikea katalogen. Dette betyr at nedgangen i avispapirmarkedet ikke rammer Utkilen direkte, men Omya merker likevel en vesentlig effekt av finanskrisen. Omya forventer en salgsnedgang på mellom 20-25 % grunnet svikt i blant annet salg av kopipapir og reklamemateriell. Det ventes heller ikke at markedet skal ta seg opp til samme høyder som i 2008 før i 2012⁶⁰, noe som igjen vil føre til en markbar effekt på Utkilens befraktningsvolum.

4.5 Oppsummering av strategisk analyse og fremtidsutsikter

Gjennom den strategiske analyse har vi sett på faktorer som kan føre til superprofitt i Utkilens fremtidige resultat. Ved å utføre en ekstern analyse kunne det konkluderes med at bransjen står overfor en rekke trusler, men også muligheter gjennom strengere miljøkrav, noe som kan bidra positivt til økt etterspørsel etter den norske kjemikalieflåten som er kjent for høy sikkerhet og kvalitet.

Truslene og utfordringene ser en først og fremst gjennom økt kundemakt, og ikke minst økt rivalisering internt i bransjen grunnet økningen i flåtekapasiteten. Ut fra bransjeanalysen kan det dermed virke som at markedet er i en tilspisset situasjon, noe vi ser igjen i nedadgående skipspriser, og en svært lav industriproduksjon. Det kan dermed virke som at bransjen må belage seg på et tøft år også i 2010. Industriproduksjonen har riktignok snudd litt opp utover i 2009, og nykontraheringen av skip har avtatt kraftig i forhold til rekordårene 2007-2008, men det er fremdeles et godt stykke opp før bransjen igjen oppnår høye rater.

Den interne analysen gir oss en pekepinn på Utkilens sterke og svake sider. Utkilen har sterke sider gjennom sine ressurser som er nevnt i figur 4.22, men disse er likevel ikke sterke nok til på kort sikt kunne bidra til en egenkapitalrentabilitet som ligger over egenkapitalkravet, men over en lengre syklusperiode mener jeg likevel at både Utkilen og bransjen vil oppnå en høyere egenkapitalrentabilitet, og dermed operere i en levedyktig bransje på sikt.

Utkilen har heller ikke klart å oppnå en egenkapitalrentabilitet som overskrider kravet de siste

⁵⁹ http://www.cepiprint.com/en/our_stats_9.php

⁶⁰ Logistikkavdeling Omya

årene, tross i gode tider i bransjen, noe som først og fremst skyldes en høy risikofri rente, samt illikviditetspremien som tillegges kravet for Utkilen. Svak rentabilitet i 2008-2009 medfører også at selskapet kommer inn under det estimerte kravet til egenkapitalen.

Som tidligere nevnt er shippingbransjen svært syklusutsatt noe som gjør at en i korte perioder dermed kan oppleve en egenkapitalrentabilitet som ligger under kravet. Lange sykler og mangel på offentlig tilgjengelig tallmaterial fra Utkilen gjør at det blir vanskelig å utføre en regnskapsmessig analyse der en er sikker på å få med en hel syklus. Samtidig er det vanskelig å si hvor vi er i syklusen dags dato. Det skapes dermed usikkerhet rundt hvor mye av en syklus blir dekket i den kommende regnskapsanalysen, noe som igjen kan føre til avvik mellom den strategiske analysen og resultatene fra regnskapsanalysen.

En sammenligning mellom Utkilen og bransjen gir oss dermed et bedre bilde på hvordan Utkilen står posisjonert frem mot en ny oppgangssyklus for shippingbransjen. Ut fra den strategiske analysen kan det forventes en relativt jevn utvikling sammenlignet med bransjen, da Utkilen ikke har noen strategiske fordeler som på sikt vil være vedvarende og umulig å imitere for konkurrenter.

Utkilen kommer til å fortsette satsingen på sine strategisk sterkeste kort som er megleravdelingen, kvalitet, sikkerhet og service, noe jeg anser som en riktig vurdering. Gjennom analysen ser vi også at Utkilen går inn i et marked med dårlige utsikter med en svært lav egenkapitalprosent, noe som kan bli en utfordring da investorer og banker er avvers mot nyinvesteringer innen shippingsegmentet. Oppsummeringen av den strategiske analysen blir dermed at Utkilen ikke oppnår superrentabilitet på helt kort sikt, men at både bransjen og Utkilen vil utvikle seg bra frem mot en ny høykonjunktur og dermed overgå kravene som stilles til rentabilitet. Utkilen forventes samtidig å oppnå en egenkapitalrentabilitet som ligger relativt jevnt med bransjesnittet på lang sikt.

5. Regnskapsanalyse

Gjennom en regnskapsanalyse er målet å danne seg et grundig bilde av bedriftens underliggende forhold. Et slikt bilde dannes gjennom analyser av historiske regnskapstall, dagens posisjon og ved å estimere og se på fremtidig utvikling.

Norges finansforbund har utarbeidet etiske regler ved gjennomføring av finansielle analyser: ”En finansanalyse skal være nøyaktig, saklig og avspeile de konklusjoner det er funnet frem til under analyseprosessen”⁶¹, men bruken av regnskapstall i egen analyse er ikke regulert av lovverket. En kan dermed justere et finansregnskap uten å ta hensyn til regnskapsloven, og den oppbyggingen som er lagt til grunn der.

Justeringen avhenger av i hovedsak tre ulike faktorer som er med på å bestemme den videre oppbyggingen av analysen.

5.1 Analysefokus

Regnskapstall blir først og fremst benyttet i to hovedformer:

En benytter informasjonen til fremtidige økonomiske avgjørelser enten i regi av interne eller eksterne aktører. Investorer benytter regnskapstall til utarbeidelse av handlingsplaner og eventuelle fremtidige investeringer, samtidig som selskapet benytter tallene for å planlegge interne investeringer.

Den andre formen er hovedsakelig ved bruk som kontroll fra eksterne aktører. Styresmakter benytter seg her av regnskapet ved utrekning av skatt og avgifter, banker trenger disse i sine sikkerhetsvurderinger, og eiere ønsker kontroll med det som skjer i virksomheten.⁶²

I denne analysen vil hovedfokuset være rettet mot investorer. Fremtidig inntjening og avkastning av egenkapitalen vil derfor stå i fokus videre i denne oppgaven.

Utkilens regnskap og balansetall er tilpasset et kreditorperspektiv og må derfor omgrupperes før en videre analyse kan utføres, slik at disse gir en bedre tilpassing til et investororientert fokus.

⁶¹ Finansanalytiker.no – etikk à la nff

⁶² Knivsflå (2006)

5.2 Analysenivå

Enkelte konsern opererer ofte innenfor flere ulike bransjer og segmenter. Slike selskaper bør i utgangspunktet splittes opp i ulike segmenter, og dermed analyseres hver for seg for å få en nøyaktig analyse på de ulike plan. Forskjellig utvikling innad i segmentene kan føre til at en gjennomsnittlig sats gir store utslag, og dermed feilvurderinger ved igangsetting av prosjekter som i utgangspunktet ikke er lønnsom, eller omvendt. Ulike forutsetninger angående risiko, avkastningskrav og markedsutvikling er noen av postene som kan gi utslagsgivende feil ved en felles analyse av konsernet.

Utkilen opererer innen produkt og kjemikaliebefraktning som må anses som et forretningsområde. En kan se ulik rateutvikling innenfor geografiske segmenter, men ratene er likevel så sterkt korrelert til hverandre, slik at markedsutviklingen er tilnærmet lik i Utkilens marked. En videre oppdeling av Utkilens regnskap ville uansett blitt vanskelig da regnskapsinformasjonen ikke går i detaljer på ulike geografiske områder. Utkilen analyseres derfor videre som konsern.

5.3 Analyseperiode

Stabiliteten og strukturelle endringer i bedriften er viktig for å finne en riktig analyseperiode. En bedrift med en stabil struktur og en jevn utvikling kan analyseres ved bruk av lengre tidshorisont. En bedrift med uorganisk vekst (mange oppkjøp for eksempel), må derimot analyseres over en kortere tidsperiode, da veksten sett i et historisk perspektiv ikke viser den reelle utviklingen for selskapet. Det blir da irrelevant å se på tall langt tilbake i tid der strukturen i selskapet var en helt annen.

Utkilens struktur må sies å være stabil, da de har vært i samme bransje og uten store oppkjøp de senere årene. Veksten i selskapet har komt gjennom en organisk vekst, og det vil dermed være hensiktsmessig å analysere Utkilen i et langsiktig perspektiv. Som nevnt tidligere er shipping en svært syklusutsatt bransje, med dels langsiktige oppgangs og nedgangsperioder. Jeg har i min analyse satt analyseperioden til 7 år, da informasjon lenger tilbake viser seg å være vanskelig å skaffe, samtidig som at tallmaterial lenger tilbake i tid vanskelig kan vekstlegges med stor tyngde. Fullstendige sykluser blir det likevel vanskelig å få med da disse kan gå over perioder opp mot 15 år⁶³.

⁶³ Martin Stopford (2008)

5.4 Komparative selskaper i bransjen

Gjennom regnskapsanalysen vil vi finne forhåndstall for Utkilen og sammenligne disse med komparative bedrifter. Forhåndstallene vil dermed gi oss innsikt og informasjon om Utkilens posisjon og utvikling i forhold til konkurrerende aktører i samme bransjen. Utkilen opererer i ene bransjen med svært mange aktører spredt over et stort geografisk område. I Nord-Europa er det mange mindre familiebedrifter som er direkte konkurrenter med Utkilen. Størrelsen og vanskeligheter med informasjonshenting gjør disse uaktuelle i den videre analysen. Grunnet en kostnadsstruktur som er svært lik fra rederi til rederi, og ikke minst fraktratene som er gitt i markedet, så vil jeg benytte de største aktørene innen kjemikalietanknæringen som komparative selskaper. Som tidligere nevnt under punkt 2.1 er Odfjell, Stolt-Nielsen, og Eitzen ledende i markedet når en måler etter dødvektsvolum i flåten. Deres totale størrelse på hele 22 % av markedet, gjør at disse gir en god sammenligning mellom Utkilen og bransjen. Det skal nevnes at et avvik i forhåndstallene hos en av disse aktørene, vil gi store utslag i snittet i bransjen siden jeg her kun benytter meg av 3 aktører.

5.5 Rammeverket for regnskapsanalyse

I figur 5.23 under ser vi hvordan rammeverket for en regnskapsanalyse kan bli lagt opp. Dette rammeverket vil også benyttes i den videre analysen av Utkilen. Her ser vi hvordan vi først henter inn historisk regnskapsinformasjon, og lager ”trailing” for det inneværende regnskapsåret ut fra kvartal/halvårsrapporter. Trailingen lager vi her for å benytte oss av ”ferske” tall, selv om disse da er delvis estimerte da disse tilsvarer resultatet fra de 4 siste kjente kvartal. Utkilen utarbeider ikke kvartalstall for konsernet, og det lykkes bare å oppdrive kvartalsrapporter fra noen av selskapets datterselskap. Dette er likevel nok til å kunne lage en trailing for 2009 ut fra selskapets 2008-tall, korrigert for trendene i kvartalsrapportene.

Videre deles analysen opp i tre steg:

1. Gjennom en omgruppering for analyse vil de hentede regnskapstall her bli omgruppert slik at de får et fokus tilpasset den analysen en skal utføre. I dette tilfellet til et investororientert fokus som gir en verdsettelse av egenkapitalen i selskapet. Regnskapet, som følger GRS, er i utgangspunktet lagt opp som et kreditorientert-regnskap.

2. Det må videre analyseres og justeres for målefeil. Målefeil kan deles inn i tre ulike typer:

målefeil av type 1 finner vi der rapporterte tall avviker fra virkelige verdier. Slike feil oppstår ofte grunnet bruk av historisk kost eller salgsverdi i stede for virkelig verdi.

Målefeil av type 2 oppstår grunnet lovlign rapportering, som likevel fører til feil. Dette kan være bruk av feil avskrivingsmetode, for eksempel ved lineær avskrivning der en annen metode i stede hadde vært mer korrekt. GRS eller IFRS avviker altså fra Idealet ved regnskapsføringen. Målefeil av type 3 forekommer grunnet kreativ regnskapsføring, altså direkte ulovligheter ved regnskapet.

Slike feil må justeres for før vi kan benytte oss av regnskapet i den videre analysen.

3. Her utføres det en analyse av forskjellige forholdstall som kan gi oss en videre innsikt i bedriftens økonomiske situasjon.

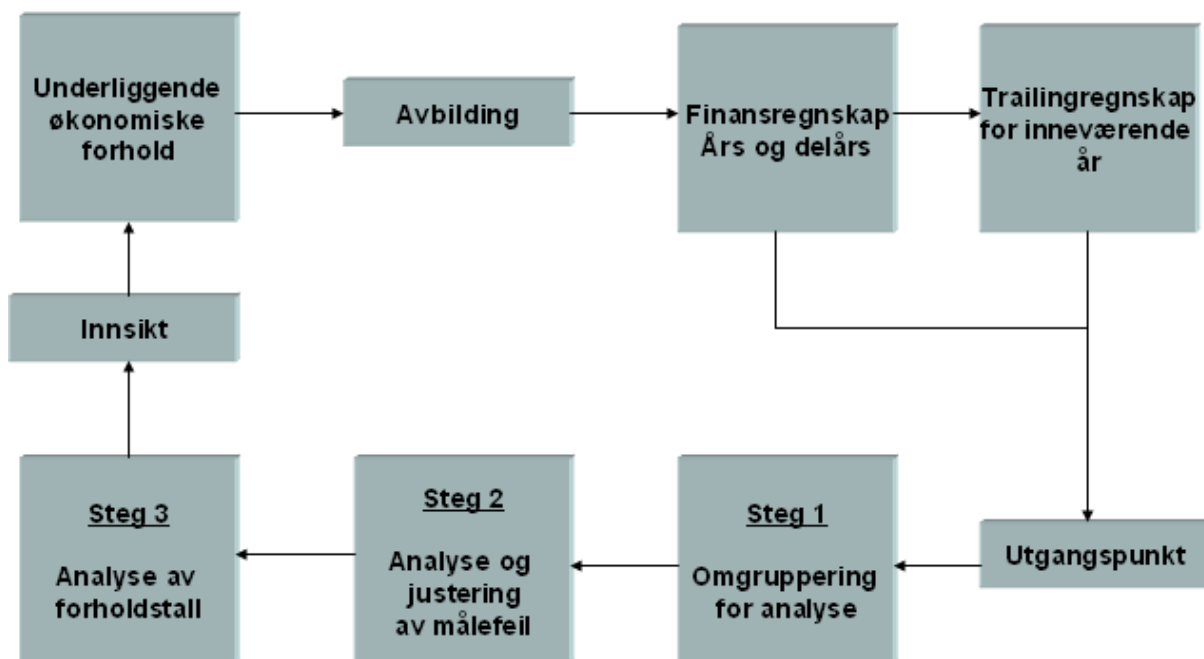


Fig. 5.23 Rammeverk for regnskapsanalysen⁶⁴

⁶⁴ Knivsflå, (2008)

5.6 Presentasjon av finansregnskapet

På de neste sidene vil finansregnskapet presenteres slik det er rapportert fra Utkilen AS.

Utkilen benytter seg av norsk regnskapsstandard, og vil fortsette å benytte denne i fremtiden da selskapet ikke er børsnotert.

De presenterte tallene er hentet fra perioden 2003 og frem til 2008.

REGNSKAPSTALL UTKILEN	2003	2004	2005	2006	2007	2008
DRIFTSINNTEKTER						
+ Brutto fraktinntekter	547 691	773 043	789 536	874 655	833 921	806 544
+ Andre driftsinntekter	20 249	22 051	25 117	19 912	17 260	28 377
+ Gevinst V/salg av aktiva	0	13 173	0	2 075	0	0
= Sum driftsinntekter	567 940	808 267	814 653	896 642	851 181	834 922
DRIFTSKOSTNADER						
+ Reiseavhengige kostnader	174 505	260 928	286 366	321 230	274 895	320 836
+ Driftskostnader skip	62 439	82 677	77 099	89 988	98 166	107 397
+ Lønnskostnader	81 154	90 567	80 605	107 209	116 463	138 098
+ Nedskrivning goodwill	0	0	6 444	0	0	0
+ Tilbakeført avset. tap på kontrakter	-8 674	-7 202	-4 739	-5 542	0	0
+ Leie av skip	194 793	299 768	304 215	258 018	207 727	134 113
+ Administrasjonskostnader	16 685	16 012	19 999	16 939	18 572	18 159
+ Tap på krav	445	0	0	0	570	0
+ Andre kostnader	0	-1 370	126 652	20 335	0	0
= Sum driftskostnader	521 348	741 381	896 641	808 176	716 393	718 604
= DRIFTSRESULTAT FØR AVSKRIVNING	46 592	66 886	-81 989	88 466	134 788	116 318
- Avskrivninger	36 528	37 248	35 633	61 116	62 548	65 922
= DRIFTSRESULTAT ETTER AVSKRIVNING	10 064	29 638	-117 621	27 350	72 240	50 396
+ Resultat fra tilknyttede selskaper	-14 077	44 905	14 618	27 506	45 527	-61 519
+ Finansinntekter	36 326	30 870	29 177	27 397	60 228	66 747
- Finanskostnader	65 261	33 438	36 923	64 035	73 201	219 540
= RESULTAT FØR SKATTEKOSTNAD	-32 949	71 975	-110 749	18 218	104 794	-163 916
- Skattekostnad/gevinst	14 241	185	2 767	5 250	107 725	-36 977
= ÅRSRESULTAT FOR KONSERN	-18 708	72 160	-113 516	12 968	-2 931	-126 938
- Minoritetsinteresse	1 632	7 635	4 587	773	5 008	-5 147
= ÅRSRESULTAT	-20 340	64 525	-118 103	12 194	-7 939	-121 791

Tabell 5.1: Rapportert resultatregnskap Utkilen i NOK 1000

EIENDELER	2003	2004	2005	2006	2007	2008
ANLEGGSMIDLER						
<i>immaterielle eiendeler</i>						
Utsatt skattefordel		1 710				
Goodwill	19 754	15 603	5 000			
Pensjonsmidler	5 102	4 181	3 332	3 579	2 426	2 669
Sum immaterielle eiendeler	24 856	21 494	8 332	3 579	2 426	2 669
Varige driftsmidler						
Fast eiendom	26 176	1 283	1 283			
Aktivert på byggekontrakter				163 699	337 785	555 764
Skip	367 550	273 052	335 172	714 447	652 880	742 329
Periodisk vedlikehold	23 460	26 435	18 291	26 681	17 940	38 959
Kontorutstyr osv	3 747	3 319	3 830	3 904	3 929	3 563
Sum varige driftsmidler	420 933	304 089	358 576	908 731	1 012 534	1 340 615
Finansielle anleggsmidler						
Investering i tilknyttede selskaper	187 771	233 147	238 440	225 427	222 934	139 593
Lån til tilknyttede selskaper		3 133	1 425	1 353	1 749	2 147
Aksjer	425	214	216	131	131	131
Bankinnskudd (langsiktige)	23 772	23 864	9 294			
Andre langsiktige fordringer	14 058	25 952	19 478	6 173	1 101	1 109
Sum finansielle anleggsmidler	226 025	286 311	268 853	233 085	225 915	142 980
SUM ANLEGGSMIDLER	671 814	611 893	635 761	1 145 394	1 240 875	1 486 265
OMLØPSMIDLER						
Fordringer						
Kundefordringer/tilgode befraktere	26 797	51 078	49 625	22 786	35 831	24 813
Tilgode samarbeidende selskaper	23 514	50 528	32 452	44 038	0	6 306
Bunkersbeholdning					8 514	5 754
Reservedeler					0	1 772
Tilgode konsernselskaper				1 515	781	483
Tilgode tilknyttede selskaper		1 612	1 799	1 319	10 595	5 976
Andre kortsiktige fordringer	37 268	38 047	27 403	15 140	14 035	25 181
Sum fordringer	87 578	141 266	111 279	84 798	69 756	70 286
Investeringer						
Markedsbaserte aksjer	9 937	11 730	679	840	788	255
Markedsbaserte verdipapir	39 347	31 567	3 301	3 131		
Sum investeringer	49 283	43 297	3 980	3 971	788	255
Bankinnskudd og kontanter						
Bankinnskudd	87 984	89 042	223 064	188 646	353 311	184 423
Sum bankinnskudd, kontanter osv	87 984	89 042	223 064	188 646	353 311	184 423
SUM OMLØPSMIDLER	224 846	273 604	338 324	277 415	423 856	254 963
SUM EIENDELER	896 659	885 498	974 085	1 422 809	1 664 730	1 741 228

Tabell 5.2: Rapportert balanse (Eiendeler) i NOK 1000

GJELD OG EGENKAPITAL	2003	2004	2005	2006	2007	2008
EGENKAPITAL						
<i>Innskutt egenkapital</i>						
Aksjekapital	40 000	40 000	100 000	100 000	100 000	100 000
Overkursfond			120 000	120 000	120 000	120 000
Sum innskutt egenkapital	40 000	40 000	220 000	220 000	220 000	220 000
<i>Opptjent egenkapital</i>						
Annen egenkapital	358 428	422 926	231 395	279 228	221 654	99 949
Sum opptjent egenkapital	358 428	422 926	231 395	279 228	221 654	99 949
SUM	398 428	462 926	451 395	499 228	441 654	319 949
Minoritetsinteresser	44 161	47 297	51 896	42 248	46 844	65 238
SUM EGENKAPITAL	442 589	510 223	503 291	541 476	488 499	385 188
GJELD						
Langsiktig gjeld						
<i>Avsetning og forpliktelser</i>						
Utsatt skatt	3 249	0	716	5 026	12 337	253
Tap på kontrakter	17 761	10 559	5 552			
Betalbar skatt					89 342	59 648
Pensjonsforpliktelser	6 756	6 183	5 708	5 102	6 342	7 073
Sum avsetninger og forpliktelser	27 766	16 743	11 975	10 128	108 021	66 974
<i>Annen langsiktig gjeld</i>						
Gjeld til kredittinstitusjoner	326 282	214 697	210 586	611 566	747 823	1 062 143
Gjeld til konsernselskaper					3 200	3 200
Annen langsiktig gjeld	14 200	47 945	155 205	140 494	117 078	117 426
Sum annen langsiktig gjeld	340 482	262 642	365 791	752 059	868 101	1 182 769
Sum langsiktig gjeld	368 248	279 384	377 766	762 188	976 122	1 249 744
Kortsiktig gjeld						
Leverandørkreditt	28 992	31 639	44 850	14 667	30 981	33 508
Betalbar skatt	890	1 307	330	793	10 989	9 784
Skyldige offentlige avgifter	7 122	7 320	7 491	8 350	6 428	7 266
Gjeld til konsernselskaper				36 153	61 831	0
Gjeld til samarbeidende selskaper	12 584	19 168	7 810	23 448	1 014	0
Skyldig utbytte					25 008	0
Annen kortsiktig gjeld	36 234	36 456	32 545	35 734	63 858	55 738
Sum kortsiktig gjeld	85 821	95 890	93 027	119 146	200 110	106 296
SUM GJELD	454 070	375 275	470 793	881 333	1 176 232	1 356 040
SUM GJELD OG EGENKAPITAL	896 659	885 498	974 085	1 422 809	1 664 730	1 741 228

Tabell 5.3: Rapportert balanse (Egenkapital + gjeld) i NOK 1000

5.7 Omgruppering for investororientert analyse

Regnskapstall og balanser som er presentert ut fra NGRS og IFRS, er utarbeidet for å ha et kreditororientert perspektiv. Egenkapitalinvestorer ønsker derimot estimater for inntjeningen til egenkapitalen nå og i fremtiden for å kunne estimere egenkapitalverdien og utføre videre handlinger ut fra en analyse av disse. I tillegg ønsker investorer å kunne kontrollere de beslutningene ledelsen foretar seg. For å muliggjøre dette kreves det her en omgruppering som fokuserer på normalisert verdiskapning og utdeling, og forklarer de bakenforliggende kildene. En omgruppering til et investororientert perspektiv gjør at de regnskapsmessige tallene får et klarer skille mellom verdiskapning gjennom drift, og finansieringen av bedriften⁶⁵.



Fig 5.24 Rammeverk omgruppering

Omgrupperingen deles inn i følgende fire trinn (se figur 5.24):

Trinn 1: Omgruppering av avsatt utbytte

Ved rapportering etter NGRS vil foreslått avsatt utbytte fra ledelsen være ført som kortsiktig gjeld i et selskaps balanse. Avsetningen skjer frem til utbytte blir godkjent på første kommende generalforsamling. En investor har derimot ikke krav på penger fra seg selv, og klassifiseringen som gjeld blir dermed feil. Her må en omklassifisere den avsettingen fra å være en gjeldspost, til egenkapital som skal tilbakebetales.

Selskaper som rapporterer etter IFRS foretar ikke avsetninger for foreslått utbytte. En

⁶⁵ Knivsflå (2008)

omgruppering er dermed ikke nødvendig innenfor balanseoppstillinger ført etter denne regnskapsstandarden.

Utkilen rapporterer etter NGRS, noe som medfører at avsetninger for utbytte i denne perioden må omklassifiseres. Selskapet har de seneste årene gjort flere nyinvesteringer, som har blitt finansiert delvis gjennom finansiell gjeld, men også ved egenkapital, noe som har vært en medvirkende faktor til at det kun ble avsatt for utbytte i 2007. Utbyttet blir her justert og ført som egenkapital i stede for kortsiktig gjeld.

Trinn 2: Identifisering av ”dirty surplus”

Kongruensprinsippet (regnskapsloven §4-3) sier at alle kostnader og inntekter skal resultatføres og inngå i årsregnskapet. Et brudd på kongruensprinsippet kalles et ”dirty surplus”, og innebærer en direkte føring mot egenkapital, eller unnlattelse av føring (”hidden dirty surplus”⁶⁶). Transaksjoner forbundet med tilbakebetaling eller utbetalinger av kapital har ingen resultateffekt, og en ser dermed bort fra dette ved en identifisering av ”dirty surplus”. I Utkilens regnskap finner vi blant annet dirty surplus som følge av konsernetablering i 2006 og omregningsdifferanser grunnet føringer i euro.

Utrekningene er vist i tabellen under der egenkapitalen kun viser majoritetens andel:

Endring i EK	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Egenkapital 01.01	418 837	398 428	462 926	451 395	499 228	441 655
+ Årsresultat	-20 340	64 524	8 422	32 509	-7 939	-121 791
+ Dirty Surplus	-69	-26	47	15 324	382	85
- Betalt utbytte	0	0	0	0	25 008	0
- Ekstraordinært utbytte 2006 utbetalt 2007	0	0	200 000	0	25 008	0
+ Netto kapitalinnskudd	0	0	180 000	0	0	0
= Egenkapital 31.12	398 428	462 926	451 395	499 228	441 655	319 949

Tabell 5.4 Dirty surplus i NOK 1000

Trinn 3: Skille mellom normale og unormale poster:

Med unormale poster menes poster som det ikke vil være vanlig å se videre i årene som kommer. Unormale poster er poster som forekommer i en eller få perioder, og kan dermed ikke forventes å komme tilbake i periode etter periode. Slike poster må det justeres for da de

⁶⁶ Knivsflå (2008)

er lite relevant for fremtidige resultater. De unormale postene deles inn i 3 ulike kategorier: Ekstraordinære, diskontinuerlige og andre unormale poster. Med ekstraordinære poster menes poster som kan sies å være uvanlige, uregelmessig og samtidig vesentlig⁶⁷. Diskontinuerlige resultat oppstår gjerne i bedrifter som skal selges eller avvikle deler eller hele virksomheten. I følge Regnskapsloven § 4-5 er også slike poster lite relevant for den ved fremskriving av resterendes virksomhets resultat. Dirty surplus er et eksempel på andre unormale poster, sammen med blant annet engangsgevinster/tap, engangsavsetninger og finansielle gevinster/tap som en ofte kan finne gjennom valutatransaksjoner.

Videre i trinn 3 er det skilt mellom normal og unormale poster. Dette har blitt gjort ved analyse og vurdering av selskapets regnskap og tilhørende noter.

Gjennom denne analysen finner vi blant annet gevinst/tap ved salg av skip og andre anleggsmiddel og et stort valutatap i 2008 innenfor unormale finansielle poster.

Utkilen blir også påvirket av valutadifferanser i andre perioder, men disse er gjennomgått og vektet opp mot finansieringer og investeringer selskapet besitter, og vurderes til ikke unormale da disse forekommer år etter år. I Utkilens regnskap summeres agio under finansinntekter og disagio under finanskostnader som to separate poster. I omgrupperingen vist senere er nettoen av disse slått sammen.

Nedskrivning av goodwill blir her vurdert som en unormal post, sammen med blant annet et unormalt stort urealisert valutatap i 2008. Det blir også foretatt justeringer av gevinster som Utkilen har i forbindelse med salg av skip i henholdsvis 2004 og 2006, en justering vi gjør da vi er ute etter å få frem den organiske veksten i selskapet.

I tillegg vil det bli gjort justeringer ved å skille ut den unormale driftsskattesatsen fra det normale resultatet. Driftsskattesatsen finner en ved utrekning av følgende formel:

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

SK = Rapportert skattekostnad

FR = Normalt finansresultat (= FI-FK)

UFR = Unormalt finansresultat (= UFI-UFK)

DR = Normalt driftsresultat (= DI-DK)

⁶⁷ NRS 5 og RL § 6-1

UDR = Unormalt driftsresultat (= UDI-UDK) dss = Driftskattesats

Det er her valgt en skattesats på 28 % for det finansielle resultatet hos Utkilen, grunnet resultatets minimale påvirkning av skattefrie inntekter. Videre kan en da, ut fra beregnet dss for de forskjellige årene, finne ndss (gjennomsnittet til dss) ved hjelp av følgende formel⁶⁸:

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

Som vi ser av utrekningene i tabell 5.5, så får vi en ndss på 29,4 %. Dette skyldes i all hovedsak det unormale skatteresultatet som ble bokført i forbindelse med innføring av ny rederibeskatning i 2007.

Skattesatsen er noe høy, og jeg velger derfor å se på alternative metoder for å finne ndss. Medianen eller trimming ved å fjerne de mest ekstreme ytterpunktene på hver side er to av metodene som kan benyttes.

Dersom vi benytter oss av medianen av dss-tallene, så får vi et snitt på 21,84 %, altså et tall som virker mye mer troverdig å jobbe videre med i denne analysen.

Den normaliserte driftskattesatsen benytter en seg av hvert år for å kunne regne ut og skille mellom den normale driftskattesatsen til det normaliserte resultatet, og den unormale driftsskatten som inngår i det unormale resultatet.

⁶⁸ Knivsflå, (2006)

DRIFTSRELATERT SKATTESATS	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Rapportert skattekostnad	-14 241	-185	2 767	5 250	107 725	-36 977
- Skatt på netto finansresultat	-8102	-719	-2289	-10256	-3683	-11492
- Skatt på unormalt finansresultat	0	0	120	-3	51	-31290
= Driftsrelatert skattekostnad	-6 139	534	4 936	15 509	111 358	5 805
Driftsresultat	10064	26899	8904	47665	72240	50396
+ Unormalt driftsresultat	-445	13173	-6444	2075	-570	0
= Driftsresultat før skatt	9619	40072	2460	49740	71670	50396
Driftsrel.skatt/driftsres. før skatt (dss)	-0,638	0,013	2,007	0,312	1,554	0,115
Gjennomsnittlig dss (ndss)			0,560			
Median dss			0,214			
dss-ndss(median)	-0,852	-0,201	1,793	0,098	1,340	-0,099

Tabell 5.5 Driftsrelaterte skattekostnader

I tabell 5.6 ser vi hvordan justeringene som er foretatt gir en effekt på nettoresultatet til egenkapitalen. Nettoresultatet vises etter at det er foretatt justeringer for unormale finans og driftsresultat, som for eksempel salgsgevinster, disagio grunnet valutaendringer og dirty surplus. Slik justeringer er her med på å gjøre resultatet jevnere ettersom Utkilen har hatt en betydelig volatilitet i sine rapporterte resultater de seneste årene. Dette ser en tydelig i nettoresultatet til egenkapitalen. Svingninger i agioen vurderes her til normale, da det er lite avvik fra det normale. Det vil dermed ikke bli justert for denne, bortsett fra i 2008 regnskapet der vi observerer et enormt avvik. Disagioen blir her justert mot det normale sett i forhold til foreliggende år. Selskapet har også en ”andre finansinntekter”-post som varierer, men det er ikke gitt noteopplysninger om denne posten, noe som medfører vanskeligheter med å klassifisere avvik her som unormale.

Unormalt nettoresultat	NOK 1000	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Unormale finansinntekter		0	0	428	0	0	0
- Unormale finanskostnader		0	0	0	9	-182	111 749
= Unormalt finansresultat		0	0	428	-9	182	-111 749
- 28 % skatt på unormalt finansresultat		0	0	120	-3	51	-31 290
+ Ekstraordinært netto finansresultat		0	0	0	0	0	0
+ Finansielt dirty surplus		-69	-26	47	-871	382	85
= Unormalt netto finansresultat		-69	-26	355	-878	513	-80 374
Unormal driftsinntekt		0	13 173	0	2 075	0	0
- Unormale driftskostnader		445	0	6 444	0	570	0
= Unormalt driftsresultat		-445	13 173	-6 444	2 075	-570	0
- dss % skatt på unormalt driftsresultat		-260	513	-2 073	706	-872	0
+ Unormalt resultat fra driftstilknnyttede selskap		0	0	0	0	0	-75 510
+ Ekstraordinært driftsresultat		0	0	0	0	0	0
+ Driftsrelatert dirty surplus		0	0	0	16 195	0	0
- Unormal driftsskatt på normalt driftsresultat		-8 174	-2 976	3 657	4 847	96 328	-5 202
= Unormalt netto driftsresultat til EK		7 989	15 636	-8 028	12 717	-96 026	-70 308
= Unormalt netto resultat		7 920	15 610	-7 674	11 839	-95 513	-150 683
Nettoresultat til egenkapitalen		2 003	2 004	2 005	2 006	2 007	2 008
Fullstendig nettoresultat til egenkapitalen		-20 409	61 759	8 469	47 833	-7 557	-121 706
- Unormalt netto driftsresultat til EK		7 989	15 636	-8 028	12 717	-96 026	-70 308
- Unormalt netto finansresultat		-69	-26	355	-878	513	-80 374
= Nettoresultat til egenkapitalen		-28 329	46 149	16 143	35 994	87 956	28 976

Tabell 5.6 Virkning omgruppering trinn 3

Trinn 4: Skille drift og finansiering

Utkilens regnskapsresultat har i tabell 5.1 en kreditororientert oppstilling, noe som vil si et sterkt fokus på likviditetstyring.

I en investororientert analyse ønsker en å fokusere på avkastingen fra selve driften, og samtidig måle hvor mye finansieringen koster. For å kunne oppnå en nøyaktig analyse er det behov for omgruppering av selskapets regnskap, og dermed sette et klart skille mellom drift og finansiering. Ved en slik omgruppering finner en dermed kildene og får et bedre innblikk i verdiskapingen i bedriften⁶⁹.

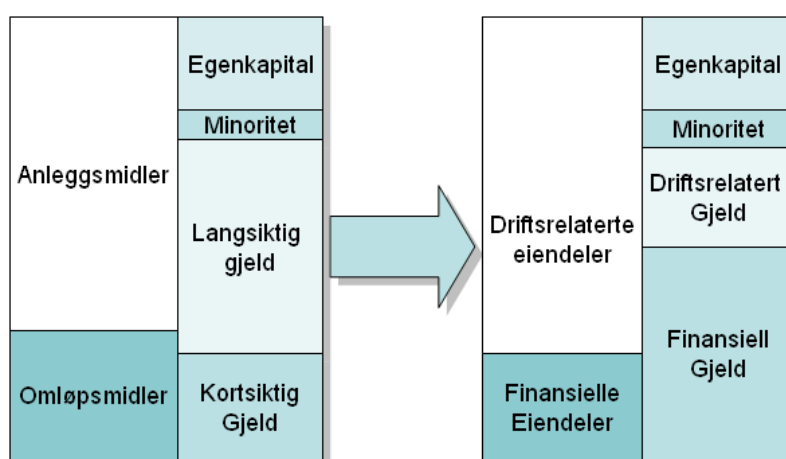
Det er også naturlig å omgruppere balansen slik at fokuset her blir skjøvet over fra likviditet til driftskapital og finansiellkapital. Dette kan gjøres ved en omgruppering rettet mot total kapital, sysselsatt kapital eller netto driftskapital. De mest brukte metodene er

⁶⁹ Knivsflå (2008)

omgruppering til total kapital, sysselsatt kapital og netto driftskapital, som Penman⁷⁰ også velger å benytte seg av i sine fremstillinger.

Totalkapital

Gjennom en omgruppering med fokus på total kapitalen blir de ulike postene gruppert ut i fra om de er drift eller finansrelatert, noe som gir oss en balanse som er mer investororientert. Vi ser at eiendelssiden nå omgrupperes til driftsrelaterte eiendeler og finansielle eiendeler, mot tidligere anlegg og omløpsmidler. Samtidig omgrupperes gjeldspostene på samme måte, fra tidligere å være inndelt etter tidslengde (se figur 5.25)



Figur 5.25 Omgruppering til total kapital

Sysselsattkapital

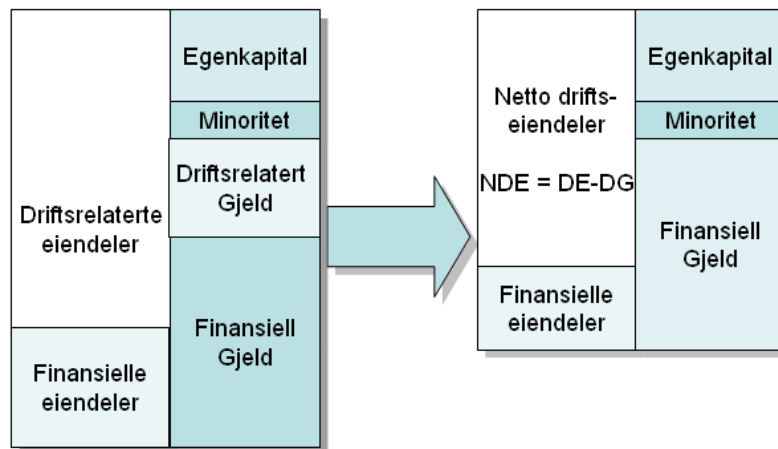
Ved en omgruppering til sysselsatt kapital vil totalsummen i balansen minke. Grunnen til dette ser vi i figur 5.26 der driftrelatert gjeld blir trukket fra driftseiendelene. Vi får dermed nettoposten ”netto driftseiendeler” som da er lavere en den tidligere posten ”driftsrelaterte eiendeler”⁷¹. Posten ”driftsrelatert gjeld” forsvinn dermed fra EK/gjelds-siden.

Grunnen til at dette blir gjort er for å ta hensyn til at driftsrelatert gjeld vanligvis er en rentefri gjeldspost. Denne posten må altså fjernes for å kunne finne den sysselsatte kapitalen som består av kapital skutt inn enten i form av lån eller fra investorene. Vi får dermed et klarere

⁷⁰ Penman (2004)

⁷¹ Knivsflå (2008)

bilde av den investerte kapitalen.



Figur 5.26 Omgruppering til sysselsattkapital

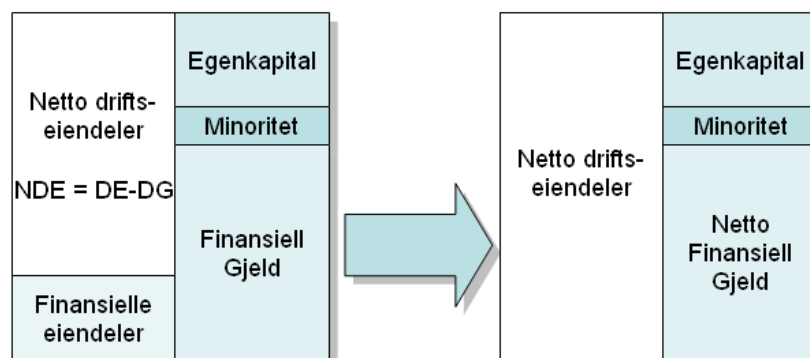
Netto driftskapital

Netto driftskapital er den kapitalen som er investert i driften, og ikke i finansielle eiendeler.

Netto finansiell gjeld blir dermed finansiell gjeld (FG) – Finansielle eiendeler (FE).

Dermed tar vi bort finansielle eiendeler fra venstresiden i balansen, og en gjeldspost som er lavere. Dette medfører en lavere totalbalanse enn i grupperingen for sysselsattkapital (se figur 5.27).

Vi står dermed igjen med kun de eiendelene som selskapet trenger for å drive den normale driften, og gjelden og investeringene som finansierer disse operasjonene.



Figur 5.27 Omgruppering netto driftskapital

5.8 Presentasjon av omgruppering

Nedenfor vil omgruppert resultatregnskap og også omgrupperingen av de ulike balansene presenteres. I omgrupperingene vil det samtidig bli lagt inn trailingresultat for 2009.

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	T2009
Fraktinntekter	547 691	773 043	789 536	874 655	833 921	806 544	609 748
+ Andre inntekter	20 249	22 051	25 117	19 912	17 260	28 377	21 283
= Sum driftsinntekter	567 940	795 094	814 653	894 567	851 181	834 922	631 031
Lønnskostnader	81 154	90 567	80 605	107 209	116 463	138 098	117 384
+ Avskrivninger	36 528	37 248	35 633	61 116	62 548	65 922	73 750
+ Reiseavhengige andre kostnader	174 505	206 928	286 366	321 230	274 895	320 836	266 294
+ Andre driftskostnader	265 243	446 626	396 701	359 423	324 465	259 669	196 169
= Sum driftskostnader	557 431	781 369	799 304	848 977	778 371	784 525	653 597
= Driftsresultat egen virksomhet	10 509	13 725	15 348	45 590	72 810	50 396	-22 566
- Driftsrelatert skattekostnad	2295	2998	3352	9957	15902	11 007	-4 928
= Netto driftsresultat egen virksomhet	8 214	10 728	11 996	35 633	56 908	39 390	-17 638
+ Ord.nettoresultat tilknyttet selskap	-14 077	44 905	14 618	27 506	45 527	13 991	28 542
= Netto driftsresultat	-5 863	55 633	26 614	63 139	102 435	53 381	10 904
+ Netto finansinntekt	14 047	11 862	13 530	4 681	20 889	5 839	8 021
= Nettoresultat til sysselsatt kapital	8 184	67 495	40 145	67 821	123 324	59 220	18 925
- Netto finanskostnader	34 881	13 711	19 415	31 054	30 360	35 391	32 560
- Netto minoritetsresultat	1 632	7 635	4 587	773	5 008	-5 147	650
= Netto resultat til egenkapital	-28 329	46 148	16 142	35 994	87 955	28 976	-14 285
+ Unormalt netto driftsresultat	7989	15636	-8028	12717	-96026	-70 308	10 275
+ Unormalt netto finansresultat	-69	-26	355	-878	513	-80 374	55 080
= Fullstendig nettoresultat til EK	-20 409	61 758	8 469	47 833	-7 558	-121 707	51 070
- Netto betalt utbytte	0	0	20 000	0	50016	0	0
= Endring i EK	-20 409	61 758	-11 531	47 833	-57 574	-121 707	51 070

Tabell 5.7 Omgruppert og justert regnskap inkludert trailing

Sysselsatt kapital - Balanse		2003	2004	2005	2006	2007	2008	T2009
<i>Tall i NOK 1.000</i>								
Driftsrelaterte anleggsmidler DAM		633 559	558 730	605 347	1 137 737	1 237 894	1 482 878	1 482 878
- Langsiktig driftsrelatert gjeld LDG		41 966	64 687	167 180	150 622	138 957	127 952	127 952
= Netto anleggsmidler	NAM	591 593	494 043	438 167	987 115	1 098 937	1 354 925	1 354 925
Driftsrelaterte omløpsmidler DOM		101 636	170 352	132 182	92 325	72 606	73 542	73 542
- Kortsiktig driftsrelatert gjeld KDG		84 931	94 584	92 697	118 352	253 455	156 161	156 161
= Driftsrelatert arbeidskapital	DAK	16 705	75 768	39 485	-26 027	-180 849	-82 619	-82 619
= Netto driftseiendeler	NDE	608 297	569 811	477 652	961 087	918 088	1 272 306	1 272 306
Finansielle anleggsmidler FAM		24 197	24 077	9 511	131	131	131	131
Finansielle omløpsmidler FOM		137 267	132 339	227 045	192 617	354 099	184 677	235 747
= Finansielle eiendeler	FE	161 464	156 416	236 555	192 748	354 230	184 808	235 878
= Sysselsatte eiendeler	SSE	769 762	726 227	714 207	1 153 835	1 272 318	1 457 115	1 508 185
= Egenkapital	EK	398 428	462 926	451 395	499 228	466 662	319 949	371 019
= Minoritetsinteresser	MI	44 161	47 297	51 896	42 248	46 844	65 238	65 238
Langsiktig finansiell gjeld LFG		326 282	214 697	210 586	611 566	747 823	1 062 143	1 062 143
+ Kortsiktig finansiell gjeld KFG		890	1 307	330	793	10 989	9 784	9 784
= Finansiell gjeld	FG	327 172	216 004	210 916	612 359	758 812	1 071 927	1 071 927
= Sysselsatt kapital	SSK	769 762	726 227	714 207	1 153 835	1 272 318	1 457 115	1 508 185

Tabell 5.8 Omgruppert og justert sysselsatt kapital -balanse

Netto driftskapital - Balanse		2003	2004	2005	2006	2007	2008	T2009
<i>Tall i NOK 1.000</i>								
Netto anleggsmidler	NAM	591 593	494 043	438 167	987 115	1 098 937	1 354 925	1 354 925
+ Driftsrelatert arbeidskapital	DAK	16 705	75 768	39 485	-26 027	-180 849	-82 619	-82 619
= Netto driftseiendeler	NDE	608 297	569 811	477 652	961 087	918 088	1 272 306	1 272 306
Egenkapital	EK	398 428	462 926	451 395	499 228	466 662	319 949	371 019
+ Minoritetsinteresser	MI	44 161	47 297	51 896	42 248	46 844	65 238	65 238
Finansiell gjeld	FG	327 172	216 004	210 916	612 359	758 812	1 071 927	1 071 927
- Finansielle eiendeler	FE	161 464	156 416	236 555	192 748	354 230	184 808	235 878
+ Netto finansiell gjeld	NFG	165 708	59 588	-25 639	419 611	404 582	887 119	836 049
= Netto driftskapital	NDK	608 297	569 811	477 652	961 087	918 088	1 272 306	1 272 306

Tabell 5.9 Omgruppert og justert Netto driftskapital –balanse

5.9 "Trailing" Årsregnskap

"Trailing" vil si at en benytte seg av et selskaps senest tilgjengelige kvartalsrapport, for deretter å estimere resterende perioder av året ut fra fjorårets tall. Dersom et selskap har offentliggjort resultat for to kvartal i 2009, så benytter vi disse, og i tillegg tar utgangspunkt i selskapets tredje og fjerde kvartal for 2008 for å "traile" et fullgodt årsregnskap for 2009. Balansen vil bli benyttet slik den fremstår i siste kjente kvartalsrapport (2009). En bør foreta justeringer for unormale poster i kvartalstallene fra året før. Med unormale poster menes

poster som ikke forventes å oppstå også i inneværende år.

Utkilen offentliggjør ikke kvartalsrapporter for konsernets virksomhet, men det har lyktes å skaffe til veie enkelte av datterselskapenes tall for første kvartal 2009. Løsningen blir dermed å lage en trailing for 2009 ut fra det normaliserte årsresultatet for 2008. Dette justeres videre for trender vi observerer i kvartalsresultatene for datterselskapene, og i tillegg informasjon om den videre utviklingen for bransjen og selskapet i 2009.

Kvartalstallene er her inndelt i større poster, og detaljert informasjon om de ulike kostnadspostene er dermed vanskelig å beregne. Det vil her benyttes en prosentvis fordeling ut fra tidligere års kostnadsstruktur.

Utkilens største datterselselskap (Utkilen Shipping) hadde 1.kvartal 2009 en inntektsstrøm via befraktning som var hele 32 % lavere enn for 1.kvartal 2008. Utviklingen skyldes først og fremst at selskapet opererer en mindre flåte enn tidligere ettersom at selskapet har solgt et skip i markedet, og samtidig tilbakelevert enkelte av de innleide skipene som selskapet opererte i 2008. I tillegg har rateutviklingen og den økonomiske nedgangstiden ført til at resterende flåte opererer med lavere inntjening.

Det er tatt hensyn til lave rater også videre i trailingen for 2009.

Tilbakeleveringen av innleide skip, samt lavere bunkerpriser har medført at reisekostnadene har falt med 35 % i 1.kvartal 2009 sammenlignet med året før. Bunkerprisen har tatt seg litt opp utover året, og det vil korrigeres for dette. Unormale poster som selskapet har hatt til nå i år vil bli spesifisert. Dette gjelder gevinst ved salg av skip, og en unormal høy agio på selskapets valutatransaksjoner.

Under samleposten "andre driftkostnader" finner vi blant annet utgiftene for de innleide skipene. Tilbakeleveringen av disse medfører altså en sterk reduksjon i denne posten.

Ordinere inntekter fra tilknyttede selskaper er også normalisert da det har vært en disagio i 2008, og en forventet reversering av denne i 2009. Beløpene vil bli ført som unormale poster.

Utkilen Shipinvest som utgjør majoriteten av de tilknyttede selskapene, drifter skip på langsiktige kontrakter, og er dermed mindre utsatt for svingningene i økonomien, men vil på lengre sikt bli rammet gjennom den fremtidige utviklingen i Omya. Utkilen Shipinvest går mot et solid overskudd, og redder dermed selskapets driftsresultat.

Det tas her forbehold om usikkerheter i trailingen da det foreligger lite regnskapsinformasjon for året, og bransjen i tillegg er inne i en svært turbulent periode. Balansen for T 2009 blir tilnærmet lik balansen ved utgangen av 2008, da dette er den sist kjente balansen det er mulig å oppdrive. Denne er kun justert for trailingresultatet for 2009.

5.10 Analyse og justering av målefeil

Ved å justere for målefeil vil en prøve å gi et bedre bilde av den underliggende økonomiske situasjonen i bedriften. Det er hevdet at målefeil vil utjevne hverandre over tid, og at justering av disse vil bidra til å skape ytterligere støy i tallene da vi ofte har begrenset informasjon til å rette opp i disse. Likevel kan målefeilene være av en så stor karakter at de kan justeres i riktig retning, slik at vi med sikkerhet kan si at resultatet blir mer nøyaktig enn det var før justeringene for målefeil.

Vi finner hovedsakelig tre hovedkilder til målefeil:

1. Rapporteringen skjer etter et annet hovedideal enn virkelig verdi. Dette kan for eksempel være rapportering etter historisk kost, eller salgsverdi som avviker fra virkelig verdi⁷².
2. Lovlig avvik fra rapportering etter god regnskapsskikk og korrekt historisk kost⁷³.
3. Målefeil grunnet kreativ regnskapsføring

Noen velger også å trekke inn finansielle bobler som et avvik, da det kan skape avvik mellom fundamentalverdi og børsverdi på aksjer.

Som en ekstern analytiker som besitter et regnskap med begrenset informasjon i notene, så kan det være vanskelig å hevde at jeg skal ha bedre og mer detaljert innsikt enn de internt i bedriften som har utarbeidet det offentlige regnskapet.

Jeg er av den oppfattig at en justering av målefeil for store poster kan bedre bildet av den underliggende økonomiske situasjonen, og dermed gi betydelige utslag i den videre analysen av Utkilen. Det velges derfor å foreta korrigeringer av åpenbare målefeil.

⁷² Johnsen & Kvaal (2007)

⁷³ Knivsflå (2008)

5.10.1 Aktuelle justeringer

Driftsrelaterte anleggsmidler

Regnskapsloven § 5-3, 2ledd sier at varige driftsmidler avskrives over en fornuftig avskrivingsplan, og ved varige verdifall skal verdien av driftsmiddelet nedskrives til virkeligverdi. Under kategorien driftsrelaterte anleggsmidler finner vi blant annet immaterielle eiendeler, varige driftsmidler og investeringer i tilknyttede selskaper. For Utkilen vil en finne driftsrelaterte anleggsmidler først og fremst gjennom selskapets flåte med skip som utgjør en stor post.

Utkilen avskriver flåten lineært over en periode på 25 år, og har ikke rapport om nedskrivninger av flåtens verdi i analyseperioden. Dette skyldes først og fremst at verdifall på skip sjeldent er varige, da prisen på skip i annen håndmarkedet er svært syklisk.

Lineær avskrivning kan være grunnlag for målefeil av type 2, da denne avskrivingsmetoden kan avvike fra korrekt historisk kost. Så lenge kontantstrømmen ikke er lineært fallende, noe vi ikke observerer i Utkilen, så gir dette en feil tilnærming av verdjusteringen på driftsmiddelet. Det er likevel vanskelig å korrigere for en slik avskrivingsmetode da vi har lite informasjon om fremtidige kontantstrømmer, eller selskapets internrente frem i tid.⁷⁴

Avskrivningene vil ikke bli korrigert da det kan gi grunnlag for ytterligere støy i regnskapet.

Driftsrelaterte krav

Det bør avsettes for fremtidige krav og utgifter. Slike krav kan være pensjonsforpliktelser, periodisk vedlikehold samt andre avsetninger. For Utkilen vil det være de nevnte postene som vil være mest aktuelle å se nærmere på ut fra de noteopplysningene som foreligger.

Utkilen både aktiverer og avskriver periodiske vedlikeholdskostnader som måtte påløpe.

Avskrivingsperioden for vedlikehold er ikke spesifikt gitt i notene, men jeg ser ingen grunn til å justere disse kostnadene.

I tabellen nedenfor er det utført en justering av målefeil i forbindelse med ”smoothing” av pensjonsforpliktelsene. ”Smoothing” oppstår i forbindelse med estimatavvik og avkastning som avviker fra den forventede avkastningen på midlene. Slik ”smoothing” er til for å unngå

⁷⁴ Knivsflå (2008)

stor volatilitet i resultatene, men fører også til at vi får en misvisende pensjonskostnad. I de ulike postene er de kontoransattes og seilende mannskaps pensjonsposter slått sammen under en felles utrekning.

Enkelte vil hevde at "smoothingen" benyttes for å justere for unormale svingninger i pensjonsmidlene, og at dette kan gi et mer rettmessig bilde på lang sikt da en fordeler eventuell avkastning/tap mer rettferdig utover opptjeningsperioden. Denne utjevningen og stabiliseringen av midlene kan betraktes som normalisering som kan gi oss et bedre bilde av lønnsomheten i Utkilen, noe som taler for å ikke justere postene. I tillegg ser vi ut fra tabellen under at en eventuell justering ville gitt svært liten effekt på de gitte postene. Ut fra argumentene over velges det derfor her å ikke justere det omgrupperte regnskapet ytterligere.

	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Virkelig verdi pensjonskrav	29 924	30 369	39 025	36 902	42 403	44 192
- virkelig verdi pensjonsfond	28 256	31 662	34 161	37 939	34 678	37 962
= Netto pensjonskrav til virkelig verdi	1 668	-1 293	4 864	-1 037	7 725	6 230
- Ikke-balanseført gjeld pga "smoothing"	3 005	1 104	934	2 019	850	1 732
= Balanseført netto pensjonskrav	-1 337	-2 397	3 930	-3 056	6 875	4 498
Virkning:						
Netto driftseiendeler før skatt	-3 005	-1 104	-934	-2 019	-850	-1 732
- Utsatt skatt ndss	-656	-241	-204	-441	-186	-378
= Netto driftseiendeler	-2 349	-863	-730	-1 578	-664	-1 354
Egenkapital	-2 349	-863	-730	-1 578	-664	-1 354
Virkning:						
Unormalt driftsresultat	-2 709	1 901	170	-1 085	1 169	-882
- Endring i utsatt skatt ndss	-580	407	36	-232	250	-189
= Unormalt netto driftsresultat	-2 129	1 494	134	-853	919	-693

Tabell 5.7 Virkning av justerte pensjonskostnader

Finansielle eiendeler

Utkilen besitter finansielle eiendeler både gjennom kontantekvivalenter, ikke børsnoterte aksjer, og markedsbaserte børsnoterte aksjer. Utkilen klassifiserer sine omløpsmidler til laveste av anskaffelseskost og virkeligverdi, og opplyser om at disse vil bli nedskrevet ved ikke-forbigående verdifall. Noteopplysningene er svært sparsomme med informasjon rundt selskapets aksjeinvesteringer. Verken antall aksjer eller kostpris er opplyst i selskapets noter. Det skal sies at det her dreier seg om relativt lave beløp, så en justering ville uansett hatt minimal innvirkning på den videre analysen av Utkilen. De balanseførte verdiene av de

finansielle eiendelene settes derfor som beste estimat for å hindre mer støy i den videre analysen.

Målefeil grunnet kreativ regnskapsføring

Ernst & Young har hvert år gjennomgått selskapets regnskapsdata i detaljer, og ikke avdekket noen feilføringer som kan klassifiseres som brudd på loven om kreativ regnskapsføring (målefeil type 3). Utkilen fremstår som et seriøst selskap, og vet selv at avdekking av feilrapportering vil føre til tapt omdømme både blant kunder, investorer og shippingbanker⁷⁵.

Likevel nevnes enkelte faktorer som kan gi incentiver til kreativ regnskapsføring. Utkilen opererer med et avlønningssystem der administrerende direktør mottar en resultatavhengig kompensasjon. Kompensasjonen baserer seg på forhåndsdefinerte resultatmål for selskapet, samt en vurdering av individuell utvikling. Et slikt avlønningssystem kan lett gi incentiver til rapportering av tall som overgår det virkelige resultatet⁷⁶.

Samtidig foretar Utkilen en utskifting av administrerende direktør i november 2009, da Geir Mjelde fratrer sin stilling i konsernet. I forbindelse med inntredelse av ny administrerende direktør kan det dermed oppstå incentiver til underrapportering av resultater, noe som vil fremstå som en opprydning etter tidligere administrerende direktør, og gir muligheter for økt oppside i kommende rapporteringsår.

Incentivene over bygger på rene teoretiske punkter, og det er ingen mistanke om at slik kreativ regnskapsføring har funnet sted internt i Utkilens rapportering. Det vil uansett være vanskelig for meg å avdekke kreativ regnskapsføring som revisor med sitt tallmateriale ikke har klart å avdekke.

5.11 Forholdstallanalyse

Justeringer og omgruppering av regnskap og balanse tilrettelegger for en dypere økonomisk analyse av et selskaps finansielle posisjon.

Tiltross for omgrupperingen er det vanskelig å si noe konkret om de underliggende økonomiske forholdene i selskapet da tallene over er rapportert som absolutte tall, og dermed

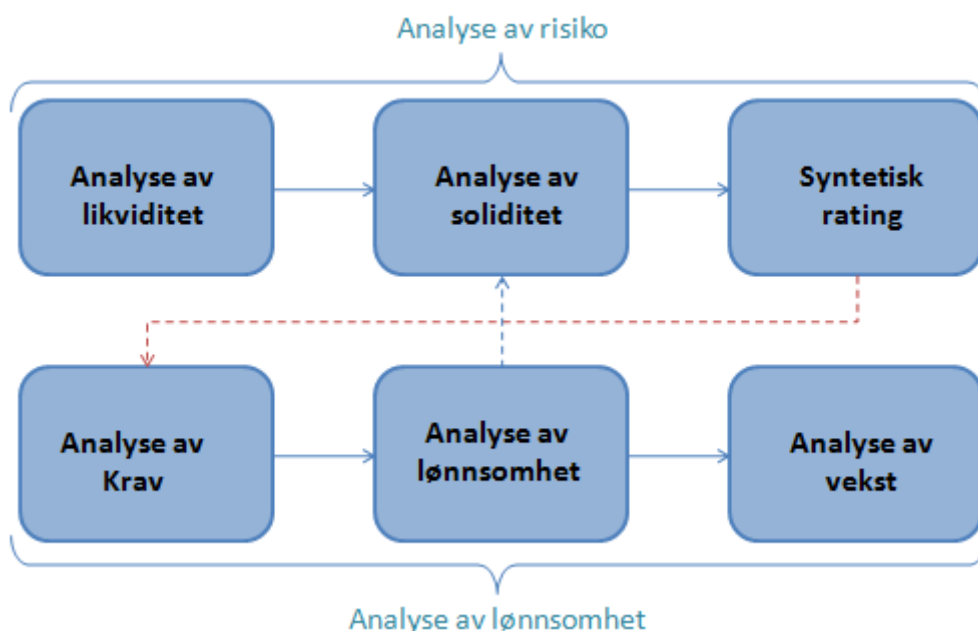
⁷⁵ Eilifsen, Messier (2006)

⁷⁶ Iris Stuart (2008)

lite informative og sammenlignbare når de blir analysert for seg selv. Absolutte tall bør dermed gjøres om til forholdstall som består av en sammenligning mellom to eller flere regnskapstall. Disse vil bli vurdert gjennom en historisk utvikling, og samtidig bli vektet opp mot tilsvarende tall på bransjenivå. I denne analysen benyttes tall fra Odfjell, Stolt-Nielsen og Eitzen som bransjeestimat.

Forholdstallsanalysen deles videre opp i to hovedkategorier (se figur 5.28):

Analyse av selskapets risiko deles videre opp i to underkategorier hvorav likviditetsanalysen fokuserer på selskapets kortsiktige kredittrisiko og betalingsdyktighet, og soliditet ser nærmere på selskapets posisjon innen langsiktig kredittrisiko. Disse tallene summeres videre opp i en syntetisk rating, der selskapets risiko blir definert ved hjelp av en karakterskala.



Figur 5.28 Virkning av justerte pensjonskostnader

Lønnsomhetsanalysen grupperes inn i tre underkategorier, hvorav en starter med å gjennomføre en analyse av krav til avkastning på selskapets kapital, da dette er nødvendig for å utvikle en målestokk for hva som er god lønnsomhet.

Videre analyseres selskapets lønnsomhet der en vektlegger om selskapets rentabilitet overgår det kravet som stilles til avkastningen. Ved en videre dekomponering av lønnsomheten, vil en også kunne forklare de underliggende kilder som leder til den gitte rentabiliteten.

Siste steget i lønnsomhetsanalysen vektlegger selskapets vekstmuligheter, underliggende kilder til veksten, og hvilken av vekstfaktorene som gir opphav til vedvarende vekst.

5.11.1 Tidsvekting

Innen kjemikalietankbransjen har utviklingen de seneste årene vært relativt moderat. En moderat utvikling taler for en likevekting av regnskapsmaterialet i den videre forholdstallsanalysen.

År	←	2003	2004	2005	2006	2007	2008	T 2009
Vekt	0	1/7	1/7	1/7	1/7	1/7	1/7	1/7

Tabell 5.8 Vekting av regnskapstall

6. Risikoanalyse

Gjennom måling av variansen til den realiserte avkastningen finner vi en investerings totalrisiko. Totalrisikoen kan videre dekomponeres i systematisk og usystematisk risiko, hvor den systematiske risikoen uttrykker markedsrisiko. Markedsrisikoen sier noe om aksjemarkedets totale utvikling, og kan dermed ikke diversifiseres bort. Den usystematiske risikoen uttrykker selskapsrisikoen og kan diversifisere ved å spre investeringene på flere investeringsobjekt, for eksempel ved kjøp av aksjer i flere virksomheter, noe som medfører at totalrisikoen til porteføljen reduseres og konvergerer mot den systematiske risikoen. For en veldiversifisert investor vil altså kun den systematiske risikoen være av betydning⁷⁷.

Videre i analysen vil Utkilens kortsiktige risiko bli analysert ved hjelp av en likviditetsanalyse, og videre den langsiktige gjennom en soliditetsanalyse. Resultatet blir oppsummert gjennom et ratingsystem utarbeidet av Standard og Poors.

6.1 Likviditetsanalyse

En likviditetsanalyse har som formål å kartlegge et selskaps likvider, se på den kortsiktige kredittrisikoen, og gjøre en analyse omkring deres evne til å betale kortsiktige krav som forfaller til betaling. Dårlig likviditet kan medføre at selskapet kommer i en likviditetsskvis, noe som i verste fall kan lede til konkurs.

Analysen gjøres på grunnlag av forholdstall samt en kontantstrømanalyse.

6.1.1 Likviditetsanalyse - forholdstall

Forholdstallene som kan gi bedre innsikt i Utkilens likvide situasjonen er først og fremst likviditetsgrad 1, likviditetsgrad 2 og rentedekningsgraden.

Likviditetsgrad 1 defineres som omløpsmidler (OM) dividert på kortsiktig gjeld (KG), og forteller oss dermed hvor stor andel likvide midler en har på kort sikt sett i forhold til de kortsiktige betalingene som forfaller. Likviditetsgrad 2 fokuserer kun på de finansielle omløpsmidlene (FOM) og dividerer disse i likhet med likviditetsgrad 1 med den kortsiktige gjelden. Forskjellen her er at blant annet varelageret, som regnes som de minst likvide

⁷⁷ Brealey & Myers (2003)

omløpsmidlene er trukket fra.

Rentedekingsgraden (rdg) defineres som nettoresultatet før netto finanskostnad (NRS-NFK), dividert med netto finanskostnad (NFK).

Ved hjelp av følgende formel kan vi definere likviditetsgradene i et selskap:

Likviditetsgrad 1

$$lg1_t = \frac{OM_t}{KG_t} = \frac{DOM_t}{KDG_t} + \frac{FOM_t}{KFG_t}$$

Likviditetsgrad 2

$$lg2_t = \frac{FOM_t}{KG_t} = \frac{FOM_t}{KDG_t + KFG_t}$$

OM = Omløpsmidler DOM = Driftsrelaterte omløpsmidler FOM = Finansielle omløpsmidl.
KG = Korts. gjeld KDG = Kortsiktig driftsrelatert gjeld KFG = Kortsiktig finansiell gjeld

Det er ulike formeninger om hva som er estimat for gode likviditetsgrader. Det vanligste kravet er at likviditetsgrad 1 skal være 200 % (2), altså at omløpsmidler er det dobbelte av den kortsiktige gjelden.

For likviditetsgrad 2 er kravet 100 % (1), siden denne kun tar hensyn til de mest likvide omløpsmidlene i selskapet.⁷⁸ Oppfyller bedriften disse kravene, kan bedriften sies å være i en likvid situasjon på kort sikt.

Under er likviditetsgrad 1 for Utkilen og bransjen satt opp i en tabell:

Likviditetsgrad 1	2003	2004	2005	2006	2007	2008	T2009	Vektet
Vekt	1/7	1/7	1/7	1/7	1/7	1/7	1/7	Gj.snitt
Utkilen	2,784	3,157	3,862	2,392	1,614	1,556	1,864	2,461
Bransjen	1,402	1,136	0,693	0,722	0,792	0,601	0,582	0,847

Tabell 6.9 Likviditetsgrad 1 for Utkilen og bransjen

⁷⁸ <https://www.lindorffd.com/faq/nokkeltall.html>

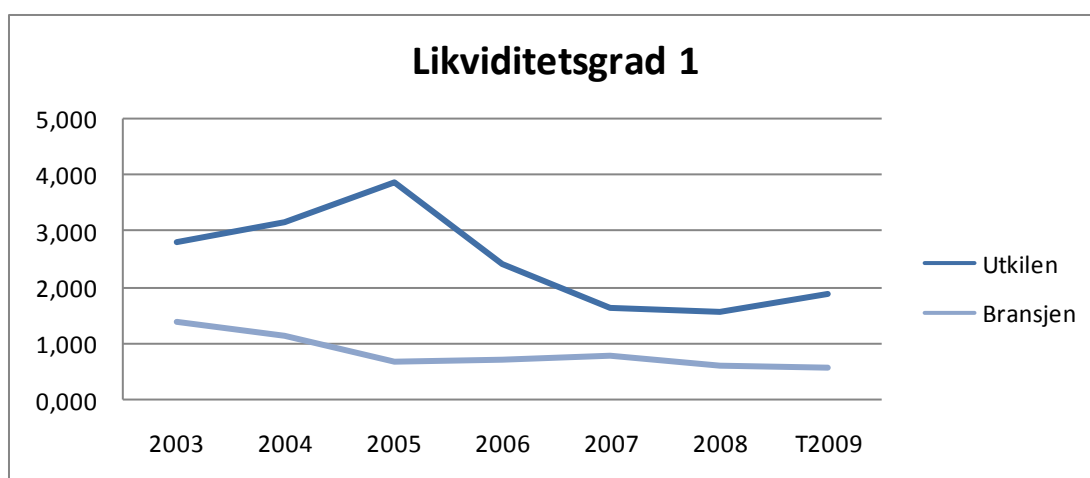
Tabellen viser at Utkilen har hatt en svært god likviditet i starten av århundreskifte, men at selskapets sterke likvide posisjon gradvis har svekket seg. Likviditetsgraden er ved siste tilgjengelige balanse nede i 1,55 mens trailingtallene viser en liten oppgang for 2009. Dette skyldes først og fremst grunnet en positiv agio grunnet valutaoppgang. Utkilens likvide situasjon er likevel under det anbefalte. Fallet i industriproduksjonen, og dermed lave rater for kjemikalietankere er til dels skyld i denne utviklingen, noe som fører til lavere inntjening, samt at Utkilen har hatt en økning i den kortsiktige driftsrelaterte gjelden. Samtidig har Utkilen gjort flere nyinvesteringer.

Utkilen har derimot en svært god likviditetsgrad 1 dersom en sammenligner denne med resten av bransjen. Lave utbytter, og reinvestering av familieformuen kan bli sett på som en vesentlig faktor her. Bransjen viser seg likevel å være tett korrelert med Utkilens negative trend, noe en observerer i figur 6.29.

Høy kortsiktig gjeld, og da spesielt i Stolt-Nielsen, er hovedgrunnen til at bransjen har hatt en gjennomgående lavere likviditet enn Utkilen.

Vi kan sette et stort faresignal ved likviditetsgrad 1 til kjemikaliebransjen, da den ligger langt under de anbefalingene, men en likviditetsgrad 1 på over 2 er likevel ikke nødvendigvis et rettmessig mål.

Studier viser at likviditetsgraden ved Oslo Børs gjennomsnittlig lå på 1,617, og hadde en bransjespreding mellom 1,061 for eiendom og opp til 1,807 for offshore⁷⁹. Likviditetsgrad 1 for shipping lå gjennomsnittlig på 1,694. Det er forventete noe lavere likviditetsgrader ut fra den siste tids økonomiske utvikling. Kjemikalietankbransjen må likevel sies å ha en svært lav likviditetsgrad.



Figur 6.29 Likviditetsgrad 1

⁷⁹ Knivsflå (2008)

Også for likviditetsgrad 2, hvor en ser på finansielle omløpsmidler i forhold til kortsiktig gjeld, ser vi at Utkilen ligger over bransjen. Det vektede snittet for Utkilen er her 1,558, noe som også overgår den anbefalte verdien på 1 (se tabell 6.10). Det er dermed liten bekymring rundt Utkilens kortsiktige likvide posisjon.

Bransjen viser også en negativ trend her grunnet oppbygging av kortsiktig gjeld. Et varselsflagg bør settes ved bransjens likvide situasjon, spesielt med tanke på at markedet står foran en vanskelig periode.

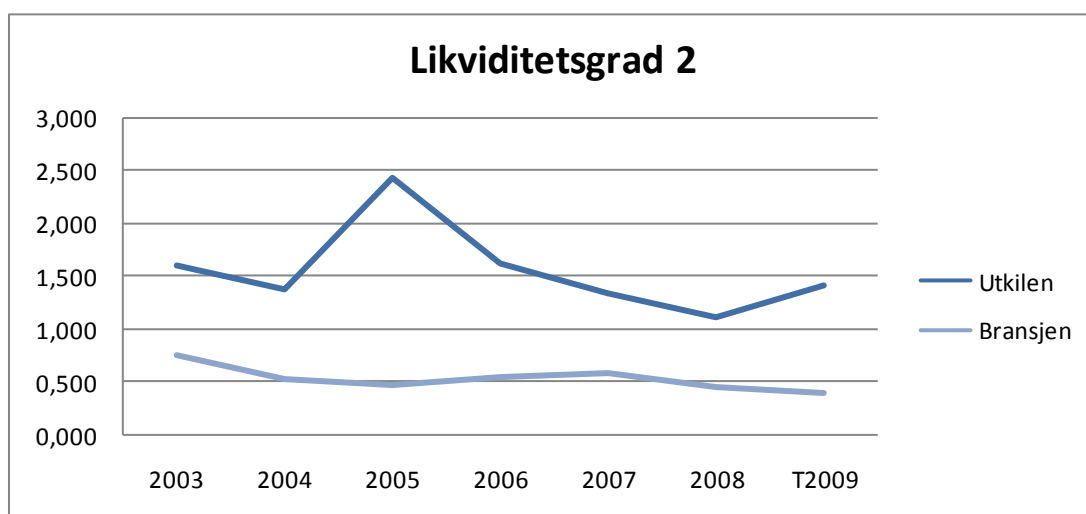
Likviditetsgrad 2	2003	2004	2005	2006	2007	2008	T2009	Vektet Gj.snitt
Vekt	1/7	1/7	1/7	1/7	1/7	1/7	1/7	
Utkilen	1,599	1,380	2,440	1,616	1,339	1,112	1,421	1,558
Bransjen	0,768	0,536	0,47	0,558	0,595	0,457	0,3948	0,540

Tabell 6.10 Likviditetsgrad 2 for Utkilen og bransjen

Bransjens gjennomsnitt på 0,54 kan likevel ikke sies å være avskrekkendes lavt sett i forhold til shippingbransjens tall ved Oslo Børs som også ligger under 1.

I grafen under ser vi hvordan likviditetsgrad 2 i Utkilen og bransjen korrelerer med hverandre bortsett fra i perioden 2005 og i trailingåret 2009.

Ut fra denne grafen, samt grafen for likviditetsgrad 1, så kan vi observere at Utkilen og bransjen ligger nærmere hverandre nå enn for noen få år siden. Dette skyldes først og fremst store fall i Utkilens likviditet, da bransjen har hatt en jevnere utvikling.



Figur 6.30 Likviditetsgrad 2

Rentedekningsgrad:

En definerer rentedekningsgraden som nettoresultatet før netto finanskostnader (sysselsatt kapital), dividert på netto finanskostnader, og er med på å gi et innblikk i selskapets kortsiktige risikoprofil. Ved en rentedekningsgrad på 1 eller større vil et selskap i teorien være i en slik situasjon at de kan betale sine finansielle kostnader, uten å måtte hente inn mer kapital eller tære på egenkapitalen.

I de finansielle kostnadene inngår kun renteutgifter. Formelen sier altså ingenting om selskapet er i stand til å betale avdragene som påløper. Formelen følger under:

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

NDR = netto driftsresultat NFI = netto finansinntekter NFK = netto finanskostnader

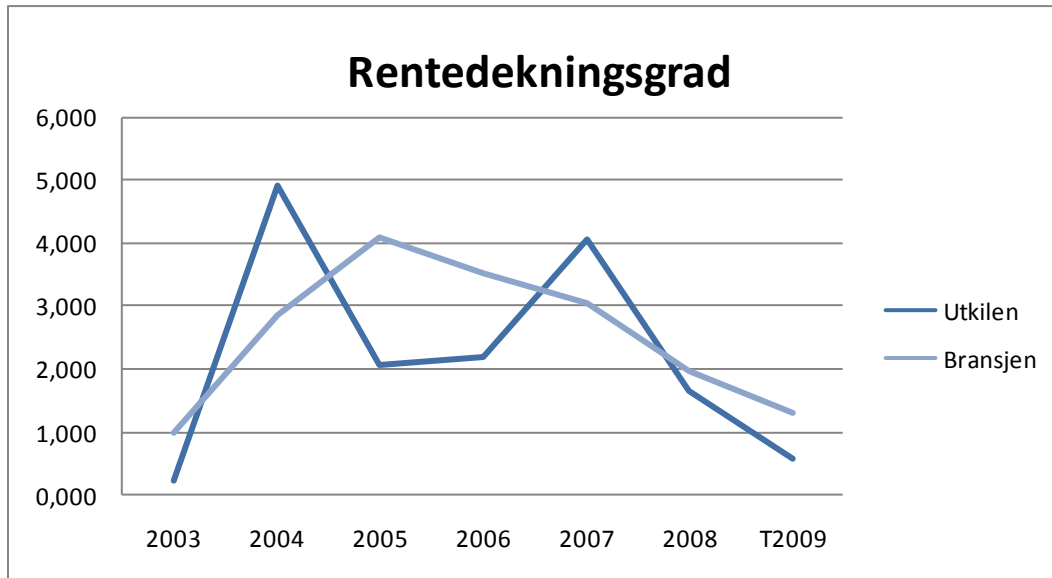
Rentedekningsgrad	2003	2004	2005	2006	2007	2008	T2009	Vektet
Vekt	1/7	1/7	1/7	1/7	1/7	1/7	1/7	Gj.snitt
Utkilen	0,235	4,923	2,068	2,184	4,062	1,673	0,581	2,246
Bransjen	0,991	2,851	4,083	3,507	3,056	1,959	1,318	2,538

Tabell 6.11 Rentedekningsgrad for Utkilen og bransjen

I tabell 6.11 ser vi rentedekningsgraden for Utkilen og bransjen i perioden 2003 - 2009 (trailing). Utkilen klarer seg bra i perioden bortsett fra i 2003 da Utkilen var inne i en svak periode. Utkilen oppnådde en svært god rentedekningsgrad i 2007 grunnet et godt driftsresultat, men trenden videre har vært negativ. I trailingresultatet for 2009 er resultatet sterkt nedjustert i forhold til 2008, da det forventes en svekkelse i befraktet volum. Samtidig påløper store finansielle kostnader, blant annet i forbindelse med nyinvesteringer i to kjemikalietankere, noe som igjen medfører at Utkilen vil få problemer med å dekke de finansielle kostnadene via resultatet dette året. Også bransjen vil oppleve en svekkelse i sysselsatt nettoresultat, men de står likevel sterkere rustet til å dekke sine finansielle kostnader ved hjelp av årets inntjening. Utkilen ligger generelt godt under bransjegjennomsnittet i perioden bortsett fra i 2004 og 2007, men likevel godt over det som forventes for å kunne dekke sine finansielle kostnader. Det er ikke noe absolutte krav til hva som er en god rentedekningsgrad, men også her kan bedriftene på Oslo Børs være en grei målestokk. I perioden 1999-2007 var medianen for rentedekningsgrad 2,664, og for shippingbransjen 2,832. Utkilens snitt ligger dermed generelt

under det som er vanlig blant børsnoterte selskaper. I grafen under ser vi hvordan Utkilen og bransjen korrelerer fra 2007-2009, samtidig som vi ser at Utkilen skiller seg kraftig fra bransjen i perioden 2004-2007.

Et slik resultat kan være en indikasjon på at Utkilen har hatt en høyere finansiell risiko forbundet med seg enn det bransjen ellers har hatt.



Figur 6.31 Rentedeckningsgrad

6.1.1 Kontantstrøm

Gjennom rentedeckningsgraden kan vi se hvor god evne bedriften har til å betale sine finansielle kostnader via resultatet, men det sier oss lite om endringen i likviditeten over tid.

Gjennom en analyse av kontantstrømmen får vi et bedre innblikk, da denne er satt opp nettopp med fokus på slike endringer⁸⁰

⁸⁰ RL § 6-5

Omgruppert kontantstrøm Utkilen		2003	2004	2005	2006	2007	2008	T 2009
Netto Driftsresultat	NDR	-5 863	55 633	26 614	63 139	102 435	53 381	10 904
+ Unormalt netto driftsresultat	UNDR	7989	15636	-8028	12717	-96026	-70308,5	10275
- Endring i netto driftseiendlere	ΔNDE	10 240	-38 487	-92 159	483 435	-42 999	354 218	0
= Fri kontantstrøm fra drift	FKD	-8 114	109 756	110 745	-407 579	49 408	-371 146	21 179
- Netto finanskostnad	NFK	34 881	13 711	19 415	31 054	30 360	35 391	32 560
+ Endring i finansiell gjeld	ΔFG		-111 168	-5 088	401 443	146 453	313 115	0
- Netto minorietsresultat	NMR	1 632	7 635	4 587	773	5 008	-5 147	650
+ Endring i minoritetsinteresse	ΔMI		3 136	4 599	-9 649	4 597	18 394	0
= Fri kontantstrøm til EK fra drift	FKED	-44 627	-19 623	86 254	-47 611	165 089	-69 881	-12 031
- Netto betalt utbytte	NBU	0	0	20 000	0	25 009	25 006	0
= Fri kontantstrøm til fin.inv. fra drift	NKFI	-44 627	-19 623	66 254	-47 611	140 080	-94 887	-12 031
+ Netto finansinntekter	NFI	14 047	11 862	13 530	4 681	20 889	5 839	8 021
+ Unormalt netto finansresultat	UNFR	-69	-26	355	-878	513	-80 374	55 080
= Endring i finansielle eiendeler	ΔFE	-30 649	-7 788	80 140	-43 808	161 482	-169 422	51 070
+ Inngående finansielle eiendeler	FE ING	192 113	161 464	156 416	236 555	192 747	354 230	184 808
= Utgående finansielle eiendeler	FE UTG	161 465	153 677	236 556	192 747	354 230	184 808	235 878

Tabell 6.12 Omgruppert kontantstrøm. (Differanse utgående og inngående eiendeler 2004 skylder summeringsfeil i Utkilens regnskap).

Tabell 6.12 gir oss et bilde av store likvide svingninger i Utkilen, noe vi blant annet ser gjennom den store volatiliteten i kontantstrøm fra drift, og endringen i finansielle eiendeler. Den finansielle gjelden i selskapet viser også store avvik i 2006 og 2008, noe som i hovedsak skyldes investeringer i nybygg. Effekten av dette finner vi også igjen i en positiv endringen i driftseiendeler i samme periode. Man ser også at investeringen for det meste er finansiert gjennom opptak av finansiell gjeld, men også delvis gjennom en reduksjon av finansielle eiendeler. Investeringene er en direkte årsak til de negative kontantstrømmene til finansielle investeringer disse to årene.

T 2009 viser ingen endringer i balansepostene, grunnet at balansen fra 2008 her er benyttet som trailingbalanse da dette er den sist kjente balansen for konsernet.

En samlet vurdering gir indikasjoner om at Utkilen har en noe svak likvid posisjon dags dato, noe som følgelig gir en høyere kredittrisiko på kort sikt.

6.2 Soliditetsanalyse

Et selskaps kortsiktige risiko er ikke nok for å kunne gjøre en fullstendig evaluering av en bedrifts risiko. En soliditetsanalyse har som formål å kartlegge en bedrifts evne og ressurser til å stå imot fremtidige tap, og ser dermed på et selskaps langsiktige kredittrisiko.

Økonomiske underskudd føres mot egenkapitalen som i slike tilfeller skal fungere som et sikkerhetsnett for bedriften. Analysen vil derfor ta med egenkapitalprosenten som et viktig punkt, samtidig som det blir sett nærmere på en statisk finansieringsmatrise.

Tallene fra likviditets og soliditetsanalysen vil så bli oppsummert i en syntetisk rating.

6.2.1 Analyse av egenkapitalprosent

Etter omgrupperingen av balansen har vi flere ulike mulige mål for egenkapitalprosenten.

Risikoanalysen kan gjøres ved å se egenkapitalen i forhold til totalkapitalen, sysselsattkapital eller netto driftskapital. Det velges her å benytte egenkapitalen inkludert minoritetsinteressene, dividert på totalkapitalen, da dette gir et mer korrekt bilde en de to andre alternativene når en utfører en risikoanalyse.

Dette gir følgende formel:

$$ekp_t = \frac{EK_t + MI_t}{TK_t}$$

I tabellen under ser vi hvordan egenkapitalprosenten utvikler seg for Utkilen og bransjen.

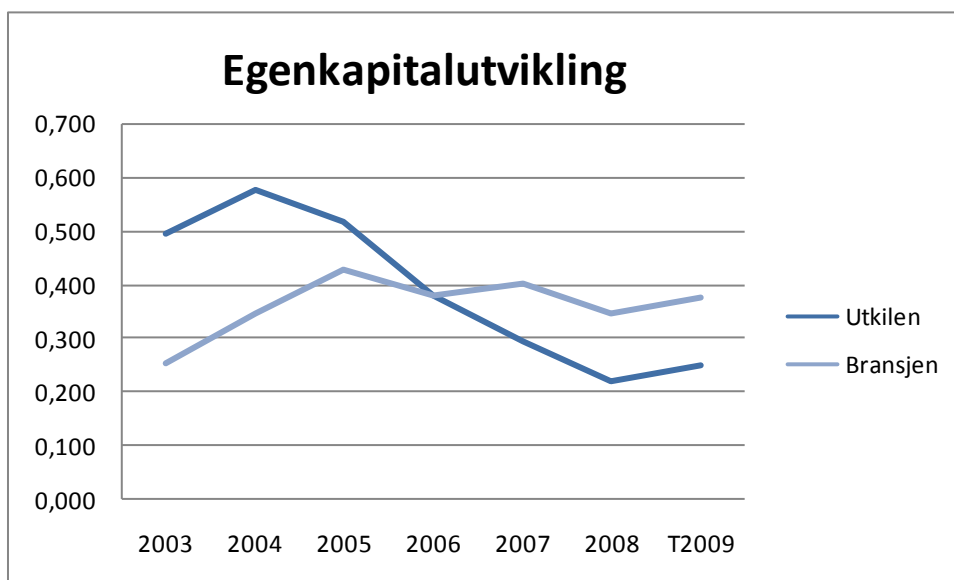
Utkilen hadde en svært høy egenkapitalprosent frem til 2005. Nyinvesteringer, opptak av mer langsiktig gjeld og et negativt resultat til egenkapitalen i 2007 og 2008 har derimot skiftet trenden bratt nedover fra 2005. I denne perioden har egenkapitalrentabiliteten falt fra rundt 50 % til 22 % i 2008. Tross forventninger om svakere driftsresultat i 2009, så er det her forventet en positiv agio som vil være medvirkende til at Utkilen får et løft i egenkapitalen inneværende år. Fallet i egenkapitalen fra og med 2005 skyldes i hovedsak at selskapet har foretatt nyinvesteringer med gjeld, noe som har økt totalkapitalen betydelig.

Egenkapitalprosent	2003	2004	2005	2006	2007	2008	T2009	Gj.snitt
Vekt	1/7	1/7	1/7	1/7	1/7	1/7	1/7	
Utkilen	0,494	0,576	0,517	0,381	0,293	0,221	0,251	0,390
Bransjen	0,252	0,343	0,427	0,379	0,401	0,346	0,375	0,360

Tabell 6.13 Egenkapitalprosent

Sammenlignet med bransjen ser vi at Utkilen ligger over bransjen tidlig i perioden frem til 2006. Etter denne perioden har bransjen hatt en relativ stabil utvikling der de har opprettholdt en egenkapitalprosent på mellom 35 og 40% (se figur 6.32). Det vektete gjennomsnittet viser at Utkilen og bransjen har hatt et likt snitt i perioden, selv om Utkilen altså de seneste årene har lagt et godt stykke under bransjen. Dette kan gi en pekepinn om at Utkilen står overfor større langsiktig kredittrisiko i markedet, og er dårligere rustet til å komme seg gjennom en hard periode sett i forhold til sine konkurrenter.

I 2007 var den gjennomsnittlige egenkapitalen ved Oslo børs 38,4 %, og for shippingsektoren 38 %, noe som stemmer godt overrens med bransjemålet her, og også den gjennomsnittlige egenkapitalprosenten for Utkilen. I årene samme måleperiode som for børsen lå i tillegg Utkilen godt over børsens snitt.



Figur 6.32 Egenkapitalprosent

6.2.2 Statisk finansieringsanalyse

Gjennom en statistisk finansieringsanalyse vises det hvordan en bedrifts finansieringsstruktur er bygget opp på et gitt tidspunkt. Dette vises gjennom et matrisesystem, hvor selskapets verdier er gruppert inn på venstresiden, og selskapets ulike finansieringsformer er vist på toppen. Inndelingen av finansieringsformer er vist etter risiko, hvorav egenkapital har lav risiko og kortsiktig finansiell gjeld har høy risiko knyttet til seg. Dess fortere tallene i

matrisen når bunnen, jo mindre risikabel er selskapets finansiering.

Under følger matriseoppsettet for Utkilen:

Finansieringsmatrise T 2009							
	EK	MI	LDG	LFG	KDG	KFG	TK
DAM	371 019	65 238	127 952	918 668			1 482 878
FAM				131			131
DOM				73 542			73 542
FOM				69802	156161	9784	235 747
TK	371 019	65 238	127 952	1 062 143	156 161	9 784	1 792 298

Tabell 6.14 Finansieringsmatrise

Prosent							
Finansieringsmatrise T 2009							
	EK	MI	LDG	LFG	KDG	KFG	TK
DAM	0,250	0,044	0,086	0,620			0,827
FAM				1			0,000
DOM				1			0,041
FOM				0,296	0,662	0,042	0,132
TK	0,207	0,036	0,071	0,593	0,087	0,005	1

Tabell 6.15 Finansieringsmatrise i prosentform

Grunnet tunge investeringer i skip står driftsrelaterte anleggsmidler for 82,7 % av totalkapitalen. Av disse investeringene dekker egenkapitalen som er den minst risikable investeringen 25,0 %, minoritetsandelen 4,4 %, langsiktig driftsrelatert gjeld 8,6 % samtidig som langsiktig finansiell gjeld dekker den største andelen med 62 %. Dette er noe høyere en snittet for bransjen, noe som skyldes den lave egenkapitalprosenten hos Utkilen. Både de finansielle anleggsmidlene, som riktignok utgjør en svært liten post, og de driftsrelaterte omløpsmidlene blir dekket fullt ut av langsiktig finansiell gjeld, noe som er svært positivt. Når det gjelder posten for finansielle omløpsmidler så må Utkilen hente finansiering både fra kortsiktig driftsrelatert gjeld og i en liten grad også kortsiktig finansiell gjeld. Utkilen klarer dermed å finansiere langsiktig kapital ved hjelp av langsiktig gjeld, noe som er positivt, og tyder på en sunn finansiering.

6.2.3 Syntetisk rating

Gjennom en syntetisk rating⁸¹ kan resultatene funnet i de tidligere punktene analyseres. Dette gjøres ved hjelp av Standard & Poors rating, som gir selskapet en karakter for risiko, og i tillegg en sannsynlighetsprosent for at selskapet går konkurs innen et år.

Standard & Poors benytter seg av likviditetsgrad 1, rentedekningsgraden, egenkapitalprosenten og netto driftsrentabilitet som faktorer for å komme frem til selskapets risikoklasse. Netto driftsrentabiliteten har jeg her funnet frem til ved hjelp av følgende formel:

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

NDR = Netto driftsresultat NDK= Netto driftskapital

Ratingklasse	Likviditets-grad 1	Rente-dekningsgrad	Egenkapital prosent	Netto driftsrentabilitet	Konkurs risiko
AAA	8,9	11,6	0,895	0,308	0,0001
AA Investment grade	4,6	4,825	0,755	0,216	0,0012
A	2,35	2,755	0,55	0,131	0,0024
BBB	1,45	1,69	0,38	0,082	0,0037
BB Speculative	1,05	1,06	0,27	0,054	0,0136
B	0,75	0,485	0,175	0,026	0,0608
CCC	0,55	-0,345	0,105	-0,002	0,3385
CC High yield and junk	0,45	-1,17	0,03	-0,03	0,5418
C	0,35	-1,885	-0,1	-0,058	0,7752
D In default	0,3	-2,41	-0,18	0,072	0,9999

Tabell 6.16 syntetisk rating for Utkilen T 2009

Standard & Poors deler ratingsystemet sitt inn i fire risikoklasser, hvor av disse igjen grupperes videre opp. Ratingen går fra karakter AAA som er det beste en kan oppnå, og ned til D som tilsier at selskapet går mot en konkurs innen kort tid. I tabellen over er resultatet for Utkilens trailingregnskap for 2009 vist. De ulike vurderingsfaktorene varierer her mellom karakter BBB som for likviditetsgrad 1, og ned til B for både rentedekningsgraden og netto driftsrentabilitet. Utkilen oppnår dermed en total risikovurdering til karakter BB, noe som gir en konkursrisiko på 1,36 % innen ett år. Det vektlegges her at 2009 er et spesielt år for både kjemikalietankbransjen, shippingbransjen og industribedrifter generelt grunnet økonomisk nedgangstid.

⁸¹ Standard & Poors

For å få en bedre oversikt over Utkilens risiko velges det derfor å se på hvordan selskapet har prestert over tid. I tabellen under vises ratingklasseplasseringen fra 2003 frem til T2009.

Syntetisk rating	2003	2004	2005	2006	2007	2008	T2009
Likviditetsgrad 1	A	A	A	A	BBB	BBB	BBB
Rentedekningsgrad	B	A	BBB	BBB	A	BB	B
Egenkapitalprosent	A	A	A	BBB	BB	BB	BB
Netto driftsrentabilitet	CCC	BBB	BB	BBB	BBB	BB	B
Gjennomsnittsrating	BB	A	BBB	BBB	BBB	BB	BB

Tabell 6.17 syntetisk rating for Utkilen 2003-T2009

Fra 2004 har Utkilen vist en negativ trend-rating da gjennomsnittsratingen har falt fra A til BB. Dette er en naturlig utvikling sett ut fra utviklingen i driftsresultatet de to siste årene, noe som har bidratt til fall i alle de analyserte faktorene. Rentedekningsgraden er likevel den posten der nedgangen fra 2004 har vært størst, da denne henger tettere sammen med driftsresultatet sett i forhold til de resterende postene.

Utkilen har i den analyserte perioden holdt seg over de kritiske risikonivåene. Ledelsen i selskapet bør likevel sørge for at den negative trenden i selskapet ikke fortsetter.

Bransjens snitt er analysert til å være BBB i den tilsvarende perioden, og dermed noe over den utviklingen vi har sett i Utklien. Det må likevel konkluderes med at Utkilen fremstår som et selskap som over tid har hatt en moderat lav risikoprofil.

7. Avkastningskravsanalyse

Avkastningskravet skal fortelle oss noe om hvilken avkastning kapitalleverandøren kunne fått på tilsvarende alternative investeringer⁸².

En utlåner av kapital setter dermed et krav til avkastning på sin kapital ut fra hvilken risikoprofil selskapet har, og veier disse opp mot alternative investeringer. Høy risiko vil føre til at en investor krever en avkastning som overskrider avkastninger ved investering i mindre risikofylte investeringsalternativ. Det kreves dermed et sammenligningsgrunnlag i form av et avkastningskrav som kan benyttes for å vurdere om rentabiliteten i det analyserte selskapet overskrider kravet, og dermed oppnår superprofitt. I tillegg benyttes avkastningskravet som en neddiskonteringsfaktor for kontantstrømmen i den videre verdsettelsen senere i oppgaven⁸³.

For å få en best mulig analyse vil det ved utrekningene av avkastningskrav benyttes nominelle tall etter skatt da disse gir en bedre sammenligning og tilnærming til rentabiliteten da denne blir målt på tilsvarende måte.

I denne avkastningskravsanalysen bestemmer vi videre kravene for fem ulike faktorer: Egenkapitalkrav, finansielt gjeldskrav, finansielt eiendelskrav, nettofinansielt gjeldskrav og netto driftskrav.

7.1 Egenkapitalkrav

Egenkapitalkravet (ek) kan avdekkes ved hjelp av flere ulike modeller, men ”Capital asset pricing modell” (CAPM)⁸⁴ vurderes ofte som den beste, da denne ikke tar utbytteutbetaling med som en vesentlig faktor i analysen. CAPM-modellen forutsetter på den annen side et perfekt kapitalmarked, like forventninger blant investorer og ingen transaksjonskostnader. Utkilen har i flere perioder valgt å ikke betale ut utbytte, men heller beholde overskudd i bedriften, noe som gjør at blant annet dividendemodellen lett kan gi varierende resultat over en tidsperiode.

CAPM før skatt består av følgende parametre i utrekningen av ek:

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

⁸² Personlig økonomi (Boye) 2006

⁸³ Knivsflå (2008)

⁸⁴ Bodie, Kane & Marcus (2005)

Ekk finnes her ved risikofri rente (r_f) pluss en premie for systematisk risiko, som er den risikoen en investor får betalt for, da modellen forutsetter et perfekt kapitalmarked. Den systematiske risikoen består av markedsavkastningen (r_m), fratrukket risikofri rente, og dermed multiplisert med egenkapital betaen (β). I tillegg korrigeres det for illikviditetspremien som er premien investorer krever for å bære bedriftsspesifikk eller usystematisk risiko (λ), noe vi finner i Utkilen.

Tilsvarende finner vi CAPM etter skatt som det her velges å benytte videre:

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

Den risikofrie faktoren blir her korrigert for skatt (s).

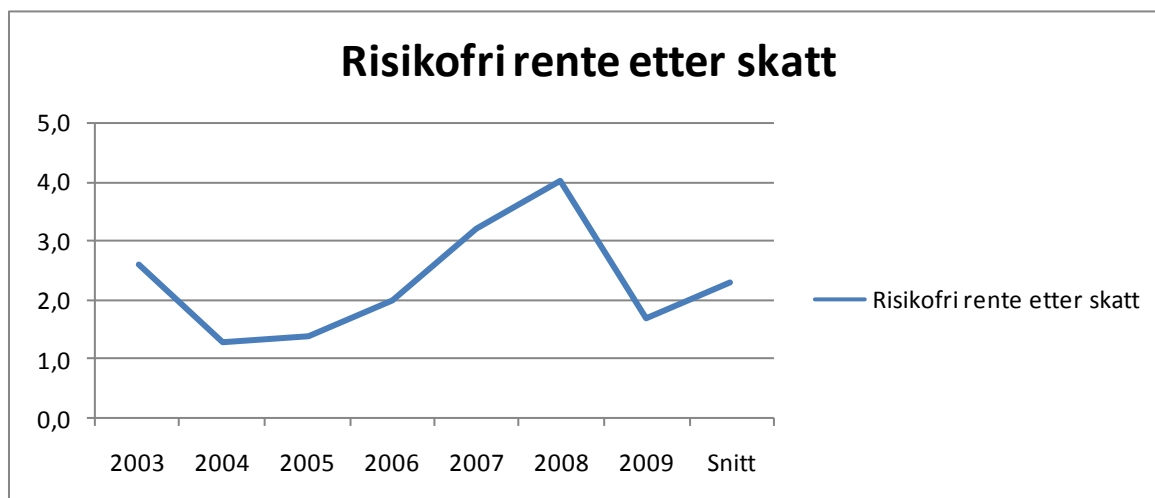
Ut fra denne modellen ser vi at jo høyere betaverdi et selskap har. Dess høyere vil egenkapitalkravet bli.

7.1.1 Risikofri rente

Den risikofrie renten er en vesentlig faktor i modellen. Denne kan vi finne ved å analysere den nominelle risikofrie renten over tid i analyseperioden, og dermed korrigere denne for skattesatsen på 28 %. Statssertifikater eller langsiktige statsobligasjoner kan være et godt mål for den risikofrie renten. Det er samtidig viktig å gjøre en avveining mellom inflasjonsrisiko som oppstår for langsiktige verdipapirer, samtidig som en har en volatilitetsrisiko knyttet til kortsiktige renter. Langsiktige renter gir en større stabilitet i avkastningskravet, men når en analyserer lønnsomhet kan kortsiktige renter være fullt så bra å benytte seg av, siden dette gjenspeiler rentenivået innenfor det året som analyseres. Det velges derfor å benytte 3 måneders Nibor-rente, justert med fradrag for 10 % risikopremie grunnet høy volatilitet. I tillegg regulerer vi rentene for skattesatsen på 28 %.

Risikofri rente	2003	2004	2005	2006	2007	2008	T 2009	Snitt
NIBOR-rente	4,1	2,0	2,2	3,1	5,0	6,2	2,6	3,6
- Risikotillegg: 10 %	0,4	0,2	0,2	0,3	0,5	0,6	0,3	0,4
= Risikofri rente før skatt	3,7	1,8	2,0	2,8	4,5	5,6	2,3	3,2
- 28% skatt	1,0	0,5	0,5	0,8	1,2	1,6	0,7	0,9
= Risikofri rente etter skatt	2,6	1,3	1,4	2,0	3,2	4,0	1,7	2,3

Tabell 7.18 Risikofrirente etter skatt



Figur 7.33 Risikofri rente etter skatt og justert for risikotillegg

Gjennomsnittlig NIBOR-rente i analyseperioden blir dermed 2,3 % etter justering for skatt, noe som tilsvarer en relativ lav rente, godt hjulpet av en historisk lav rente både i 2004 og de siste kjente periodene i 2009.

7.1.2 Markedets risikopremie

Markedets risikopremie finner vi med formelen $(r_m - r_f)$ Som står for markedsavkastningen fratrukket den risikofrie renten som ble gjennomgått i avsnittet over. Med markedsavkastningen menes den avkastningen en investor kan forvente å få i markedet. Subtrahert med den rentefrie avkastningen, finner vi altså den mer-avkastningen som investor forventer for å investere i markedet kontra det risikofrie alternativet. Dette betraktes dermed som markedets risikopremie.

I denne oppgaven benyttes en analyseperiode på kun 7 år, og anses dermed som en alt for kort periode for å kunne gjøre gode anslag for en normalisert markedsrisikopremie. Det velges dermed å se på en vektet vurdering der markedsrisikopremien fra 1958 og fram til dagens dato vektlegges med 2/3, samtidig som det kortsiktige perspektivet fra 1995-2009 vektlegges med 1/3.

Beregningene tar utgangspunkt i en normalisert årlig risikopremie ved Oslo Børs, hvorav ytterpunktene og de mest ekstreme observasjonene er fjernet.

Vekt	2003	2004	2005	2006	2007	2008	T 2009	Snitt
(2/3) Årlig risikopremie 58-t	0,047	0,055	0,064	0,07	0,053	0,055	0,048	0,351
(1/3) Årlig risikopremie 95-t	0,005	0,052	0,062	0,062	0,036	0,035	0,031	0,256
Risikopremie	0,033	0,054	0,063	0,067	0,047	0,048	0,042	0,051

Tabell 7.20 Risikopremie etter skatt⁸⁵

Thore Johnsen som er en anerkjent professor fra NHH kommer frem til en nominell markedspremie på 5,1 %, noe som stemmer svært godt overrens med beregningene over. Resultatet kommer han fram til gjennom sine studier den gjennomsnittlige markedsrisikoen fra 1900-2008.⁸⁶

7.1.3 Betaverdi

Betaverdien gir oss et estimat på korrelasjonen mellom markedsavkastningen og et selskaps spesifikke avkastning, og er samtidig et mål på den systematiske risikoen en har ved investeringer i et selskaps egenkapital, sammenlignet med investering i markedet. For børsnoterte selskaper kan egenkapitalbetaen estimeres på basis av historiske kursdata, mens ikke børsnoterte virksomheters egenkapitalbeta kan estimeres på basis av komparative bedrifters beta. Dersom siste metoden blir valgt bør en ta hensyn til ulikheter som for eksempel forskjeller i kapitalstrukturen⁸⁷. Ved bruk av historiske kursdata bør det også foretas en justering for unormale hendelser som i stor grad kan påvirke kursutviklingen. Slike hendelser kan for eksempel være oppkjøp eller likvidering av selskapet.

Kursdata for Utkilen er ikke tilgjengelig, og det har heller ikke vært noe omsetning de siste årene. Utkilens beta må dermed estimeres ut fra komparative selskaper, og det velges her å benytte Odfjells A-aksjer, Stolt Nielsen og Eitzens Chemicals. Dagens Næringsliv opplyser om aksjenes betaverdier, men disse er kun estimert ut fra siste 12 måneders avkastning, noe som vurderes til å være knapt med informasjon for å gi et godt betaestimat. Ved hjelp av informasjon fra databasen Datastream henter vi kursdata 5 år tilbake i tid, og estimerer disse etter justering for dividende og unormale hendelser som bud på Eitzen chemicals 5.oktober 2009, og Odfjell sitt salg av sin tankcontainervirksomhet. I tillegg justeres det for forskjeller i kapitalstrukturen.

⁸⁵ Knivsflå (2008)

⁸⁶ Thore Johnsen (2008)

⁸⁷ Knivsflå (2008)

Ved hjelp av dataprogrammet "Datastream", kan vi finne et anslag på selskapenes beta til egenkapitalen de siste 5 årene (fra 01.09.2009). Avkastningen er målt på månedlig basis og sammenlignes opp mot OSEBX. I følge Merrill Lyncher vil betaverdiene på lengre sikt tilbakevendende til gjennomsnittet ("mean reverting"), noe som tilsvarer markedsporteføljens betaverdi⁸⁸.

Det beregnes derfor en justert beta bestående av 2/3 av egenkapitalbetaen (β_{EK}) til det enkelte selskap og 1/3 av markedsporteføljebetaen (β_M) som er lik 1. Vi får da følgende formel:

$$\beta_{\text{justert}} = \beta_M * 1/3 + \beta_{\text{beregnet}} * 2/3$$

Etter at betaverdiene er estimert i Datastream, og justert gjennom modellen over, så sitter vi igjen med følgende β_{EK} for bransjeselskapene:

0,57 for Stolt-Nielsen, 0,51 for Odfjell og 0,62 for Eitzen Chemicals. Egenkapitalprosenten i Utkilen er over tidsperioden tilnærmet lik egenkapitalprosenten for snittet av de tre selskapene. Differansen er her kun 0,5 % i Utkilens favør. Dette tyder på at den finansielle risikoen er tilnærmet lik, og at Utkilen dermed kan tilpasse seg snittet av bransjen.

Ut fra egenkapitalbetaen (β_{EK}) kan en dermed estimere seg frem til netto driftskapitalbetaen for den enkelte bedrift (β_{NDK}) ved hjelp av følgende formel:

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

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

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

⁸⁸ The real efficiency of Beta estimats - http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=263745

Betaen til netto finansiell gjeld settes her til null grunnet forutsetninger om at den systematiske risikoen i finansiell gjeld oppveies av en tilsvarende systematisk risiko for de finansielle eiendelene, slik at det kun er første ledd i formelen som blir gjeldende. $(EK + M / NDK)$ tilsvarer her egenkapitalprosenten (ekp). Dette gir en netto driftskapitalbeta på 0,44 for Stolt-Nielsen, 0,28 for Odfjell og 0,18 for Eitzen Chemicals.

Bransjebetaen (β_B) finner jeg deretter ved et verdivektet gjennomsnitt av betaene sett i forhold til netto driftskapitalen for hvert av de tre selskapene i bransjen. Bransjebetaen blir dermed 0,337.

Estimatet for gjennomsnittlig egenkapitalbeta for Utkilen i årene 2003-2009 finner vi dermed ut fra følgende formel:

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

Ut fra formelen over kan en dermed regne seg frem til en gjennomsnittlig egenkapitalbeta for Utkilen som tilsvarer 0,531. Ved utrekningen av betaen benyttes det her egenkapitalprosenten regnet ut fra egenkapitalen + minoritetsinteressene delt på netto driftskapitalen.

Estimering av egenkapitalbeta for hvert av årene i analyseperioden:

Miller & Modiglianis første teorem forteller oss at kapitalstrukturen i et selskap ikke har innvirkning på et selskaps verdi. Dette innebærer at netto driftsbetaen er konstant over hele perioden, i og med at endring i kapitalstruktur ikke vil gi noen innvirkning. Teoremet sier likevel at følgende forutsetninger som må være oppfylt: Perfekt informasjon mellom aktørene, ingen likvideringskostnader og ingen skattevridninger. Rentefradrag på rentekostnader kan være en slik vridning, men innen shippingbransjen betaler enkelte av rederiene svært lav skatt. Det velges dermed å benytte seg av Miller og Modiglianis teorem videre, slik at netto driftsbetaen kan settes konstant over hele analyseperioden.

Ut fra denne forutsetningen kan vi benytte følgende formel for utrekning av den årlige egenkapitalbetaen ved å justere vektingen mellom egenkapital og finansiell gjeld:

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

Også her vil betaverdien for netto finansiell gjeld være tilsvarende null, ut fra tidligere begrunnelse. Denne forutsetningen åpner opp for estimering av betaverdien til finansiell gjeld gjennom følgende formel:

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

Betaen til finansielle eiendeler (β_{FE}) kan videre grupperes opp i beta til kontanter (β_{KO}), beta til fordringer (β_{FO}) og beta til investeringer (β_{INV}). Siden kravet til kontanter er risikofri rente og kravet til fordringer er risikofri rente + en risikopremie som vil bli utjevnet ved tapsavsetninger, så vil betaverdien til disse to utgjøre 0, og det er samtidig normalt å forutsette at investeringsporteføljen er diversifisert, slik at betaen her settes til samme beta som for markedet, altså en betaverdi på 1⁸⁹, noe jeg også antar videre for Utkilen.

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

Ut fra de gitte forutsetningene kan betaen til finansielle eiendeler dermed regnes ut fra formelen over.

		2003	2004	2005	2006	2007	2008	T2009	Snitt
Finansiell gjeldsbeta	β_{FG}	0,152	0,200	0,019	0,006	0,001	0,000	0,000	0,054
* Finansiell gjeldsvekt	FG/NFG	1,974	3,625	-8,226	1,459	1,876	1,208	1,282	0,457
- Finansiell eigendelsbeta	β_{FE}	0,308	0,277	0,017	0,021	0,002	0,001	0,001	0,090
* Finansiell eigendelsvekt	FE/NFG	0,974	2,625	-9,226	0,459	0,876	0,208	0,282	-0,543
= Netto finansiell gjeldsbeta		0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	
Kontantbeta	β_{KO}	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
* Kontantvekt	KO/FE	0,692	0,723	0,983	0,979	0,997	0,998	0,998	0,910
+ Investeringsbeta	β_{INV}	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
* Investeringsvekt	INV/FE	0,308	0,277	0,017	0,021	0,002	0,001	0,001	0,090
= Finansiell eiendelsbeta	β_{FE}	0,308	0,277	0,017	0,021	0,002	0,001	0,001	0,090

Tabell 7.21 Finansielle betaverdier

⁸⁹ Knivsflå (2008)

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	T2009	Snitt
Egenkapitalbeta	?	?	?	?	?	?	?	0,531
* EK/NDK	0,655	0,812	0,945	0,519	0,508	0,251	0,292	0,569
+ Egenkapitalbeta	?	?	?	?	?	?	?	0,531
* MI/NDK	0,073	0,083	0,109	0,044	0,051	0,051	0,051	0,066
+ Netto finansiell gjeldsbeta	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
* NFG/NDK	0,272	0,105	-0,054	0,437	0,441	0,697	0,657	0,365
= Netto driftsbeta	?	?	?	?	?	?	?	0,337

Tabell 7.22 Netto driftsbeta

I tabell 7.22 ser vi at det oppstår et problem med å finne egenkapitalbetaen for de individuelle årene, og dermed også driftsbetaen. Vi har derimot estimat for snittet, og ut fra Miller & Modiglianis forutsetning som diskutert tidligere, så kan netto driftsbeta settes konstant i hele den analyserte perioden. Ved å gjøre dette kan vi regne oss motsatt vei, og dermed komme frem til et anslag for egenkapitalbetaen for hvert år i perioden ved hjelp av følgende formel:

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

Resultatet oppsummeres i tabell 7.23 under:

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	T2009	Snitt
Egenkapitalbeta	0,385	0,313	0,266	0,497	0,501	0,925	0,817	0,531
* EK/NDK	0,655	0,812	0,945	0,519	0,508	0,251	0,292	0,569
+ Minoritetsbeta	0,385	0,313	0,266	0,497	0,501	0,925	0,817	0,531
* MI/NDK	0,073	0,083	0,109	0,044	0,051	0,051	0,051	0,066
+ Netto finansiell gjeldsbeta	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
* NFG/NDK	0,272	0,105	-0,054	0,437	0,441	0,697	0,657	0,365
= Netto driftsbeta	0,337	0,337	0,337	0,337	0,337	0,337	0,337	0,337

Tabell 7.23 Egenkapitalbeta

7.1.4 Illikviditetspremie (λ)

Ved utrekning av CAPM gjøres det blant annet en forutsetning om et perfekt kapitalmarked.

Ved et perfekt kapitalmarked menes et marked med fri informasjonsflyt og diversifiserte investorer, men det viser seg at dette ikke alltid er tilfelle. Ved brudd på forutsetningene oppstår det markedssvikt og altså økt risiko for enkelte investeringer. Den økte risikoen kan en dermed kompensere for i form av en illikviditetspremie tillagt egenkapitalkravet.

Ut fra omsetningstakten og markedssvikten i markedet vurderes behovet for en illikviditetspremie. Premien vurderes da ut fra graden av markedssvikt, og hvor lang tid det vil ta før en får gjort en eierpost om til likvide midler. Utkilen er ikke børsnotert og er i dag heleid av kun to investorer. Utkilen familien har i alle år vært eneeier i selskapet, men solgte i 2006 5 % av aksjene til BOCO AS som er eid av Bjørn Sjaastad. Siden den gang har det ikke forekommet noen endringer i eierstrukturen.

På bakgrunn av eierstrukturen og mangel på omsetting settes det her en illikviditetspremie på 5 % som tillegges egenkapitalkravet.

7.1.5 Beregning av egenkapitalskravet til Utkilen

Gjennom beregningene i avsnitt 7.1 har jeg dermed analysert den nødvendige informasjonen for å kunne regne ut Utkilens egenkapitalkrav. Beregningene presenteres i tabellen under:

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	T2009	Snitt
Risikofri rente etter skatt	0,026	0,013	0,014	0,02	0,032	0,04	0,017	0,023
+ Justert EK beta	0,385	0,313	0,266	0,497	0,501	0,925	0,817	0,531
* Risikopremie etter skatt	0,033	0,054	0,063	0,067	0,047	0,048	0,042	0,051
+ Illikviditetspremie	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05
= Egenkapitalkrav	0,089	0,080	0,081	0,103	0,106	0,135	0,102	0,099

Tabell 7.24 Egenkapitalkrav

De siste årene ser vi en sterk økning i egenkapitalkravet til Utkilen, som kommer av flere ulike faktorer. Den risikofrie renten økte i perioden 2005 – 2008 sterkt, men denne har avtatt noe igjen etter de kraftige rentenedgangene vi har hatt i siste halvdel av 2008 og 2009. En kraftig økning i egenkapitalbetaen fører også til at investorene krever høyere avkastning på sine investeringer, grunnet økning i risiko. Utkilen har i tillegg et egenkapitalkrav som ligger over tilsvarende bedrifter notert på børs. Dette er normalt da unoterte selskaper ofte har en illikviditetspremie som ligger høyere en for de på børsen. Over perioden finner jeg dermed for Utkilen et egenkapitalkravsnitt på 9,9 %.

Utkilen har i tillegg investorer som eier små poster i enkelte av selskapets datterselskaper. Slike poster fører til at det oppstår et minoritetskrav for konsernet. Grunnet lav eierandel, og

liten påvirkningskraft øker risikoen for denne gruppen, noe som medfører at egenkapitalkravet for denne gruppen ligger noe høyere enn for majoriteten. Det vanlige her er å tillegge en ekstra likviditetspremie, og det velges for Utkilen en ekstra likviditetspremie på 3 % for denne gruppen. Dette benytter vi oss av senere ved utrekningen av driftskravet.

7.2 Finansielt gjeldskrav

Med finansielt gjeldskrav menes det avkastningskravet en finansinstitusjon forlanger for utlån av kapital. Siden den finansielle betaen her blir satt til null (se tidligere forklaring), vil dermed det finansielle gjeldkravet kun bestå av den risikofrie renten etter skatt som vi fant i punkt 7.1.1, tillagt en kredittrisikopremie. Den risikofrie renten er med på å dekke finansinstitusjonens lånekostnader som her tar utgangspunkt i 3 måneders NIBOR. I tillegg kommer et påslag for risiko, avanse og administrasjonskostnader noe som her kommer inn under premie for kredittrisiko som her beregnes ut fra den syntetiske ratingen for det gitte året. Ut fra ratingen oppgis det en prosentsats som skal ganges med den risikofrie renten etter skatt for dermed å finne kredittrisikopremien. Denne prosentsatsen er satt til henholdsvis 0,6 for BB, 0,4 for BBB og 0,25 for A rating. Beregningen av det finansielle gjeldkravet er vist i tabellen 7.25.

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	T2009	Snitt
Syntetisk rating	BB	A	BBB	BBB	BBB	BB	BB	BB
Risikofri rente etter skatt	0,026	0,013	0,014	0,020	0,032	0,040	0,017	0,023
+ Finansiell gjeldsbeta	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
* Risikopremie til markedet	0,033	0,054	0,063	0,067	0,047	0,048	0,042	0,051
+ Premie for kredittrisiko	0,016	0,003	0,006	0,008	0,013	0,024	0,010	0,014
= Finansielt gjeldskrav	0,042	0,016	0,020	0,028	0,045	0,064	0,027	0,037

Tabell 7.25 Finansielt gjeldskrav

Det finansielle gjeldskravet lå lavt i 2004-2006 grunnet lav rente og en høy kredittrating for selskapet. I 2007-2008 steg denne kraftig, noe som først og fremst skyldes utviklingen i NIBOR, samtidig som at ratingen i 2008 gikk ned fra BBB til BB. For 2009 er det stipulert med en lavere NIBOR basert på den generelle utviklingen i rentemarkedet.

7.3 Finansielt eiendelskrav

Finansielle eiendeler finnes gjennom plassering i kontanter, fordringer og verdipapirer. For disse plasseringene kreves en avkastning i plasseringsperioden, og summen av disse avkastningene kalles for det finansielle eiendelskravet. Kravet til kontanter settes til den risikofrie renten etter skatt. For aksjer vil en ta utgangspunkt i markedskravet eller andre aksjer med lik systematisk risiko. I beregningene for Utkilen vurderes selskapets aksjeportefølje til å følge markedets systematiske risiko.

Under vises beregningene for det finansielle eiendelskravet over analyseperioden:

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	T2009	Snitt
Kontantkrav	0,026	0,013	0,014	0,020	0,032	0,040	0,017	0,023
* Kontantvekt	0,692	0,723	0,983	0,979	0,997	0,998	0,998	0,910
+ Investeringskrav	0,059	0,067	0,077	0,087	0,079	0,088	0,059	0,074
* Investeringsvekt	0,308	0,277	0,017	0,021	0,002	0,001	0,001	0,090
= Finansielt eiendelskrav	0,036	0,028	0,015	0,021	0,032	0,040	0,017	0,028

Tabell 7.26 Finansielt eiendelskrav

Kravet for Utkilens finansielle eiendeler varierer en god del først og fremst grunnet differanser i NIBOR og variasjon i vektingen, men samtidig bidrar endring i markedskravet til et volatilt eiendelskrav. Investeringskrav er de eiendelene det stilles høyest avkastningskrav til, noe som medfører at år med høy investeringsvekt ofte får høy finansielt eiendelskrav.

7.4 Netto finansielt gjeldskrav

Ved å finne differansen mellom kravet til finansiell gjeld (FG) og kravet til finansielle eiendeler (FE), så kommer vi frem til det krav som stilles til den netto finansielle gjelden (nfgk). Kravet regnes dermed ut via følgende formel:

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

For Utkilen er snittet for kravet til NFG 3,2 % over perioden. Ved høye finansielle eiendeler som overgår den finansielle gjelden, så er også sannsynligheten for negativt krav til netto

finansiell gjeld stor. Dette avhenger samtidig litt av de ulike kravene som stilles. Slike negative effekter ser vi i 2004 og 2005. I 2004 blir kravet til den netto finansielle gjelden negativt først og fremst grunnet at kravet til eiendelene overgår kravet til finansiell gjeld i størrelse, samt at vi i 2005 ser en utvikling i selskapets finansielle eiendeler som fører til en negativ netto finansiell gjeld med 25.969.000 kr. Som vi ser slår dette også negativt ut i tabellen under og kravet til den netto finansielle gjelden kan dermed bli uforståelig for leserne.

Netto finansielt gjeldskrav	2003	2004	2005	2006	2007	2008	T2009	Snitt
Krav til finansiell gjeld	0,042	0,016	0,020	0,028	0,045	0,064	0,027	0,037
* FG/NFG	1,974	3,625	-8,226	1,459	1,876	1,208	1,282	0,457
- Krav til finansielle eiendeler	0,036	0,028	0,015	0,021	0,032	0,040	0,017	0,028
* FE/NFG	0,974	2,625	-9,226	0,459	0,876	0,208	0,282	-0,543
= Krav til netto finansiell gjeld	0,047	-0,014	-0,023	0,031	0,056	0,069	0,030	0,032

Tabell 7.26 Netto finansielt gjeldskrav

7.5 Netto driftskrav

Ved å vekte kravene for et selskaps tre ulike finansieringsmetoder, så kommer en frem til et netto driftskrav som forteller oss om selskapets gjennomsnittlige avkastningskrav på netto driftskapital. Netto driftskapitalen er sammensatt av egenkapital (EK), minoritetsinteressene (MI) og netto finansiell gjeld (NFG). Disse vekter vi mot netto driftskapitalen, og multipliserer så disse opp med kravene for de enkelte, noe som gir følgende formel:

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

For å få et mest mulig reelt bilde er det optimalt å benytte seg av markedsverdiene ved vektingen, men grunnet mangel på informasjon ser jeg meg her nødt til å benytte bokførte verdier⁹⁰.

Med henvisning til den tidligere diskusjonen rundt Miller & Modiglianis teori om

⁹⁰ Brealey & Myers (2003)

ubetydeligheten av en bedrifts finansieringsstruktur, så velges også for utrekning av driftskravet å holde driftsbetaen konstant, noe som tillater svingninger i driftskravet. Dette gjøres til tross for at teoriens forutsetninger om fravær av skattevridning og konkurskostnader ikke er oppfylt. I realiteten vil en investor se en økt konkurrisiko for selskaper med en risikabel finansieringsprofil, og dermed oppjustere sitt eget krav til avkastning ut fra denne.

Netto driftskrav	2003	2004	2005	2006	2007	2008	T2009	Snitt
Egenkapitalkrav	0,089	0,080	0,081	0,103	0,106	0,135	0,102	0,099
* EK/NDK	0,655	0,812	0,945	0,519	0,508	0,251	0,292	0,569
+ Krav til minoritet	0,119	0,110	0,111	0,133	0,136	0,165	0,132	0,129
* MI/NDK	0,073	0,083	0,109	0,044	0,051	0,051	0,051	0,066
+ Netto finansielt gjeldskrav	0,047	-0,014	-0,023	0,031	0,056	0,069	0,030	0,032
* NFG/NDK	0,272	0,105	-0,054	0,437	0,441	0,697	0,657	0,365
= Netto driftskrav	0,079	0,073	0,090	0,073	0,085	0,090	0,056	0,077

Tabell 7.27 Netto driftskrav

Som vi ser ut fra tabell 7.27 ligger netto driftskravet for Utkilen relativt stabilt mellom 7,3-9 % i perioden 2003-2008. Grunnet kraftig rentenedsettelse ser vi at det estimerte driftskravet for 2009 kommer til å bli lavere enn for de tidligere årene. Avkastningskravene vil bli tatt med videre i vurderingen av lønnsomheten i Utkilen.

8. Lønnsomhetsanalyse

Gjennom en rentabilitetsanalyse kan vi måle Utkilens prestasjoner opp mot bransjen, kravene fra kapittel 7 og ikke minst Utkilens egen historiske utvikling.

Analysen vil dermed gi en pekepinn på hvordan Utkilen presterer og posisjonerer seg i forhold til komparative bedrifter, si noe om hvor attraktiv Utkilen er for investorer og samtidig vise en trendutvikling internt. Ut fra disse sammenhengene blir det dermed mulig å presentere en eventuell superprofitt for selskapet⁹¹.

8.1 Rentabilitetsanalyse

Rentabiliteten gir et mål på hvor mye kapitalen i selskapet kaster av seg i form av ”rente” til eierne, og kan sammenlignes over tid mellom bedrifter og på tvers av landegrenser. Ved å dele resultatet på kapitalen finner en dermed den rentabilitetsprosenten som selskapet oppnår. Resultatet kan enten måles i form av det fullstendige nettoresultatet slik vi finner det i selskapets egne regnskap, eller vi kan ta utgangspunkt i det justerte nettoresultatet, der unormale poster er fjernet. Jeg finner det her mest naturlig å ta utgangspunkt i det justerte resultatet, da dette gir en bedre tilpassing til fremskrivingen og den fundamentale verdsettelsen og den fremtidige kontantstrømmen.

Samtidig er det ønskelig å ta utgangspunkt i en etterskuddsrentabilitet. Grunne til dette er at vi ønsker en bedre konsistens mellom avkastningskravet som er beregnet etterskuddsvis, og rentabiliteten. En slik kontinuerlig rentabilitet oppnår en ved å trekke ut opptjent kapital gjennom perioderesultatet. Rentabiliteten blir dermed en etterskuddsrentabilitet som lettere kan sammenlignes med etterskuddskravet. Det settes samtidig som forbehold at inn og utbetalinger av kapital skjer midt i året, da det er vanskelig å skaffe konkret informasjon om når disse i realiteten er innbetalt. Vi dividerer derfor på to. Under vises formelen for den normaliserte rentabiliteten:

$$\text{Normalisert rentabilitet} = \frac{\text{Normalisert resultat}}{IB \text{ kapital} + \frac{\Delta \text{ kapital} - \text{normalisert resultat}}{2}}$$

⁹¹ Knivsflå (2006)

Om rentabiliteten overgår kravet vil det oppstå superrentabilitet. En slik superrentabilitet vil det imidlertid ikke være mulig å beholde evig, da teorien sier at konkurranse vil trekke rentabiliteten mot mean reversion, altså gjennomsnittet for bransjen.

I formelen over tas det hensyn til hele kapitalen, mens i lønnsomhetsanalysen videre er det eierens egenkapital som står i fokus.

8.1.1 Egenkapitalrentabilitet

Egenkapitalrentabiliteten forteller oss hvilken avkastning eieren oppnår via sin investering i selskapet. I den videre vurderingen vil egenkapitalrentabiliteten bli regnet ut på etterskuddsbasis ved hjelp av følgende formel⁹²:

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

Egenkapitalrentabilitet	2003	2004	2005	2006	2007	2008	T2009	Snitt
Vekt	1/7	1/7	1/7	1/7	1/7	1/7	1/7	
Egenkapitalrentabilitet	-0,073	0,113	0,036	0,079	0,200	0,076	-0,041	0,056
- Egenkapitalkrav	0,089	0,080	0,081	0,103	0,106	0,135	0,102	0,099
= Superrentabilitet	-0,162	0,033	-0,045	-0,025	0,095	-0,058	-0,142	-0,043
Egenkapitalrentabilitet	-0,073	0,113	0,036	0,079	0,200	0,076	-0,041	0,056
- Bransjegjennomsnitt	-0,092	0,079	0,137	0,106	0,113	0,053	0,022	0,060
= Superrentabilitet	0,019	0,035	-0,101	-0,028	0,088	0,023	-0,062	-0,004

Tabell 8.28 Egenkapitalrentabilitet Utkilen

Når vi her sammenligner EK-rentabiliteten med egenkapitalkravet finner vi frem til Utkilens superrentabilitet (superprofitt). Som nevnt tidligere har Utkilen et høyt egenkapitalkrav blant annet grunnet en høy illikviditetspremie, noe som er medvirkende til at Utkilen kun får superprofitt i 2004 og 2007. Utkilen fikk i tillegg en negativ EK-rentabilitet i 2003, og estimert for 2009, noe som gir en svært negativ superrentabilitet disse årene. Trenden fra 2007 har vært negativ da superrentabiliteten har falt fra 9,5 % og ned til den estimerte superrentabiliteten på – 14,2 %. Dette kan forklares gjennom et sviktende fraktmarked, med

⁹² Brealey & Myers (2003)

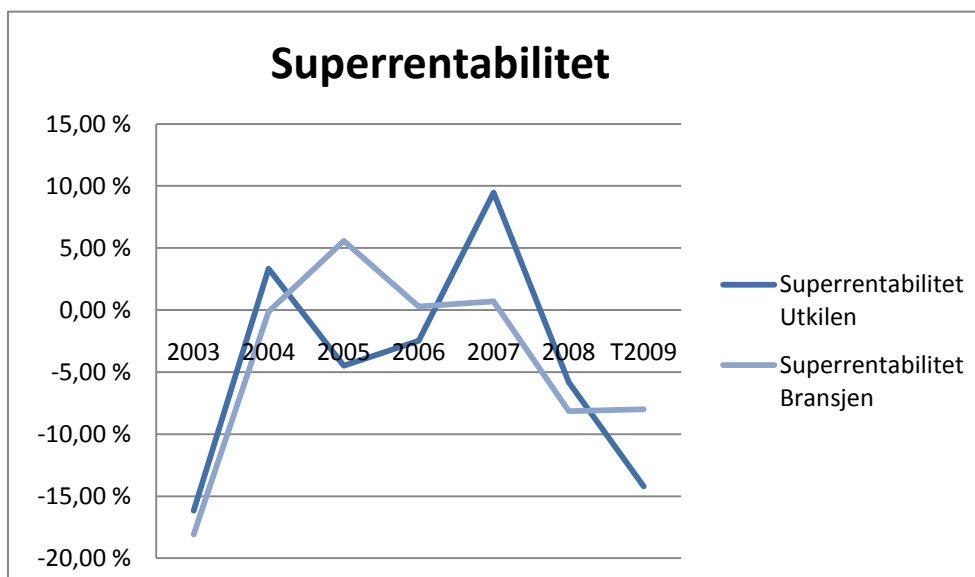
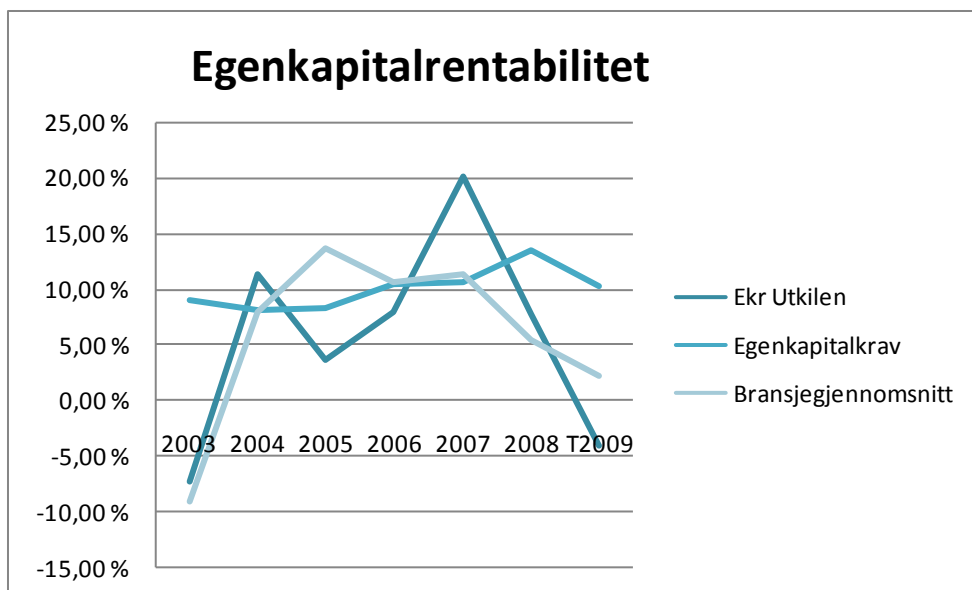
lave rater, samtidig som at kostnadene fremdeles ligger relativt høye. Den negative trenden er gjennomgående for bransjen, noe vi ser på bransjegenomsnittet.

Utkilen har derimot prestert noe bedre dersom vi sammenligner EK-rentabiliteten med gjennomsnittlig EK-rentabilitet for bransjen. Her ser vi at Utkilen overgår bransjens prestasjoner i perioden 2003-2004 og 2007-2008. Samtidig ser en at Utkilen rammes hardere av den økonomiske finanskrisen sett i forhold til bransjen. Plasseringen i det europeiske markedet, samt tilbakelevering av innleide skip er hovedgrunnen til dette. Slike kutt medfører reduksjon i selskapets inntekter, samtidig som at enkelte kostnader ikke er irreversible på kort tid, slik at de vil få et lengre etterslep.

Bransjen har en større spredning på sin flåte, og opererer blant annet i Asia og Oseania som i mindre grad er rammet av finanskrisen. Utkilen er samtidig fraktører for råvarer til papir som først og fremst benyttes til reklame. Som følge av nedgangstiden har produksjon av reklamemateriell i papir falt drastisk da dette er en av de dyreste måtene å reklamere på. Utkilens rentabilitet har i det gitte tidsrommet falt fra 20 % og ned til -4,1 %, mens bransjen kun har et fall på 9,1 % ut fra mine estimerte beregninger. Over perioden som helhet ser vi likevel at egenkapitalrentabiliteten i Utkilen er tilnærmet lik bransjens med en differanse på kun 0,4 %.

Både bransjen og Utkilen ligger her i snitt under egenkapitalkravet. En slik utvikling gir indikasjoner på at bransjen ikke vil overleve på sikt dersom utviklingen fortsetter. Som tidligere nevnt er shippingbransjen svært syklisk over lengre perioder. Resultatet tyder her på at den gitte analyseperioden på 7 år er for kort til å estimere den realistiske egenkapitalrentabiliteten som har vært i bransjen over en lengre periode. For å være sikker på å få med hele syklene burde tidshorisonten for analysen vært utvidet til nærmere 15 år, noe som likevel er umulig da informasjon og tallmaterieell har vist seg vanskelig å oppdrive. At bransjen nå er inni en nedgangskonjunktur, er de fleste eksperter også enig i, slik at en rentabilitet som ligger under kravet ikke kommer overraskende. Historiske data for shippingbransjen⁹³ viser likevel til at shippingbransjen over tid er en lukrativ bransje der egenkapitalrentabiliteten er betydelig høyere enn tallene observert i min analyseperiode.

⁹³ Marting Stopford (2008)



Figur 8.33 Egenkapitalrentabilitet Utkilen, krav og bransje + superrentabilitet

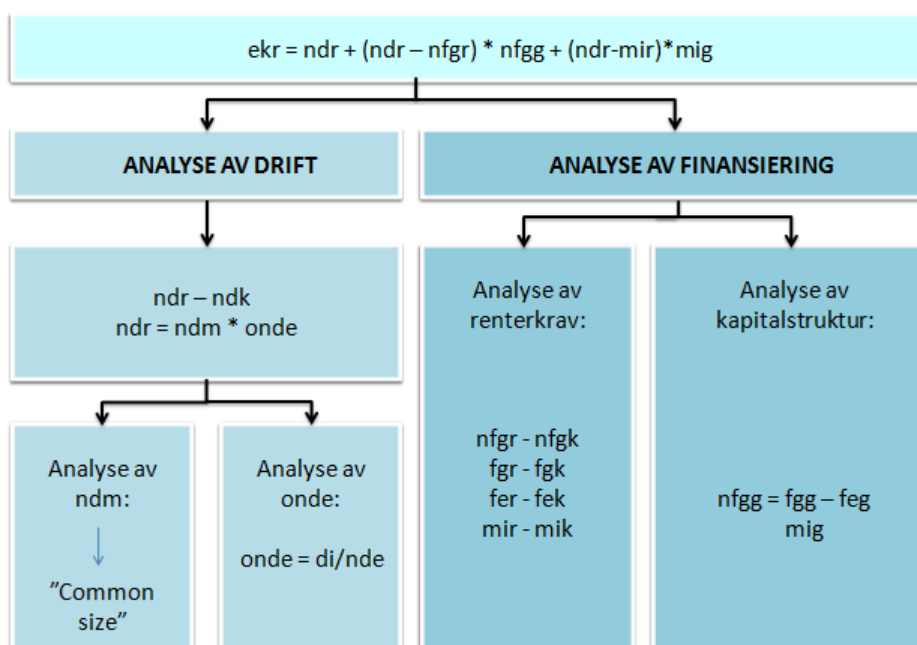
Ut fra figur 8.33 er det lettere å observere svingningene i egenkapitalrentabiliteten for både Utkilen og bransjen. Svingningene i Utkilen viser seg her å være mer volatile enn for bransjen, men vi ser likevel at trendene går i samme retning bortsett fra i 2005. Utslagene i siste del av perioden viser seg også å være mye større for Utkilen slik vi nevnte tidligere. I forhold til egenkapitalkravet gjenspeiler det seg at Utkilen ikke har noen klare konkurransefortrinn. Bortsett fra i 2004 og 2007 ser vi at EK-rentabiliteten har lagt langt under kravet som stilles til rentabilitet. Den negative utviklingen siden 2007 skyldes først og fremst av shippingbransjen har gått inn i en negativ syklusperiode, noe deg ble referert til under den strategiske analysen. Utkilens EK-rentabilitet ligger i tillegg under medianen for shippingsselskap ved Oslo Børs. For perioden 1993-2007 lå dette snittet på 7,2 %, samtidig

som Utkilen hadde et snitt på 5,3 %. Her skal det likevel vektlegges at det estimerte resultatet for 2009 bidrar til at Utkilens EK-rentabilitet blir lav, samtidig som at nye målinger for medianen for shippingselskap også vil gå noe ned dersom vi hadde hatt målinger som tok med 2009.

8.1.2 Dekomponering av egenkapitalrentabiliteten

Egenkapitalrentabiliteten kan dekomponeres slik at vi får bedre innsikt i kildene til lønnsomhet og vekst, samtidig som det gir oss ytterligere informasjon som vi trenger videre ved fremskriving av regnskapet⁹⁴. Oppdelingen kan skje med utgangspunkt i netto totalkapitalrentabiliteten, netto rentabilitet på sysselsatt kapital eller netto driftsrentabilitet. Her velges den siste metoden da denne skiller klart mellom drift og finansiering, noe som er en fordel ved en fundamental verdsettelse.

I figur 8.34 vises det hvordan egenkapitalrentabiliteten dekomponeres.



Figur 8.34 Rammeverk for dekomponering av egenkapitalrentabilitet

Utgangspunktet for dekomponeringen finner vi ved å se på sammenhengen for den gitte egenkapitalrentabiliteten. Denne er gitt ut fra følgende formel:

⁹⁴ Penman, (2004)

$$ekr = ndr + \underbrace{(ndr - nfggr) nfgg}_{\text{Virkning finansiell gearing}} + \underbrace{(ndr - mir) mig}_{\text{Virkning minoritetsinteresser}}$$

EK-rentabiliteten dekomponeres deretter opp i en analyse av drift, og en analyse av finansiering. Driften analyseres i sammenheng med netto driftsrentabilitet mens sistnevnte deles videre opp i to. Som vi ser i formelen over gir første leddet informasjon om virkningen av finansiell gearing, og andre leddet forteller noe om minoritetsinteressens innvirkning på EK-rentabiliteten.

Netto driftsrentabilitet

Netto driftsrentabiliteten (ndr) måler hvor mye avkastning netto driftskapitalen gir i en gitt periode. Det kan gjøres en nærmere analyse av ndr ved at denne dekomponeres inn i netto driftsmargin (ndm) og omløpshastigheten til netto driftseiendeler(onde). Dekomponeringen vises i formelen under:

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

Dekompromering ndr	2003	2004	2005	2006	2007	2008	T2009	Snitt
Netto driftsmargin	-0,010	0,070	0,033	0,071	0,120	0,064	0,017	0,052
* Omløpet til netto driftseiendeler	1,220	1,690	1,980	0,998	1,010	0,635	0,530	1,152
= Netto driftsrentabilitet Utkilen	-0,013	0,118	0,065	0,070	0,122	0,041	0,009	0,059
- Netto driftskrav	0,079	0,073	0,090	0,073	0,085	0,090	0,056	0,077
= Superrentabilitet drift	-0,092	0,046	-0,025	-0,003	0,036	-0,050	-0,047	-0,018
Netto driftsrentabilitet Utkilen	-0,013	0,118	0,065	0,070	0,122	0,041	0,009	0,059
- Ndr bransjesnittet	-0,057	0,060	0,090	0,067	0,107	0,065	-0,005	0,047
= Superrentabilitet drift	0,044	0,058	-0,025	0,003	0,015	-0,024	0,014	0,012

Tabell 8.29 Netto driftsrentabilitet

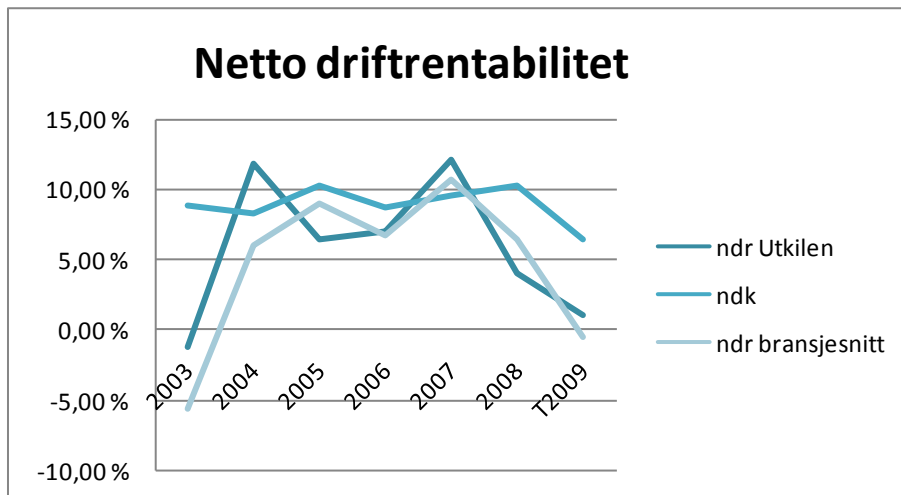
Utkilens driftsrentabilitet svinger mye gjennom analyseperioden. I 2003 oppnådde Utkilen en

negativ netto driftsrentabilitet, mens 2007 fremstår som selskapets beste år med en netto driftsrentabilitet på 12,2 %, men trenden i både netto driftsmargin og netto driftsrentabilitet har vært nedadgående etter dette toppåret. Så lenge det oppnås positiv driftsmargin er det ønskelig med så høyt onde som mulig, da dette vil øke netto driftsrentabiliteten. Utkilen har i hele perioden siden 2004 operert med en positiv netto driftsmargin, noe som tilsier at det onde bør være høyest mulig. Omløpshastigheten har her hatt en svært negativ utvikling fra 2005. Forklaringen finnes gjennom Utkilens ekspansive økning i netto driftskapital knyttet til nyinvesteringer blant annet i to nybygg som leveres i 2009. Kombinert med økningen i driftskapital kan det fra 2006 – 2009 observeres et fall i driftsinntektene på hele 30 %. Utviklingen i fraktratene samt selskapets kutt i innleid flåte er hovedfaktorene til den gitte svekkelsen. Utviklingen må sees på som et faresignal for rederiet. Utkilen presterer i tillegg gjennomsnittlig under driftskravet som stilles til selskapet med 1,8 %, noe som i hovedsak skyldes svak driftsrentabilitet i årene 2003, 2005, 2008 og 2009. Også her kan det vises til at vi her ved valg av en lengre analyseperiode ville sett ett annet resultat grunnet syklusene i shippingmarkedet.

En negativ superrentabilitet kan sees på som et faresignal, spesielt dersom de konkurrerende bedriftene i bransjen presterer bedre. I tabellen over har jeg satt opp bransjesnittet, og sammenligner dette med Utkilens ndr. Snittet for perioden viser seg her å ligge under Utkilens ndr med 1,2 %, og i tillegg ligger Utkilen over bransjen i 4 av 7 analyseår, selv om tallene for 2009 er stimerte og kan avvike en del fra det virkelige resultatet som oppnås.

Bransjetrenden har i tillegg utviklet seg noe mer negativt enn den vi ser hos Utkilen fra 2007 og frem til og med trailingåret. For bransjeindeksen for shipping ved Oslo Børs utgjør ndr i perioden 1999-2007 6,2 %, altså litt over det netto driftsrentabiliteten Utkilen oppnår. Ndr for selskapene under shippingindeksen har avtatt noe de to siste årene, men her besitter jeg ikke

nøyaktige tall.



Figur 8.35 Netto driftrentabilitet Utkilen, bransje og krav

Utkilen og bransjen følger hverandre svært tett med høy korrelasjon bortsett fra i 2005. Oppsummert kan vi sette faresignal med at Utkilen i snitt ligger godt under netto driftskravet, men samtidig ligger Utkilen over bransjegjennomsnittet, noe som her anses som positivt.

Ved hjelp av en "common size-analyse" kan det være enklere å sammenligne utviklingen av de ulike kostnader og inntektsdriverne over analyseperioden, samtidig som det avdekker hvilke poster som skaper driftsmargin. I en slik analyse vektes hver post i resultatet opp mot driftsinntekten, og uttrykkes dermed i en prosentform som et forholdstall mot denne.

I tabell 8.30 er det vist en kort oversikt over de viktigste postene i common size regnskapet.

Common size analyse	2003	2004	2005	2006	2007	2008	T2009	Snitt	Bransje
Driftsinntekter	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
- Lønnskostnader	0,143	0,114	0,099	0,120	0,137	0,165	0,186	0,138	0,112
- Avskrivninger	0,064	0,047	0,044	0,068	0,073	0,079	0,117	0,070	0,101
- Reiseavhengige andre kostnader	0,307	0,260	0,352	0,359	0,323	0,384	0,422	0,344	0,364
- Andre driftskostnader	0,467	0,562	0,487	0,402	0,381	0,311	0,311	0,417	0,389
= Driftskostnader inkl avskrivning	0,981	0,983	0,981	0,949	0,914	0,940	1,036	0,969	0,966
= Driftsresultat i egen virksomhet	0,019	0,017	0,019	0,051	0,086	0,060	-0,036	0,031	0,034
- Driftsskatt i egen virksomhet	0,004	0,004	0,004	0,011	0,019	0,013	-0,008	0,007	0,006
= Ndr i egen virksomhet	0,014	0,013	0,015	0,040	0,067	0,047	-0,028	0,024	0,028
+ Ndr fra driftstilk. virksomhet	-0,025	0,056	0,018	0,031	0,053	0,017	0,045	0,028	0,019
= Netto driftsresultat	-0,010	0,070	0,033	0,071	0,120	0,064	0,017	0,052	0,047

Tabell 8.30 Common size analyse

Driftskostnadene til Utkilen er svært høye målt opp mot driftsinntektene, og differansen mellom disse utgjør kun 3,1 % i snitt over perioden. Fra 2005 – 2007 så vi likevel en positiv

trend da differansen gikk fra 1,9 % og helt opp i 8,6 %. Som tidligere nevnt har finanskrisen ført til at Utkilen har måtte kutte ned på innleid flåte grunnet svikt i etterspørselen. Utkilen har samtidig forsøkt og reversere sine kostnader, men tallene her viser at reduksjonen her har vært betydelig mindre enn reduksjonen i inntektene. Det er her selskapets avskrivninger og lønnskostnader som øker i forhold til driftsinntektene, samtidig som vi ser en økning i de reiseavhengige kostnadene noe som i stor grad skyldes økte oljepriser. Inntektene fra driftstilknyttede selskaper klarer seg derimot langt bedre til tross for finanskrisen, noe som i hovedsak skyldes tilførsel av et nybygg, samtidig som at store deler av skipene går på langsiktige kontrakter for Omya.

Ut fra analysen gjør totalt sett Utkilen det jevngodt med bransjen. Driftsresultatet i egen virksomhet ligger her noe under bransjesnittet, og vi ser at bransjen i snitt presterer bedre på blant annet lønnskostnader, noe som kommer av at bransjen i snitt operer større skip, noe som medfører et mindre mannskap pr befraktet tonn. I tillegg har Utkilen en prosentandel norske seilende om bord på sine skip. Bransjen har i tillegg ekspandert med prosentvis flere skip enn det Utkilen har gjort de siste årene, noe som presser avskrivingskostnadene oppover. For Utkilen vil riktignok denne kostnaden øke med overtagelse av to nye skip hvorav begge vil være i full aktivitet i 2010. De reiseavhengige kostnadene samt andre driftskostnader kan være vanskelig å sammenligne fullt ut da disse består av ulike kostnader fra selskap til selskap. Utkilen har i tillegg en høyere grad av inntekter fra tilknyttede selskaper, noe som er med på å trekke det totale snittet for netto driftsresultat over bransjesnittet.

Netto finansiell gearing

Analyse av gearing kan deles opp i en analyse av finansiell gearing og en analyse av minoritetsgearing. Gjennom en analyse av finansiell gearing avdekkes dermed lønnsomheten ved bruken av netto finansiell gjeld som finansieringsform, og det sies dermed noe om hvordan denne påvirker egenkapitalrentabiliteten positivt eller negativt. Innvirkningen på egenkapitalrentabiliteten vises gjennom tidligere vist formel under punkt 8.1.2

Her ser vi hvordan netto driftsrentabilitet subtrahert med netto finansiell gjeldsrente gir oss en netto rentemargin. Ved å vekte dette opp mot gjeldsgraden så sitter en igjen med netto finansiell gearing.

Netto finansiell gjeldsrente finner vi på følgende måte:

$$e_{kr} = ndr + \underbrace{(ndr - n_{fgr}) n_{fgg}}_{\text{Virkning finansiell gearing}} + \underbrace{(ndr - mir) mig}_{\text{Virkning minoritetsinteresser}}$$

Netto finansiell gearing	2003	2004	2005	2006	2007	2008	T2009	Snitt
Netto driftsrentabilitet	-0,013	0,118	0,065	0,070	0,122	0,041	0,009	0,059
- Netto finansiell gjeldsrente	0,150	0,116	-0,388	0,066	0,032	0,035	0,030	0,006
= Netto rentemargin	-0,162	0,002	0,453	0,004	0,090	0,005	-0,021	0,053
* Netto finansiell gjeldsgrad	0,416	0,687	-0,057	0,841	0,867	2,773	2,409	
= Netto finansiell gearing	-0,067	0,001	-0,026	0,004	0,078	0,015	-0,050	

Tabell 8.31 analyse av netto finansiell gearing

Utkilens gjeldsgrad har hatt en ujevn utvikling i analyseperioden. Trenden var negativ frem til 2005. Dette året var selskapets finansielle eiendeler høyere enn den finansielle gjelden, noe som fører til en negativ finansiell gjeldsgrad (nfgg) på 5,68 %. Den negative trenden viser dermed til en reduksjon i risikoen grunnet lavere finansiering med finansiell gjeld. Selskapet har derimot hatt en femdobling i den finansielle gjelden i perioden 2005-T2009, noe som igjen har ført til sterk vekst i nfgg. Netto finansiell gjeldsgrad var for trailingåret 2009 på hele 240,9 %, og viser til en økning i selskapets finansieringsrisiko. Gjeldsgraden ligger dermed i dette året langt over det normale snittet for både kjemikalietankbransjen og Oslo Børs. Netto rentemargin er positiv i årene 2005 – 2008 og medfører derfor at gjeldsfinansieringen gir positive utslag siden gjeldsrenten ligger under driftsrentabiliteten. I disse årene gir dermed en høy finansiell gjeldsgrad en positiv effekt på rentabiliteten. For 2005 blir dermed ikke den lave finansielle gjeldsgraden utelukkende positiv. Lav forventet inntjening i 2009 bidrar også til en negativ effekt av den høye finansielle gjeldsgraden.

Videre i analysen vil det bli foretatt dekomponering av netto finansiell gearing. Dette gjøres for å bedre kunne vise den effekten gearingen har på egenkapitalrentabiliteten. Netto finansiell gjeldsrente kan dermed finnes ut fra følgende sammenheng:

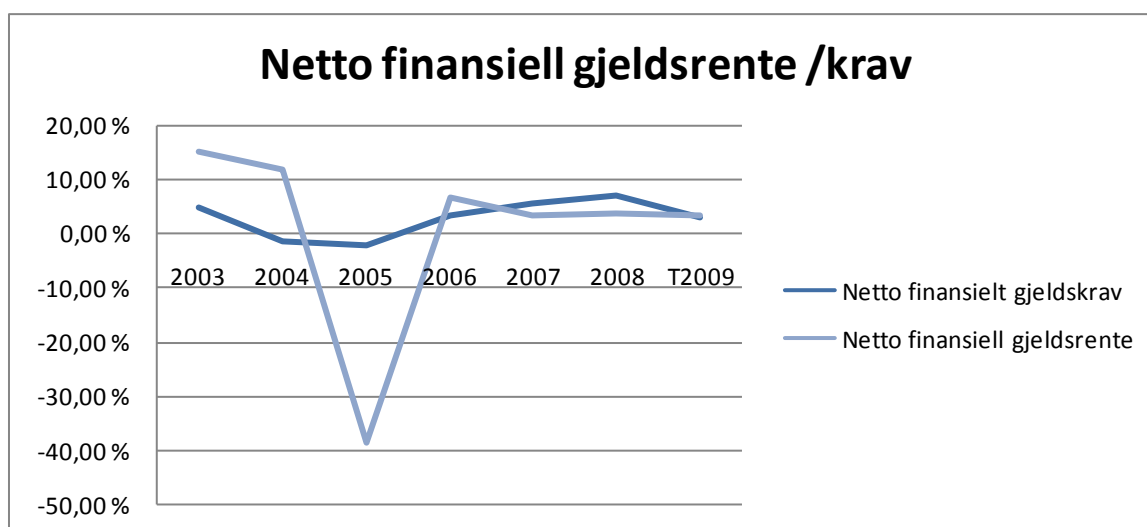
$$n_{fgr} = \frac{NFK - NFI}{NFG} = \frac{NFK}{FG} \cdot \frac{FG}{NFG} - \frac{NFI}{FE} \cdot \frac{FE}{NFG}$$

I tabell 8.32 vises resultatet av dekomponeringen av netto finansiell gjeldsrente for Utkilen:

Netto finansiell gjeldsrente	2003	2004	2005	2006	2007	2008	T2009	Snitt
Finansiell gjeldsrente	0,107	0,063	0,092	0,051	0,040	0,033	0,030	0,059
* FG/NFG	1,974	3,625	-8,226	1,459	1,876	1,208	1,282	
- Finansiell eiendelsrente	0,062	0,043	0,040	0,017	0,049	0,023	0,031	0,038
* FE/NFG	0,974	2,625	-9,226	0,459	0,876	0,208	0,282	
= Netto finansiell gjeldsrente	0,150	0,116	-0,388	0,066	0,032	0,035	0,030	0,006

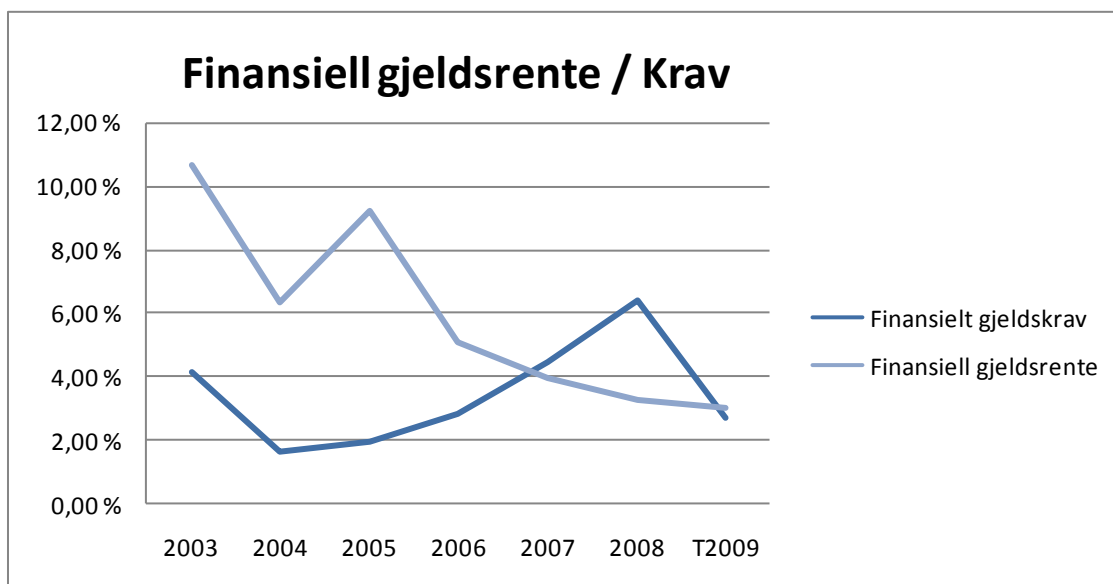
Tabell 8.32 analyse av netto finansiell gjeldsrente

Snittet for netto finansiell gjeldsrente ligger her langt under det normale i markedet. I perioden 1999-2007 var gjennomsnittlig netto finansiell gjeldsrente for bedriftene ved Oslo Børs 3,9 %. Utkilens snitt ligger her på 0,6 %, men dette skyldes i all hovedsak et noe uvanlig avvik i 2005. For perioden 2006- T2009 ligger snittet på 4,562 noe som virker mer normalt. I figuren under ser vi hvordan den netto finansielle gjeldsrenten (nfgr) utvikler seg versus kravet (nfgk). Ved observasjon av en nfgr som ligger over nfgk kan det være grunn til å sette faresignal ved utviklingen. Det motsatte gjelder derimot dersom et selskap har negativ finansiell gjeldsgrad i en periode slik som for Utkilen i 2005. Den negative gjeldsrenten oppstår grunnet Utkilens beholdning av finansielle eiendeler som overskrider den finansielle gjelden i den gitte perioden. Utkilen hadde i denne perioden hele 223 millioner kroner på bok. Frem til 2006 ser vi derfor faresignaler ved Utkilens gjeldsrente, men trenden har vært positiv, og for årene 2007 og 2008 vises det til en positiv gjeldsrente sammenlignet med kravet (se figur 8,36). Utviklingen for 2009 er enda noe usikker, men de estimerte beregningene her viser at krav og rente sammenfaller ved tilnærmet 3 %.



Figur 8.36 Netto finansiell gjeldsrente vs. krav

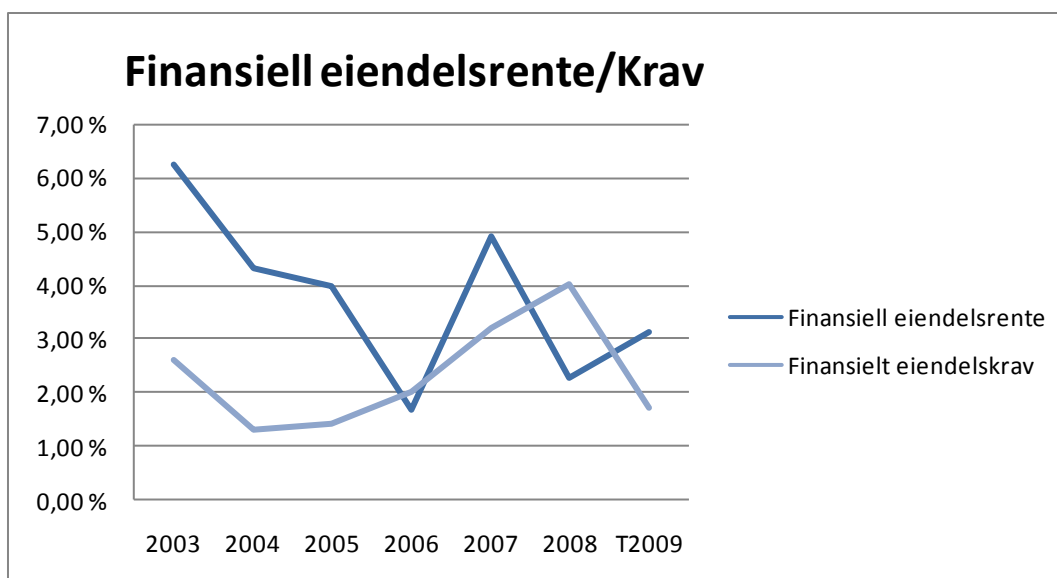
Utviklingen til det finansielle gjeldsrentekravet korrelerer ofte sterk med NIBOR, noe vi også ser i figur 8.37. Kravet økte her fra 2005 frem til Norges Banks rentenedsettelse utover i 2008/2009. Også her ser vi at Utkilen gjør det best i perioden 2007-T2009, da selskapet her holder seg under eller likt med det finansielle gjeldskravet. De største avvikene i perioden ser vi i 2004-2005 da Utkilen har en gjeldsrente som ligger langt over det som stilles som krav i perioden. Snittet for Utkilens finansielle gjeldsrente er 5,9 % for perioden 2003- T2009. Dette er i snitt 2 % over snittet for gjeldsrente for bedriftene ved Oslo Børs i perioden 1999-2007. Dersom vi sammenligner med tilsvarende periode vil snittet ligge på rundt 3 % for disse bedriftene. Utkilen ligger i snitt både over kravet og snittet ved børsen, noe som gir grunn for bekymring. Det skal likevel vektlegges at selskapets gjeldsrentabilitet er på vei nedover.



Figur 8.37 Finansiell gjeldsrente vs. Krav

Utkilen har hatt en volatil utvikling i finansiell eiendelsrentabilitet, men selskapet har likevel oppnådd en rentabilitet som har overgått kravet i alle perioder bortsett fra 2006 og 2008.

Utviklingen har likevel vært noe negativ, selv om utviklingen har vært til en viss grad korrelert med utviklingen i kravet. Snittet for perioden ligger på 3,8 %, og overgår dermed gjennomsnittet for finansiell eiendelsrentabilitet ved Oslo Børs. At snittet ligger over både kravet og børsen, og tyder på at Utkilen investerer sine finansielle eiendeler fornuftig.



Figur 8.38 Finansiell eiendelsrente vs. krav

Netto finansiell gjeldsgrad kan også dekomponeres ytterligere inn i en finansiell gjeldsdel fratrukket en finansiell eiendelsdel. Resultatet vektet her opp mot netto driftseiendeler andel av egenkapitalen som vist i formelen under:

$$nfgg = \left(\frac{FG}{NDK} - \frac{FE}{NDE} \right) \cdot \frac{NDE}{EK}$$

Netto finansiell gjeldsgrad	2003	2004	2005	2006	2007	2008	T2009	Snitt
FG/NDK	0,538	0,379	0,442	0,637	0,827	0,843	0,843	
- FE/NDE	0,265	0,275	0,495	0,201	0,386	0,145	0,185	
= NFG/NDK	0,272	0,105	-0,054	0,437	0,441	0,697	0,657	
* NDK/EK	1,527	1,231	1,058	1,925	1,967	3,977	3,429	
= Netto finansiell gjeldsgrad	0,416	0,129	-0,057	0,841	0,867	2,773	2,253	1,032

Tabell 8.33 Netto finansiell gjeldsgrad

Utkilens har over analyseperioden hatt en eksplosiv økning i netto finansiell gjeldsgrad. Økningen kommer av store låneopptak i forbindelse med investering i nybygg, samtidig som selskapets finansielle eiendeler har lagt relativt stabile. Som nevnt tidligere femdobler rederiets finansielle gjeld seg i perioden 2005-T2009, noe som igjen fører til økt finansiell risiko. En økning i egenkapitalen i tillegg til økte finansielle eiendeler i 2009 gir her en liten nedgang i gjeldsgraden. Disse tallene kan likevel ikke vektlegges stor tyngde da de i stor grad er basert på balansetall fra 2008 og er svært usikre.

Netto minoritetsgearing

Selskapets minoritetsinteresser påvirker også egenkapitalrentabiliteten. Innvirkningen finner vi gjennom utrekningen av minoritetsgearing ved hjelp av følgende formel:

$$(ndr - mir) \text{ mig}$$

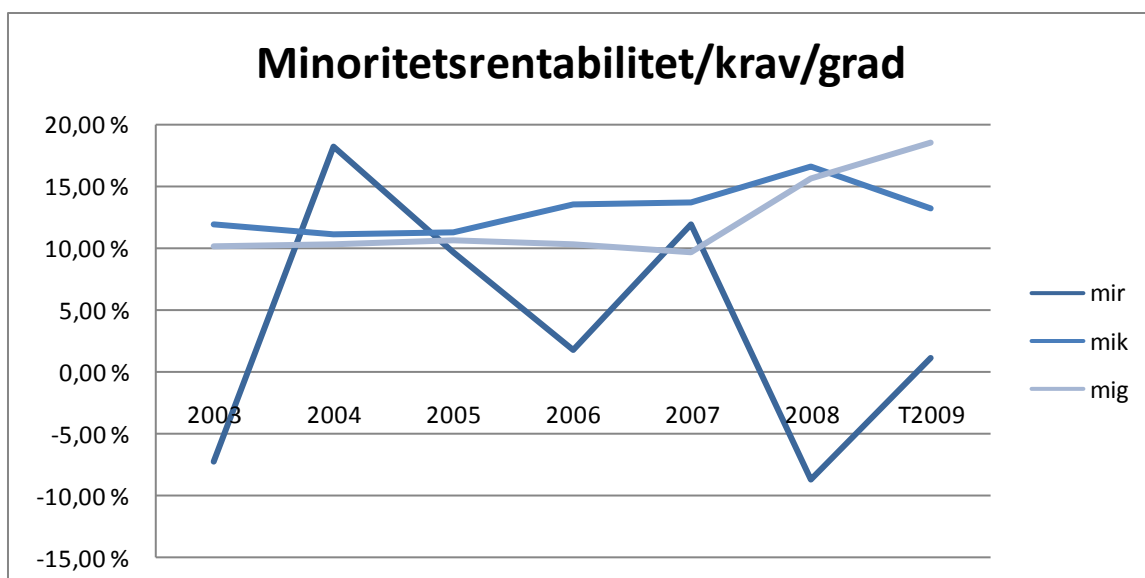
Det er vanlig å observere en netto minoritetsrentabilitet som overgår netto driftsrentabiliteten, slik at ndr - mir gir et negativt utfall, og dermed negativ innvirkning på egenkapitalrentabiliteten. I de vanlige tilfellene er det altså dyrt å ha minoritetsinteresser i en bedrift, noe som gir insentiv for å kjøpe ut minoriteten.

For Utkilen overgår netto driftsrentabilitet minoritetsrentabiliteten i perioden 2006-2008, noe som er positivt for egenkapitalrentabiliteten. Trenden har dermed vært positiv selv om svingningene har vært store. Snittet av ndr – mir for analyseperioden er i tillegg positiv med 2,1 %, noe som gir en rentabilitet til minoriteten som er lavere enn rentabiliteten på driften. Det lønner deg dermed å benytte minoritetene som finansiering.

Netto minoritetsgearing	2003	2004	2005	2006	2007	2008	T2009	Snitt
Netto driftsrentabilitet (ndr)	-0,013	0,118	0,065	0,070	0,122	0,041	0,009	
- Minoritetsrentabilitet (mir)	-0,074	0,182	0,097	0,017	0,119	-0,088	0,010	
= ndr - mir	0,061	-0,064	-0,032	0,054	0,002	0,128	-0,001	0,021
* Minoritetsgrad	0,101	0,103	0,105	0,102	0,096	0,155	0,184	
= Netto minoritetsgearing	0,006	-0,007	-0,003	0,005	0,000	0,020	0,000	0,003

Tabell 8.34 Netto minoritetsgearing

Minoritetskravet (mik) forteller oss noe om hvor mye Utkilen er villig til å betale for å benytte minoritetsinteressene som finansieringsform. Kravet regnes her ut fra egenkapitalkravet med et påslag på 3 % risikopremie. Utkilen opererer med et rimelig høyt egenkapitalkrav, noe som her fører til et minoritetskrav på 15 %. Rentabiliteten har hatt en negativ trend, og ligger i alle periodene unntatt 2004 under minoritetsrentabilitetskravet. En rentabilitet som ligger under kravet forteller oss her at minoritetsinteressen ikke kan betraktes som en direkte ulempe for Utkilen.



Figur 8.39 Minoritetsrentabilitet, minoritetskrav og minoritetsgrad

I figur 8.39 ser en samtidig hvordan minoritetsgraden i selskapet har utviklet seg. Frem til 2007 lå minoritetsgraden relativt stabilt, men har de to seneste årene økt noe. Økningen kan betraktes som en fordel i perioden en nå går inn i med lavere netto driftsrentabilitet.

8.2 Oppsummering av lønnsomhetsanalysen

Under punkt 8.1.2 dekomponerte vi egenkapitalrentabiliteten inn i 3 hovedkategorier. Resultatet av denne summeres opp i tabell 8.35. Driftsrentabiliteten er svært volatil i analyseperioden, og det samme må kunne sies om den finansielle gearingen. Sammen er det disse to som gir størst utslag i egenkapitalrentabiliteten, da minoritetsgearingen gir minimal innvirkning. Snittet over perioden estimeres her til å være 5,9 % mot et snitt i bransjen på 4,7 %, noe som gir Utkilen en strategisk fordel mot bransjen på 1,2 % over analyseperioden. Utkilen hadde et svært godt driftsår i 2004 som trekker snittet her kraftig opp sett i forhold til bransjen. I tillegg ser vi at superrentabiliteten veksler mellom bransjen og Utkilen fra år til år, noe som tyder på at en eventuell strategisk fordel ikke kan sies å være stabil. Utkilens høye kontraktsbinding kan være en faktor som medfører at driftsrentabiliteten ligger høyere i perioder der spotmarkedet opplever svakere rater, samtidig som at bransjen får en fordel i perioder der ratene er høye da både Odfjell, Stolt Nielsen og Eitzen har en lavere kontraktsbinding. Ett eksempel på dette ser vi gjennom det estimerte resultatet for 2009 der superprofitten går i Utkilens favør med 1.5 % i en periode med svært lave rater.

	Oppsummert dekomponering	2003	2004	2005	2006	2007	2008	T2009
+	Netto driftsrentabilitet	-0,013	0,118	0,065	0,070	0,122	0,041	0,009
+	Netto finansiell gearing	-0,067	0,001	-0,026	0,004	0,078	0,015	-0,050
+	Minoritetsgearing	0,006	-0,007	-0,003	0,005	0,000	0,020	0,000
=	Egenkapitalrentabilitet	-0,074	0,113	0,036	0,079	0,200	0,076	-0,041

Tabell 8.35 Oppsummert dekomponering

Utkilen er ikke i stand til å skape superrentabilitet i egenkapitalrentabiliteten i forhold til verken kravet eller sammenlignet med bransjen i analyseperioden. I perioden 2007-2008 klarer likevel Utkilen å skape en rentabilitet som ligger over bransjen, men i den estimerte perioden 2009 faller selskapet noe tilbake. Utkilens megler og befraktningsavdeling gjorde i perioden 2007-2008 en svært god jobb for selskapet, noe som er en av de viktigste grunnene til denne utviklingen, mens tilbakelevering av innleide skip og irreversible kostnader gav selskapet et tilbakeslag i 2009. Siden Utkilen oppnår superprofitt i driftsrentabiliteten, så tyder dette resultatet på at bransjen har en billigere finansiering enn det Utkilen oppnår, et resultat som bekreftes gjennom bransjens regnskaper. Det observeres likevel en mulighet for å konkurrere fullt på høyde med resten av bransjen da det er minimale forskjeller som over perioden skiller bransjens og Utkilens egenkapitalrentabilitet.

Som nevnt tidligere er shipping/kjemikalietankbransjen inne i en nedgangskonjunktur sammen med industriproduksjonen. Ut fra den korte analyseperioden blir det dermed et naturlig resultat at egenkapitalkravet kommer inn over egenkapitalrentabiliteten for både Utkilen og bransjen. Stopfords analyser viser likevel at en på sikt gjennomsnittlig presterer over kravet i bransjen over hele syklene. I forhold til kravet underpresterer Utkilen med 3,1 %, noe som tilsvarer cirka den ekstra illikviditetspremien Utkilen har i forhold til tilsvarende børsnoterte bedrifter i bransjen.

9. Vekstanalyse

Ved å se på en vekstanalyse får vi en dypere innsikt som senere benyttes ved utarbeidelse av fremtidsregnskap og i den fundamentale verdsettelsen. Veksten blir dermed en verdidriver⁹⁵ som vi kan finne prosentvis ut fra endringen i regnskapstallene over en analysert periode.

Veksten analyseres ofte ut fra ulike tidshorisont grunnet mangel på sammenlignbare teoretiske mål⁹⁶. Langsiktig vekst analyseres i stor grad ut fra langsiktig makroøkonomisk vekstrate, mens den kortsiktige veksten kan deles videre opp i de to hovedkategoriene kapitalvekst og resultatvekst.

Analyse av kapitalvekst fokuserer på veksten i balansen, og da spesielt med fokus på egenkapitalen. Resultatvekstanalysen gjennomføres på basis av resultatregnskapet, og da med hovedfokus på veksten i nettoresultatet til egenkapitalen og kildene til denne veksten.

Felles for de to er at veksten avhenger av utviklingen generelt i bransjen, samtidig som at selskapets interne ressurser, som finnes gjennom en strategisk analyse, kan føre til store avvik fra bransjesnittet.

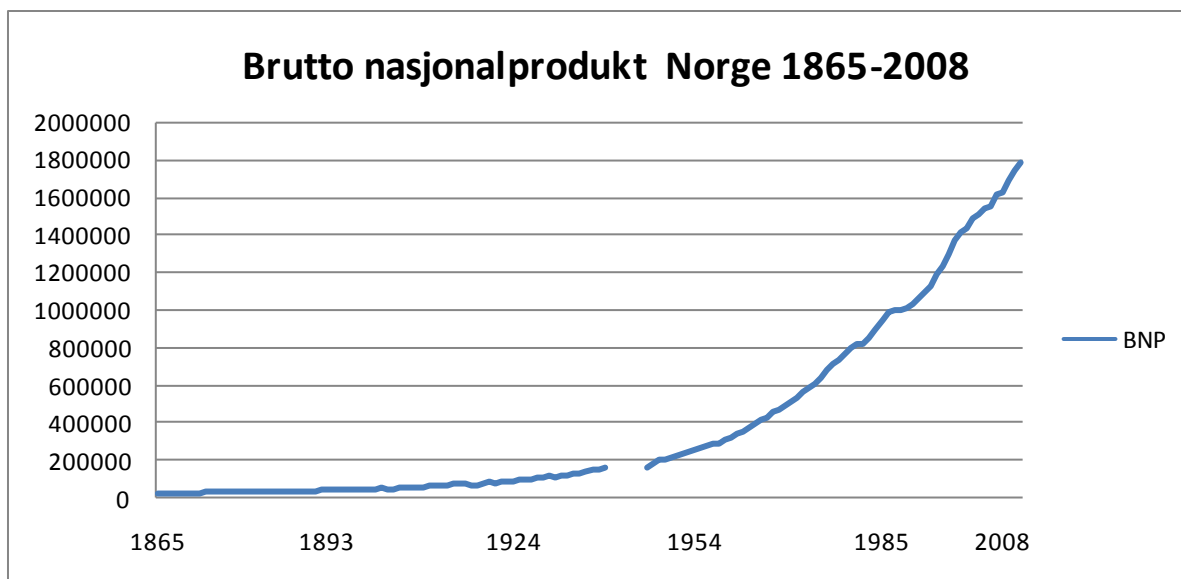
9.1 Langsiktig vekst

Makroøkonomiske tall gir oss en god indikasjon på hvordan den langsiktige vekstraten i økonomien vil bli i tiden fremover. Et selskaps vekst kan på lang sikt ikke stige mer enn den gjennomsnittlige langsiktige veksten i verdensøkonomien. Dette ville medført at selskapet da måtte hadde utkonkurrert alle konkurrerende bedrifter, og måtte etablert seg i stadig nye markeder. Hovedregelen her er at veksten i verdensøkonomien settes til realveksten i verdensøkonomien tillagt forventningene til dagens globale inflasjonsrate. Nøyaktige tall for den globale realveksten viser seg å være vanskelig å finne. I tillegg har Utkilen sterk tilknytning til den norske økonomien noe som gjør det naturlig å beregne veksten ut fra veksten i norsk økonomi. I figur 9.40 er utviklingen i BNP⁹⁷ for Norge siden målestart i 1865 og frem til 2008 illustrert. Perioden under andre verdenskrig er korrigert bort grunnet store unaturlige avvik fra normalen. Grafen viser at veksttakten i økonomien har akselerert kraftig fra 1950 og utover.

⁹⁵ Palepu, Healy og Bernard (2003) / Penman

⁹⁶ Damodaran (2002)

⁹⁷ Statistisk sentralbyrå



Figur 9.40 Utviklingen i BNP 1986-2008 fratrukket perioden 1940-1945 grunnet store avvik

Justert for inflasjon utgjør realveksten i økonomien tilnærmet 3 %, der svingningene fra 1950 og fram til dagens dato har en volatilitet som for det meste holder seg innenfor 0-5 % intervallet for realveksten. Det kan argumenteres for en ”ny økonomi” der vekstraten vil være stigende i fremtiden (ref utvikling i grafen), noe som vil medføre at vekstraten settes til 7,5 % maksimalt. Det knyttes her likevel liten tiltro til en videre utvikling mot slike høyder på lang sikt.

Norges bank⁹⁸ satser på en lav og stabil inflasjon, og opererer med et eksplisitt inflasjonsmål på 2,5 %, noe all informasjon tyder på at de vil fortsette med fremover. Inflasjonen i den analyserte perioden ligger gjennomsnittlig på 2,88 %, mens inflasjonen ligger noe under 2,5 % de siste ti årene. Inflasjonen i Norge og andre vestlige land har de siste årene blitt holdt nede av import fra lavprisland som Kina, i tillegg til baltikumeffekten med tilstrømming av billig arbeidskraft fra blant annet Latvia og Litauen. Ekspertene er uenige i hvor lenge disse effektene vil vare, og hvor store utslagene er, men det er en viss enighet om at de over tid vil avta. I den videre analysen tar jeg derfor utgangspunkt i at Norges Bank sitt inflasjonsmål blir oppnådd.

Summen av realveksten tillagt det gitte inflasjonsmålet utgjør da 5,5 % og vurderes her til å være et realistisk mål for den langsiktige veksten i økonomien.

⁹⁸ Norges bank (www.norgesbank.no)

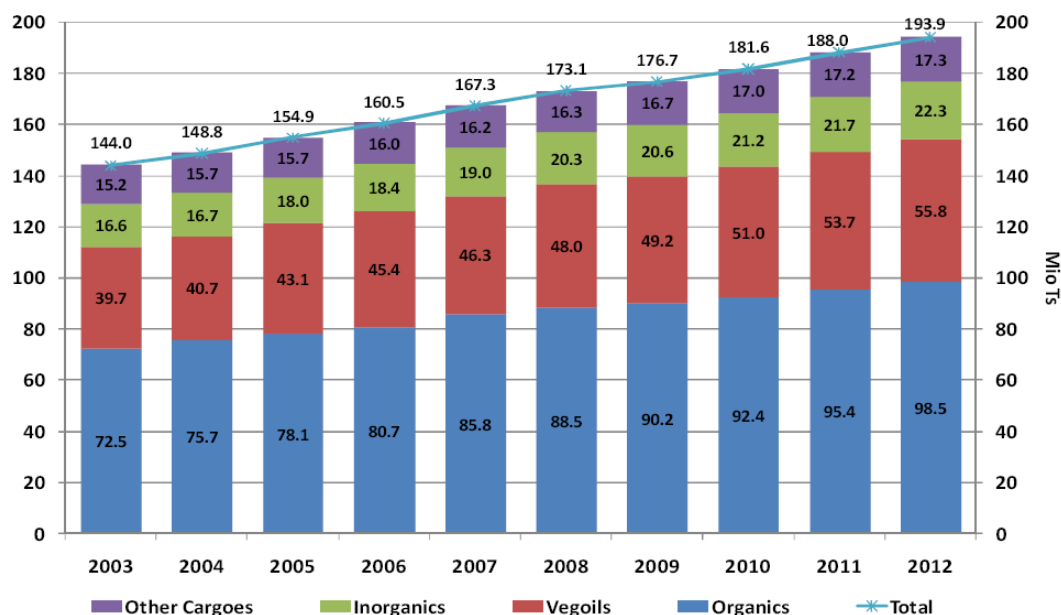
Veksten for kjemikalietankbransjen utvikler seg i stort grad i takt med verdensøkonomien. Befraktet volum og rateutviklingen korrelerer som tidligere nevnt sterkt med den utviklingen vi ser i industriproduksjonen, som igjen er korrelert med verdensøkonomien. Store deler av veksten i industrien finner vi allerede i den Asiatiske delen av verden, og trenden peker på at det er her veksten kommer til å være høyest i årene som kommer grunnet lavkostproduksjon. Utkilen er enda ikke etablert i dette segmentet, og risikerer dermed å gå glipp av samme vekstrateutvikling som sine konkurrenter. Industrien i blant annet Finland og landene i Baltikum er i tillegg noen av de landene som er hardest rammet av krisen vi er inne i nå med store fall i BNP. Det kan dermed ta tid før veksten er normalisert i disse geografiske områdene. Som tidligere nevnt opererer Utkilen i de nevnte områdene, og på grunnlag av de nevnte faktorene velger jeg å gi Utkilen et estimatfradrag i den langsiktige veksten med 0,5 %. Den langsiktige likeveksten estimeres dermed til 5 % for Utkilen.

9.2 Kortsiktig vekst

Kortsiktig vekst for et selskap oppstår i to hovedformer. Et selskap kan tilegne seg vekst gjennom en generell bransjevekst, og da uten å måtte kapre nye markedsandeler. Dersom veksten i bransjen er lav eller ikke-eksisterende, så må selskapet selv ved hjelp av interne ressurser skape veksten i selskapet, noe som ofte skjer på bekostning av de andre aktørene i bransjen og fører til hard rivalisering. På kort sikt kan altså veksten avvike og overstige den estimerte utviklingen i både verdensøkonomien og bransjen, men veksten vil før eller siden falle tilbake grunnet økt rivalisering og gå mot gjennomsnittet (mean reversion) og steady state⁹⁹.

Utkilen og bransjen er inne i en vanskelig periode der både befraktet volum og rater er på vei nedover, noe som gir negative utslag i trenden for siste år. De fremtidige vekstmulighetene for bransjen er likevel tilstede, noe som gjenspeiler seg i statistikker utarbeidet for den normaliserte veksten i befraktet volum. I figur 9.41 er det vist en normaliser volumsvekst for kjemikalietankmarkedet. Diagrammet ble utarbeidet like før finanskrisens start, og viser at den forventede estimerte volumsveksten da lå på ca 3,5 %.

⁹⁹ Basanko (2004)



Figur 9.41 Utvikling i befraktet volum (DnB Nor markets)

9.2.1 Analyse av kapitalvekst

Ved en fundamental verdivurdering vil det ofte fokuseres på egenkapitalen da dette er en faktor som står sterkt i den videre analysen og ved fremskriving av regnskapstallene.

Den fullstendige veksten i egenkapitalen er vist ut fra formelen under:

$$fekv = \frac{EK_t - EK_{t-1}}{EK_t} = \underbrace{\left(1 - \frac{NBU_t}{FNR_t}\right)}_{\substack{\text{1-Netto betalt utbytte} \\ \text{delt på fullstendig} \\ \text{nettoresultat til} \\ \text{egenkapitalen}}} * \underbrace{\frac{FNR_t}{EK_{t-1}}}_{\substack{\text{Fullstendig} \\ \text{nettoresultat til} \\ \text{egenkapitalen delt på} \\ \text{egenkapital t-1}}} = \underbrace{(1 - feku_1) * fekr_{t-1}}_{\substack{\text{En minus det} \\ \text{fullstendige} \\ \text{utdelingsforholdet} \\ \text{multiplisert med} \\ \text{fullstendig} \\ \text{egenkapitalrentabilitet} \\ \text{på inngående kapital}}}$$

Fullstendig egenkapitalvekst	2003	2004	2005	2006	2007	2008	T2009	Snitt
Fullstendig tilbakeholdsgrad	1,000	1,000	-1,361	1,000	7,618	1,000	1,000	1,608
* Fullstendig egenkapitalrentabilitet	0,098	0,155	0,018	0,106	-0,015	-0,261	0,160	0,037
= Fullstendig egenkapitalvekst	0,098	0,155	-0,025	0,106	-0,115	-0,261	0,160	0,060

Tabell 9.36 Fullstendig vekst i egenkapitalen Utkilen

Det utbetales utbytte kun i 2005 og 2007 for Utkilen. Et fullstendig nettoresultat til egenkapitalen som er lavere enn utbetalt utbytte fører til at vi får en noe spesiell tilbakeholdsgrad, og et snitt for tilbakeholdsgraden som ikke er representativt for den videre perioden. En kan her heller sammenligne tilbakeholdsgraden med bransjesnittet, eller utarbeide et gjennomsnitt for fullstendig nettoresultat over analyseperioden, og benytte dette i formelen. Likevel velges det her å se bort fra disse korrigeringsene, da den fullstendige veksten i egenkapitalen er av liten betydning for den videre analysen. Ved fundamental verdsettelse er det den normaliserte veksten i egenkapitalen som er representativ for den videre veksten. Den normaliserte veksten finnes ved å justere den fullstendige veksten i egenkapitalen for unormale poster da disse ikke anses som relevant for fremtiden. Unormale poster kan her ha sine kilder fra utbetaling av unormalt utbytte/kapitalinnskudd eller en unormal rentabilitet. Den normaliserte veksten kan vi finne ut fra formelen:

$$ekv_t = \underbrace{(1 - eku_t)}_{\substack{\text{1-normalisert} \\ \text{utdelingsforhold} \\ \text{eku = foreslått} \\ \text{utbytte/nettoresultat} \\ \text{til egenkapitalen}}} * \underbrace{ekr_t}_{\text{Egenkapitalrentabilitet}}$$

I tabellen under vises resultatet av veksten i egenkapitalen gjennom analyseperioden:

Normalisert egenkapitalvekst Utkilen	2003	2004	2005	2006	2007	2008	T2009	Snitt
Normalisert tilbakeholdsgrad	0,798	0,798	0,798	0,798	0,798	0,798	0,798	0,798
* Normalisert Ek-rentabilitet	-0,074	0,113	0,036	0,079	0,200	0,076	-0,041	0,055
= Normalisert EK-vekst	-0,059	0,090	0,028	0,063	0,159	0,060	-0,033	0,044

Tabell 9.37 Normalisert egenkapitalvekst for Utkilen

Normalisert egenkapitalvekst bransjen	2003	2004	2005	2006	2007	2008	T2009	Snitt
Normalisert tilbakeholdsgrad	0,590	0,590	0,590	0,590	0,590	0,590	0,590	0,590
* Normalisert egenkapitalrentabilitet	-0,092	0,079	0,137	0,106	0,113	0,053	0,022	0,060
= Normalisert egenkapitalvekst	-0,054	0,046	0,081	0,063	0,067	0,031	0,013	0,035

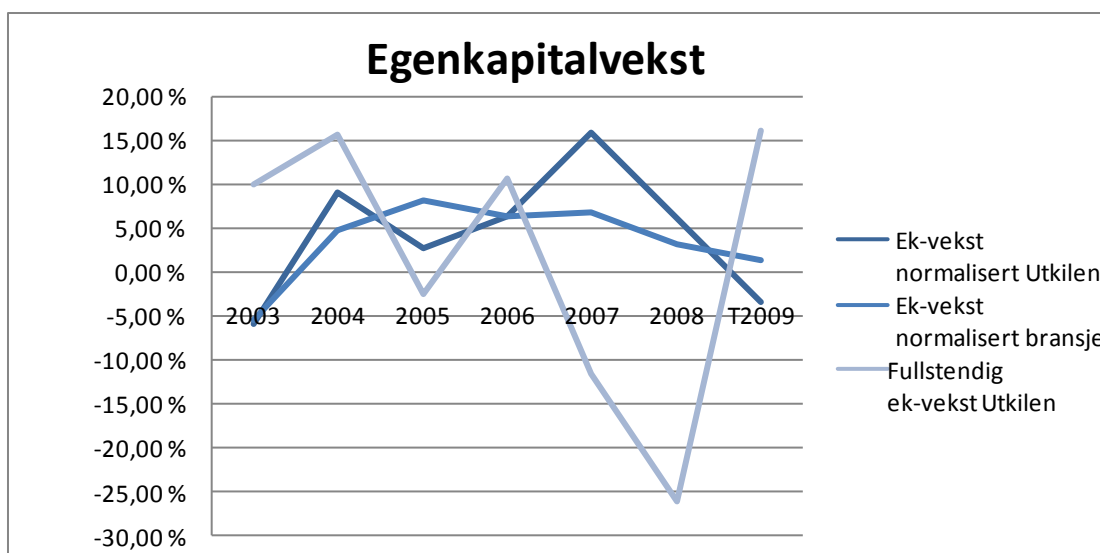
Tabell 9.38 Normalisert egenkapitalvekst for bransjen

Ved å gjøre en sammenligning av den normaliserte egenkapitalveksten for Utkilen og bransjen så finner vi en viss korrelasjon, men samtidig større volatilitet i resultatet til Utkilen. Utkilens normaliserte egenkapitalvekst for perioden ligger 0,9 % over snittet for bransjen, noe som er et resultat av større tilbakeholdsgrad i Utkilen, og ikke høyere egenkapitalrentabilitet. Den negative utviklingen i økonomien fra 2008 og frem til trailingåret har også medført at trenden for både Utkilen og bransjen er nedadgående, hvorav det for Utkilen er estimert med en negativ egenkapitalvekst i 2009.

At et familieeid selskap har større tilbakeholdsgrad enn et børsnotert selskap er helt normalt, da familieeide selskaper ofte benytter selskapet som en sparebørse for familieformuen og ikke har samme behov for å tilfredsstille mindre egenkapitalinvestorer¹⁰⁰. Tilbakeholdsgraden for Utkilen ligger her på hele 79,8 % i analyseperioden, mot 59 % i bransjen. Snittet for selskapene på Oslo Børs var til sammenligning i perioden 1993-2008 58,1 %. Veksten i egenkapitalen, og en høy tilbakeholdsgrad anses her som positivt for Utkilen, og dette er dermed med på å dempe den fremtidige finansielle risikoen rundt selskapet. Likevel kan det oppstå en risiko for at selskapet må sette i gang prosjekt med lav internrente for å skape avkastning på overflødig kapital.

I graf 9.42 ser vi hvordan den fullstendige egenkapitalveksten svinger mye mer enn hva den normaliserte gjør, noe som er med på å underbygge at den normaliserte egenkapitalveksten er et bedre mål for fremtidsregnskapet. Her ser vi også i hvilken grad de normaliserte resultatene for Utkilen og bransjen korrelerer.

¹⁰⁰ Personlig økonomi (Boye) (2006)



Figur 9.42 Fullstendig og normalisert egenkapitalvekst Utkilen v. s. normalisert i bransjen

9.2.2 Analyse av resultatvekst

I tabellen er 2004 satt som utgangspunkt for analysen. Dette virker noe unaturlig i og med at analyseperioden for resten av oppgaven er satt til 2003. 2003 viste seg imidlertid å være et hardt år for Utkilen med underskudd både i driftsresultatet og nettoresultatet til egenkapitalen, noe som gjør at videre beregninger ut fra like negative poster blir vanskelig.

2004 settes dermed som start år, og postene her settes til 1 (100 %). For de resterende analyseårene vil utviklingen vises i forhold til postene dette året.

Driftsinntektene hadde en gradvis økning frem mot 2006, men har siden den gang hatt en negativ trendutvikling. 2009 er i mine prognoser estimert til å bli et svakt år for Utkilen. Selskapet har tilbakelevert flere innleide skip, og resterende flåte møter hard konkurranse i markedet samtidig med at ratene er lave. Fraktinntektene estimeres dette året til å komme inn langt under nivået for 2004. Kostnadene har hatt en korrelert utvikling med driftsinntektene, men flere kostnader med lang reverseringstid fører til at utviklingen ikke blir stor nok til å utjevne tapet i driftsinntektene for 2009. Som vi ser i tabell 9.39 så går også trendutviklingen for driftsresultatet nedover, og havner for 2009 på -164 % av driftsresultatet for 2004.

Posten for unormale finanskostnader varierer også stort. Posten for 2004 var svært lav, noe som medfører at korrigering for blant annet unormal disagio/agio i 2008-2009 gir store utslag målt prosentvis opp mot startåret. I 2004 ble det heller ikke betalt ut utbytte, noe som gjør at

en prosentvis måling av betalt utbytte senere år blir umulig. Disse postene er satt til X i trendresultatet.

Trendresultat	2004	2005	2006	2007	2008	T2009
Fraktinntekter	1,00	1,02	1,13	1,08	1,04	0,79
+ Andre inntekter	1,00	1,14	0,90	0,78	1,29	0,97
= Sum driftsinntekter	1,00	1,02	1,13	1,07	1,05	0,79
Lønnskostnader	1,00	0,89	1,18	1,29	1,52	1,30
+ Avskrivninger	1,00	0,96	1,64	1,68	1,77	1,98
+ Reiseavhengige andre kostnader	1,00	1,38	1,55	1,33	1,55	1,29
+ Andre driftskostnader	1,00	0,89	0,80	0,73	0,58	0,44
= Sum driftskostnader	1,00	1,02	1,09	1,00	1,00	0,84
= Driftsresultat egen virksomhet	1,00	1,12	3,32	5,30	3,67	-1,64
- Driftsrelatert skattekostnad	1,00	1,12	3,32	5,30	3,67	-1,64
= Netto driftsresultat egen virksomhet	1,00	1,12	3,32	5,30	3,67	-1,64
+ Ord.nettoresultat tilknyttet selskap	1,00	0,33	0,61	1,01	0,31	0,64
= Netto driftsresultat	1,00	0,48	1,13	1,84	0,96	0,20
+ Netto finansinntekt	1,00	1,14	0,39	1,76	0,49	0,68
= Nettoresultat til sysselsatt kapital	1,00	0,59	1,00	1,83	0,88	0,28
- Netto finanskostnader	1,00	1,42	2,26	2,21	2,58	2,37
- Netto minoritetsresultat	1,00	0,60	0,10	0,66	-0,67	0,09
= Netto resultat til egenkapital	1,00	0,35	0,78	1,91	0,63	-0,31
+ Unormalt netto driftsresultat	1,00	-0,51	0,81	-6,14	-4,50	0,66
+ Unormalt netto finansresultat	1,00	-13,65	33,77	-19,73	3091,31	-2118,46
= Fullstendig nettoresultat til EK	1,00	0,14	0,77	-0,12	-1,97	0,83
- Netto betalt utbytte	1,00	X		X		
= Endring i EK	1,00	-0,19	0,77	-0,93	-1,97	0,83

Tabell 9.39 Trendresultat for Utkilen 2004-T2009

Driftsinntekten kan bli sett på som en budsjettdriver, og gir oss nyttig informasjon til fremskrivingen senere i analysen. Ut fra denne ser vi at Utkilen hadde en sterk ekspansjonsrate i perioden 2003-2006. I perioden frem til 2007 utvidet selskapet driftsflåten fra 16 skip opp til hele 25 skip. Samtidig bidro en sterk utvikling i ratene til at selskapet i perioden hadde en imponerende utvikling i driftsinntektene. Fra 2007 avtok derimot ratene, samtidig som at Utkilen har sagt opp leieavtalene på flere av sine skip, noe som sammen med lave rater og befraktningsvolum fører til en nedadgående trend i driftsinntektene. Også bransjen har opplevd en positiv utvikling frem til 2008, men også her merkes

finanskrisen og det estimeres med en nedgang på 14,3 % for 2009. I perioden som helhet klarte Utkilen likevel å tilegne seg en høyere vekst i driftsinntektene versus bransjen. Utkilens gjennomsnittlige vekst ble 5,1 %, mens bransjen kun klarte 2,3 %.

Driftsinntektsvekst	2003	2004	2005	2006	2007	2008	T2009	Snitt
Utkilen	0,140	0,411	0,021	0,108	-0,047	-0,033	-0,244	0,051
Bransjen	0,110	-0,052	0,004	0,023	0,094	0,123	-0,143	0,023

Tabell 9.40 Vekst i brutto driftsinntekter Utkilen v. s bransjen 2003-2004

9.3 Vekstanalyse oppsummert

Selskapets beregnede langsiktige vekst blir i denne analysen satt til 5 %, noe som er litt under den estimerte veksten for bransjen. Hovedgrunnen til dette ser vi ut fra bransjens ekspansjon til nye marked, deriblant Asia som vil ha en høyere vekst i BNP sett i forhold til Europa de kommende årene. Utkilen har ingen planer om å satse på disse markedene.

Normalisert egenkapitalvekst for Utkilen er beregnet til 4,4 % over analyseperioden. Dette er 0,9 % over bransjesnittet, noe som skyldes en høyere tilbakeholdsgrad hos Utkilen. At selskapet satser på bevaring av midler i selskapet er et godt tegn for risikoen, men kan igjen føre til en lavere rentabilitet dersom selskapet ikke får til å skape en like høy avkastning på disse via investeringer og nye prosjekter sammenlignet med den eksisterende driften. For Utkilen er ikke egenkapitalgraden høy, og selskapet går inn i en vanskelig periode. Uttak fra selskapet bør derfor ikke prioriteres de kommende årene. Trenden for alle vekstfaktorene viser en relativ lik utvikling for Utkilen. Selskapet hadde i snitt en positiv trend fra 2003-2006, men trenden har nå snudd mye grunnet den generelle økonomiske utviklingen, fallende industriproduksjon og en økning i tilbudt tonnasje som overskrider utviklingen i etterspørselen, noe som igjen har medvirket til lavere rater. For Utkilen har fraktinntektene falt mye de siste 2 årene, samtidig som at selskapet sliter med å redusere kostnadene tilsvarende. Driftsinntektene ligger under nivået for 2004, men dersom vi sammenligner med utviklingen fra 2003 så har selskapet hatt en gjennomsnittlig årlig vekst på 5,1 % noe som stemmer godt overens med den fremtidige langsiktige forventede veksten. Selskapet presterer også her noe over bransjens gjennomsnittlige utvikling i samme periode.

10. Fremtidsregnskap

For å kunne gjennomføre en fundamental verdsettelse er vi nødt til å utarbeide budsjettering og fremskriving av selskapets regnskap. Budsjetteringen vil bygge på den strategiske analysen utført tidligere i oppgaven samt forholdstallsanalysene vedrørende risiko, lønnsomhet og vekst. I tillegg vil den generelle forventningen til videreutviklingen for bransjen vektlegges som en egen faktor. Budsjetteringen blir estimert frem til periode T hvor bedriften oppnår en steady state posisjon. I budsjetteringsperioden kan vi benytte oss av variable vekstfaktorer, men når steady state blir oppnådd estimeres det videre (T+1) med faste vekstfaktorer gjennom de mest sentrale verdidriverne.

10.1 Budsjettering og budsjetthorisont

Budsjetthorisonen (T) påvirkes av to forhold:

1. Tid til "steady state"

Med steady state menes det punktet der det kan forventes en vekst i selskapet som er tilnærmet konstant med veksten i verdensøkonomien. Volatiliteten i selskapets verdidrivere, selskapets mål for lønnsomhet og hvor selskapet befinner seg på livssyklusstadiet¹⁰¹ er faktorer som virker inn på estimert tid til steady state. I den strategiske analysen vurderte vi Utkilen til å være i en tidlig modningsfase, og forholdstallsanalysene viser en viss volatilitet i selskapets resultater. Utkilen er likevel i en posisjon der de tydelig ønsker videre markedsvekst med levering av to nybygg i 2009, samt kontrahering av 3 skip som riktig nok har blitt kansellert grunnet økonomiske forhold på verftets side. Kjemikalietankbransjen går likevel mot en mer stabil vekst i fremtiden, da tonnasjen i markedet øker, samtidig som finanskrisen vil føre til en jevnere vekst i industriproduksjonen i fremtiden som følge av avversjon mot en ny overoppheting av markedet.

Ut fra dette mener jeg at et tidsperspektiv på 8 år frem til steady state kan være et passende estimat.

¹⁰¹ Damodaran (2002)

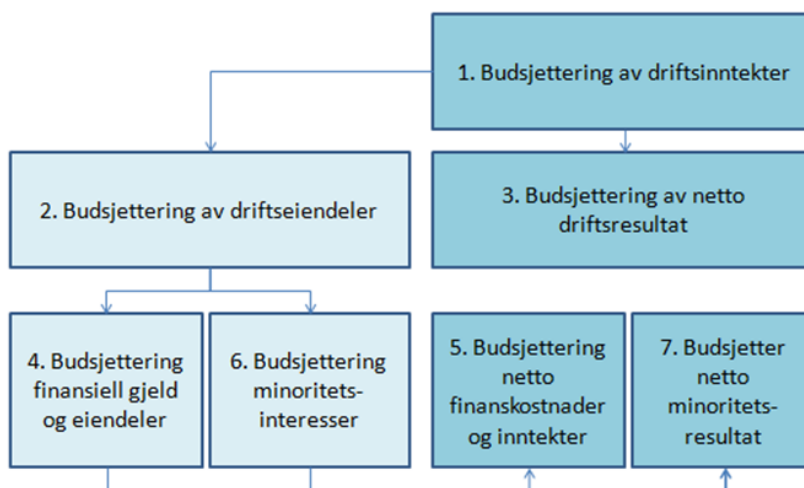
2. Kvaliteten på regnskapsføringen

Dess bedre regnskapsføringen er, jo kortere trenger budsjetthorisonen å være for å kunne fange opp verdiene¹⁰².

Følgende retningslinjer er gitt for tidshorison versus kvaliteten på regnskapet:

Objektiv verdibasert regnskap	tid til T = 0
Subjektiv verdibasert regnskap	tid til T = 0 - 6
Korrekt historisk kost regnskap	tid til T = 4 - 10
God regnskapsskikk	tid til T = 6 - 16
Kontantprinsipp	tid til T = 8 - 24

Utkilen fører sine regnskap etter regnskapslovens regler og god regnskapsskikk i Norge, og ut fra de generelle retningslinjene rundt budsjetthorison vil denne type regnskapskvalitet tilsi budsjettering i 6-16 år. I tillegg er det svært lite immateriell verdiskaping i kjemikalietankbransjen og hos Utkilen. Lav grad av immaterielle poster gir regnskapet større pålitelighet og dermed høyere kvalitet. Budsjetthorisonen settes ut fra disse faktorene til 9 år.



Figur 10.43 Rammeverket for budsjettering frem til budsjetthorison

Ut fra rammeverket for budsjettering ser vi behov for ulik informasjon for å kunne gjøre en fullstendig fremskriving. Modellen kan utvides ytterligere, men da det ikke er bevist at en mer

¹⁰² Knivsflå Bus 425 (2006)

komplisert modell gir en bedre fremskrivingsevne, så forholder jeg meg her til modellen i figur 10.43 hvor følgende ni budsjett drivere¹⁰³ danner grunnlaget for rammeverket:

1. Vekst i driftsinntekter
2. Omløpshastigheten til netto driftseiendeler
3. Netto driftsmargin
4. Finansiell gjeldsandel
5. Finansiell eiendelsandel
6. Finansiell gjeldsrente
7. Finansiell eiendelsrente
8. Minoritetsandel
9. Netto minoritetsrentabilitet

Steg 1: Vekst i driftsinntektene

Veksten i driftsinntekten kan beregnes ut fra følgende formel:

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

Industriproduksjonen for OECD-landene har siden 3 kvartal 2006 hatt avtagende vekst. 2 kvartal 2008 kom den virkelige effekten av finanskrisen, noe som medførte en negativ utvikling i produksjonen, en utvikling som nådde bunnen 1.kvartal 2009 da fallet var på over 8 % sett i forhold til foregående kvartal. Trenden peker nå svakt oppover, men produksjonen ligger likevel langt under normalen før finanskrisen. Effekten av nedgangen i industrien forventes dermed å ramme kjemikalietankbransjen også utover i 2010, men det forventes likevel en vekst i forhold til 2009.

Prognoser SSB	2009	2010	2011	2012
BNP Fastlands-Norge	-1,2	2,1	2,9	3,2
Arbeidsledighet	3,3	3,9	4	3,8
KPI vekst	1,9	0,9	2	2,6
Lønn, normalårsverk	4	3,7	3,7	4,2

Tabell 10.41 Estimert utarbeidet av SSB

Også for BNP i fastland-Norge er det forventet en oppgang i årene som kommer. For 2010 er

¹⁰³ Penman (2004)

det forventet en oppgang på 2,1 % og denne skal stige gradvis fremover mot 2012.

Konsumprisindeksen er forventet å ha en svært lav vekst i 2010, før denne følger samme trend som for BNP og stiger gradvis raskere mot 2012.

Geir Teisklub som er leder for Omya's (Utkilens største enkeltkunde) logistikkavdeling uttalte seg i oktober 2009, der han kunne fortelle at det var forventet en nedgang på hele 25 % for 2009 i forhold til 2008, og at et produksjonsnivå tilsvarende det selskapet oppnådde i 2008 ikke kunne forventes igjen før i 2011/2012. En slik nedgang rammer Utkilen som befrakter, da det kan bli vanskelig å fornye de langsiktige kontraktene som forfaller i dette tidsrommet. Som tidligere nevnt er det forventet en økning i tonnasje som overskrider den forventede volumsøkningen i befraktede kjemikalier. Vi ser stadig flere kanselleringer av kontrakter på levering av tonnasje, men det blinker fremdeles en rød varselampe rundt tallene.

Ut fra disse opplysningene analyseres veksten å gradvis skulle ta seg opp igjen til normal trend i 2012. Samme året er det forventet en nedgang i arbeidsledigheten, noe som igjen tyder på stabilisering i den økonomiske utviklingen. Å estimere en normalisert trend for Utkilen over perioden er vanskelig, da estimeringsperioden befinner seg midt inne i en nedgangskonjunktur. I perioden 2004-2006 oppnådde Utkilen en vekst i driftsinntektene på hele 6,5 %. For perioden som helhet fra 2003-T2009 ser vi at veksten i driftsinntektene kun er på 1,85 %, mot 2,1 % for bransjen.

Helhetlig har bransjen hatt en noe høyere vekst enn Utkilen, og med skip i linjefart i blant annet vekstområder som Asia kan det forventes en noe høyere vekst i *eksisterende* flåte på helt kort sikt. Som en del av sin strategi har imidlertid Utkilen valgt å tilpasse sin flåtekapasitet før nedgangstiden, noe som gjør at de dags dato opererer med en mindre flåte i et krevende marked. Det forventes likevel at disse skipene vil bli leid tilbake, i tillegg til at Utkilen ved inngangen av 2010 vil være i besittelse av to nye skip i sin eierportefølje noe som gir Utkilen en høyere vekst i driftsinntekt sammenlignet med bransjen. Utkilen opererer også i et svært konjunkturutsatt område som har opplevd stor nedgang siste to årene. Denne trenden er imidlertid forventet reversert når økonomien tar seg opp igjen på lengre sikt. En middelhøy vekstrate i driftsinntektene kan dermed forventes på kort til mellomlang sikt for så å konvergere mot en langsiktig vekst på 5 % som vi konkluderte med tidligere under vekstanalysen punkt 9.1.

Vekst i driftsinntekter	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Utkilen	0,09	0,11	0,15	0,12	0,105	0,0805	0,06	0,05	0,05
Bransjen	0,05	0,08	0,1	0,1	0,1	0,08	0,06	0,05	0,05

Tabell 10.42 Vekst i driftsinntektene for Utkilen og bransjen

Driftsinntektene stiger her relativt kraftig frem mot 2012, mye grunnet flåteekspansjon, forventninger og økt kvantum av innleid tonnasje etter hvert som blant annet Omya's produksjon øker, samt forventninger om økning i industriproduksjonen. Videre forventes det en generell utflating mot steady state og den generelle veksten i verdensøkonomien.

Steg 2: Omløpshastigheten til netto driftseiendeler

Tidligere i analysen regnet jeg ut omløpshastigheten til driftseiendelene ved hjelp av følgende formel:

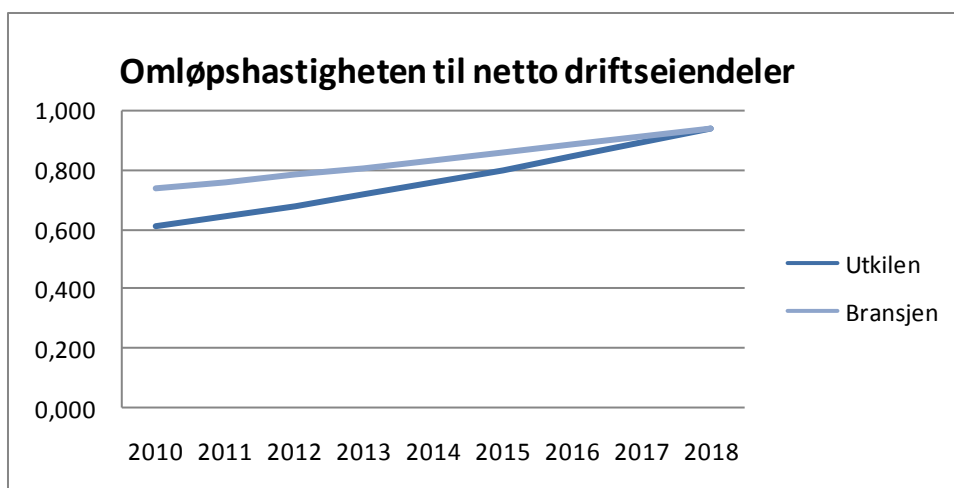
$$onde_t = \frac{DI_t}{NDE_{t-1}}$$

Resultatet ble en stigendes omløpshastighet i perioden frem til 2005 da omløpshastigheten var 1,98. Trendutviklingen har siden vært fallende frem til trailingåret i 2009 da omløpshastigheten hadde falt med over 70 % fra toppåret ned til 0,53. Snittet for Utkilen på 1,152 ligger godt over bransjesnittet på 0,72, likevel ser vi at Utkilens omløpshastighet opplever et mye større fall enn for bransjen der det har vært liten grad av volatilitet. Som tidligere nevnt opplever Utkilen et fall i omløpshastigheten av to hovedgrunner. Selskapets driftsinntekter har hatt en negativ trend siden 2006, og korrigeres ytterligere ned for trailingåret grunnet rateutvilking, tilbakelevering av innleide skip samt et vanskelig spotmarked. En annen vesentlig faktor finner vi gjennom utviklingen av netto driftseiendeler som siden 2005 har steget med hele 266 % grunnet blant annet nyinvesteringer. Forventninger om økte driftsinntekter, samt få nyinvesteringer på kort sikt gir forventninger om en positiv utvikling av omløpshastigheten.

For bransjen er det vanskelig å estimere en sikker trendutvikling, men det er forventet at snittet for bransjen vil ta seg noe opp sammen med de økonomiske utsiktene. Jeg velger her å sette den langsiktige likevekten lik 0,82 for bransjen, og forventer at Utkilen over tid vil få en gradvis oppgang mot langsiktige estimerte onde for bransjen. For Utkilen gir dette en lineær vekst på 5,5 % mot 3 % for bransjen, slik at disse konvergerer mot hverandre på lang sikt.

Vekst onde	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Utkilen	0,612	0,646	0,681	0,719	0,758	0,800	0,844	0,890	0,940
Bransjen	0,742	0,764	0,787	0,810	0,835	0,860	0,886	0,912	0,940

Tabell 10.43 onde i Utkilen og bransjen



Figur 10.44 Omløpshastigheten til netto driftseiendeler grafisk

Steg 3: Netto driftsmargin

Netto driftsmarginen er et forholdstall beregnet ut fra følgende formel:

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

Ved å dele det estimerte netto driftsresultatet på den tidligere estimerte driftsinntekten, så sitter vi igjen med et estimert anslag for den fremtidige netto driftsmarginen for Utkilen. For Utkilen ble det beregnet en gjennomsnittlig driftsmargin over analyseperioden på 5,2 %, hvorav selskapet i perioden overgikk dette snittet i perioden 2006 – 2008. Sett bort i fra den noe spesielle utviklingen fra midten av 2008 – T2009, så har Utkilen vist en positiv utvikling i netto driftsmarginen siden 2005. Det er ventet en økning i selskapets driftsinntekter grunnet en forventet bedring i markedet, samt økt flåtekapasitet hvorav gjennomsnittlig tonnasje for skipene stadig er økende, noe som medfører en effektivisering av driften. Ekspertene har ulike formeninger om konjunkturutviklingen, og ikke minst hvor lang tid det vil ta før industriproduksjonen tar seg opp igjen til 2006-2007 nivået.

Ut fra ulike vurderinger ser jeg en utvikling i ratene som gradvis vil ta seg opp mot 2012. Netto driftsresultat for 2010 og 2011 vil dermed forbedre seg, men likevel ligge under snittet for analyseperioden. For bransjen er det ventet en hurtigere vekst i netto driftsmargin i perioden frem mot 2012, grunnet deres tilstedeværelse i blant annet Asia og Oseania. Nøkkeltall som blant annet BNP-utvikling og industriproduksjon tyder på at disse geografiske områdene tidsmessig vil komme tidligere ut av den finansielle krisen sett i forhold til majoriteten av de nordeuropeiske landene. Markedet forventer en positiv utvikling i de videre

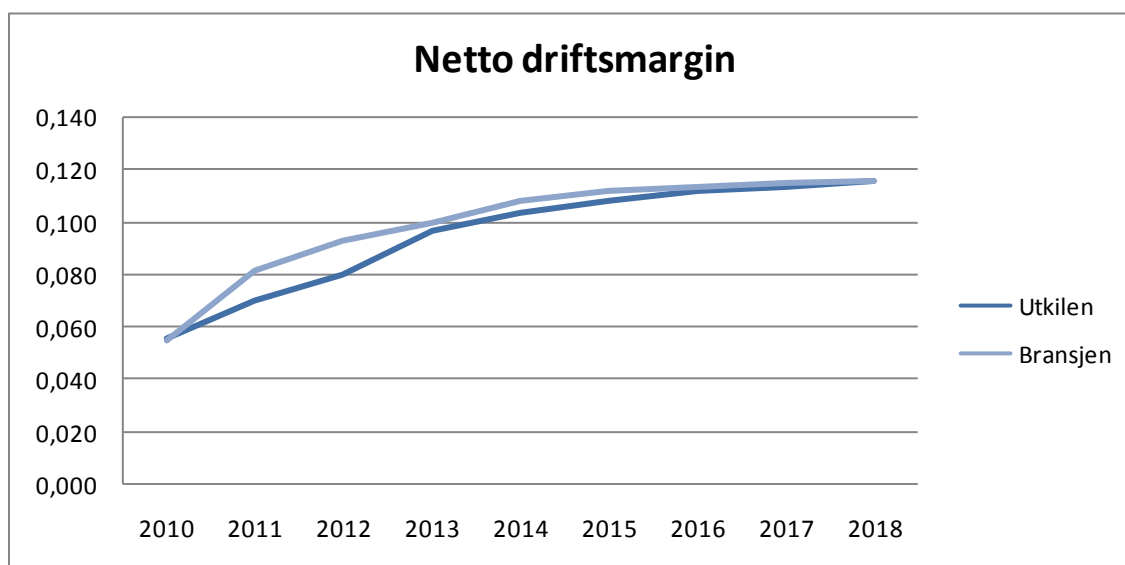
årene, noe jeg også tar hensyn til i mine vurderinger fremover.

På sikt vil likevel netto driftsmarginen konvergere mot hverandre.

Netto driftsmarginen i analyseperioden bærer preg av delvis estimering i en nedgangskonjunktur. Den langsiktige likevekten forventes dermed å ligge over snittet for 2003 – T2009 perioden da vi har en analyseperiode som ikke får med hele oppgangen i syklusen. Den langsiktige netto driftsmarginen for bransjen settes her til 11,6 %, og Utkilen vil gradvis nærme seg samme netto driftsmargin.

Netto driftsmargin	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Utkilen	0,055	0,070	0,080	0,097	0,104	0,108	0,112	0,114	0,116
Bransjen	0,060	0,082	0,093	0,100	0,108	0,112	0,114	0,115	0,116

Tabell 10.44 Netto driftsmargin Utkilen og bransjen



Figur 10.45 Netto driftsmargin grafisk

Steg 4: Finansiell gjeldsandel

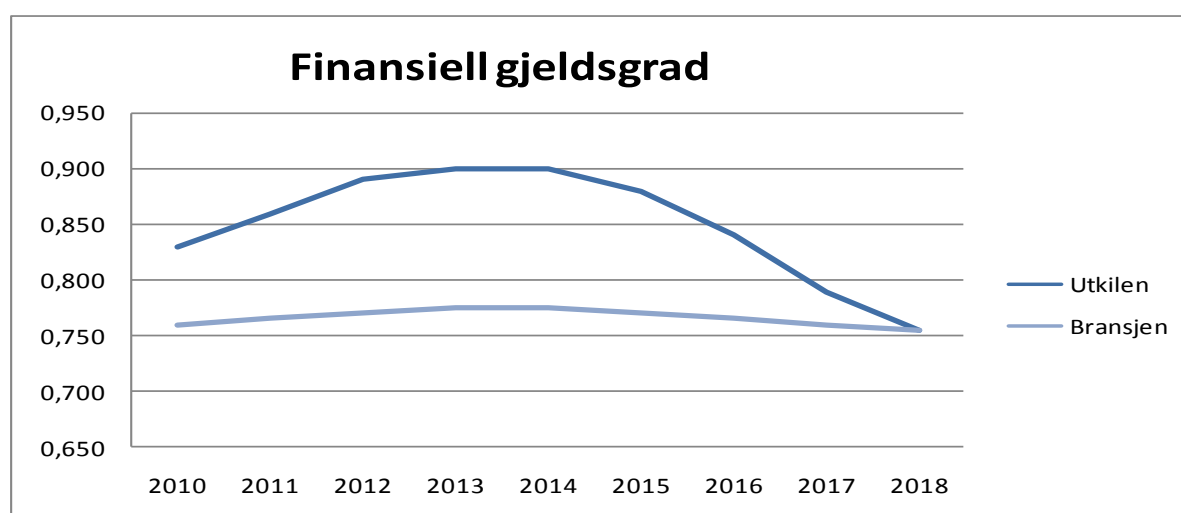
Finansiell gjeldandel sier hvor stort forholdet er mellom den finansielle gjelden og netto driftseiendeler. Finansiell gjeldsgrad beregnes ut fra følgende formel:

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

Fra 2004 har Utkilen vist en jevnt stigende trend for den finansielle gjeldsgraden. I 2004 var gjelden 37,9 % av netto driftseiendeler mot ca 83 % for trailingåret 2009. Stigningen kommer som et resultat av økt prosentandel finansiering av nyinvesteringer med finansiell gjeld, sett i forhold til 2004 da den finansielle gjeldsgraden var rekordlav. For 2010 er det forventet en utflatning i gjeldsgraden da flere banker krever tilbakebetaling av lån grunnet fall i driftsmidlene som stilles som sikkerhet. samtidig forventes et fall i netto driftseiendeler grunnet blant annet avskrivninger, og lav forventning om ytterligere nyinvesteringer i 2010. Behov for ytterligere kapital til drift, innlån av skip og investeringer etter hvert som markedet tar seg opp fører til at gjeldsgraden øker ytterligere frem mot 2012-2013. Det forventes at Utkilen etter hvert som inntjeningen øker benytter deler av overskuddet til nedbetaling av finansiell gjeld, og en økning i egenkapitalfinansierte investeringer. Jevnere inntjening er dermed med på å bringe den finansielle gjeldsgraden ned mot bransjesnittet i steady state. Bransjen har i perioden et vektet snitt på 72,6 % over analyseperioden, og med et estimert snitt på 75,7 % for 2009. Bransjen har i tillegg en svært stabil utvikling med en liten oppgang de siste årene. Det forventes dermed at den finansielle gjeldsgraden for Utkilen og bransjen vil nærme seg hverandre på lang sikt.

Finansiell gjeldsgrad	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Utkilen	0,830	0,860	0,890	0,900	0,900	0,880	0,840	0,790	0,755
Bransjen	0,760	0,765	0,770	0,775	0,775	0,770	0,765	0,760	0,755

Tabell 10.45 Finansiell gjeldsdel Utkilen og bransjen



Figur 10.46 Finansiell gjeldsgrad grafisk

Steg 5: Finansiell eiendelsandel

De finansielle eiendelene er et forholdstall mellom et selskaps finansielle eiendeler vektet opp mot netto driftseiendelene. Dette kommer frem av formelen under:

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

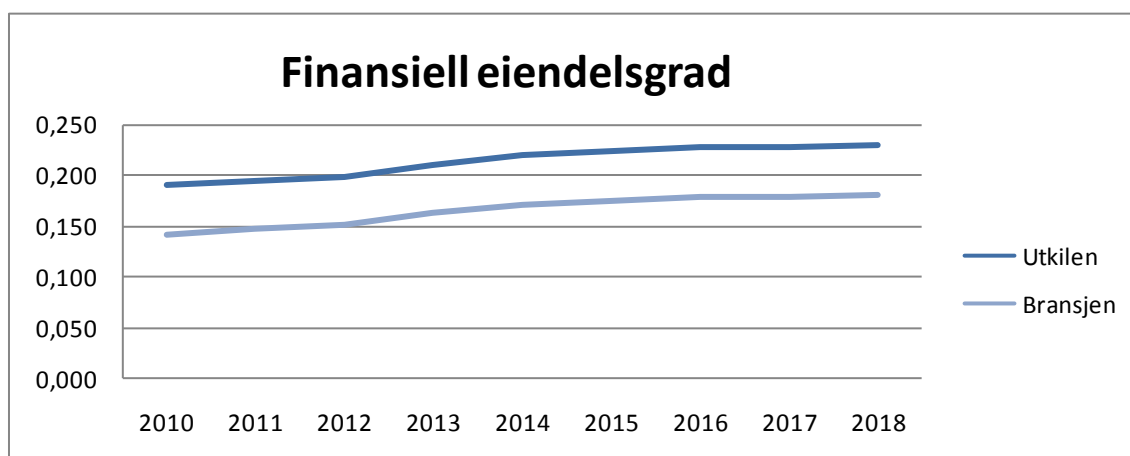
Andel av finansielle eiendeler har vist en volatil utvikling i analyseperioden. Andelen har vært høyest i årene 2005 og 2007, først og fremst grunnet en sterk vekst i selskapets bankinnskudd grunnet salg av skip. Kapitalen har så blitt benyttet til nyinvesteringer neste år, noe som gir en tilbakegang i de finansielle eiendelene. Likvide midler grunnet salg av skip gir dermed en høy påvirkning av de finansielle eiendelene, noe som gjør at det blir vanskelig å estimere en nøyaktig trend. Selskapets svake resultat i tillegg til nyinvestering i to skip har ført til en svært lav grad av finansielle eiendeler de to siste årene. Utkilen har ingen planer om nyinvesteringer på helt kort sikt, samtidig som det er forventet en bedring i resultatet frem mot 2012. Etter min mening vil faktorene over bidra til en økning i de finansielle eiendelene gitt at det ikke blir gitt for store utbytter til selskapets aksjonærer. Over perioden oppnår Utkilen et snitt på 27,9 % finansiell eiendelsgrad. For bransjen ligger snittet på 18,7 % noe som også stemmer god overrens med tidligere nevnte opplysninger om at familie eide selskaper ofte benytter sine selskaper som sparebørser for familieformuen. Det forventes i fremtiden at Utkilen vil oppnå et finansielt eiendelsnitt som ligger ca 5 % over bransjens på lang sikt, noe som her kan begrunnes med bruken av private selskaper som ”sparebørser” for kapitalbeholdning.

Snittet for bransjen ved utgangen av 2009 er estimert til 13,4 %. Det forventes at Utkilens finansielle eiendelsgrad vil korrelere med bransjens fremover i tid, og at de på kort sikt holder seg stabile, mot en økning på lang og mellomlang sikt grunnet en bedring i resultatutviklingen.

Finansiell eiendelsgrad	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Utkilen	0,191	0,194	0,198	0,210	0,220	0,224	0,228	0,229	0,230
Bransjen	0,142	0,148	0,152	0,163	0,170	0,175	0,178	0,179	0,180

Tabell 10.46 Finansiell eiendelsgrad Utkilen og bransjen

Det skal her sies at nyinvesteringer delvis finansiert med likvide midler, salg av skip, utbytter osv vil påvirke den finansielle eiendelsgraden, noe som gjør den til et forhåndstall det er vanskelig å estimere.



Figur 10.47 Finansiell eiendelsgrad grafisk

Steg 6: Finansiell gjeldsrente

Et selskaps finansielle gjeldsrente kan estimeres ut fra følgende formel:

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

I teori for fremtidig budsjettering antas det på to vilkår at den finansielle renten kan settes lik netto finansielt gjeldskrav for fremtiden. Antagelsen er naturlig da renten og kravet over tid vil konvergere naturlig mot hverandre. Vilklårene for at en slik regel skal kunne benyttes er et velfungerendes kapitalmarked, samt at selskapets netto finansielle gjeld er balanseført til beste estimat for virkelig verdi¹⁰⁴. For Utkilen antas det at vilklårene over tid vil være oppfylt, og kravet benyttes altså videre i denne analysen som finansiell gjeldsrente.

Finansiell gjeldsrente	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Utkilen	0,033	0,042	0,054	0,052	0,055	0,054	0,054	0,047	0,047

Tabell 10.47 Finansiell gjeldsrente

Som vi ser senere i kapittel 10.2 får vi et stigende finansielt gjeldskrav/rente frem mot 2014 grunnet en forventet økning i den fremtidige risikofrie renten, samtidig som det forventes en høyere gjeldsbeta på sikt.

¹⁰⁴ Penman (2004)

Steg 7: Finansiell eiendelsrente

Forholdstallet for finansiell eiendelsrente påvirkes av de to faktorene netto finansinntekter og finansielle eiendeler. Dette gir følgende formel for finansiell eiendelsrente:

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

På samme måte som for den finansielle gjeldsrenten kan også finansiell eiendelsrente settes lik kravet så lenge de to tidligere gitte antagelsene er oppfylt, noe vi konkluderte med i steg 6. Finansiell eiendelsrente settes dermed lik kravet. Utrekningen er her vist under punkt 10.2

Finansiell eiendelsrente	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Utkilen	0,017	0,022	0,028	0,035	0,037	0,037	0,037	0,037	0,038

Tabell 10.48 finansiell eiendelsrente

Det estimeres i budsjettperioden med en rentabilitet som tilsvarer kravet. Det forventes dermed ingen superrentabilitet i de finansielle eiendelene i tiden som kommer. Det er forventet en gradvis økning i rentabiliteten frem mot 2018, noe som kommer av en forventet renteøkning samt en høyere finansiell eiendelsbeta grunnet estimert større investeringsprosent.

Steg 8: Minoritetsandel

Minoritetsandelen finner en her ved å beregne minoritetens andel av netto driftseiendeler ut fra følgende formel:

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

Utkilens minoritetsandel har i perioden 2005 – T2009 gradvis steget fra 4,4 % - 5,1 %. Trenden stemmer godt overrens med selskapets gjennomsnittlige minoritetsandel over perioden på 6,1 %. Jeg velger derfor at minoritetsandelen konvergerer mot den langsiktige minoritetsandel i analyseperioden. For selskapet kan det være en fordel å ha minoritetsandeler i perioder med relativ svak inntjening. I budsjettet velger jeg derfor å estimere med relativ høy vekst i perioden frem til 2012.

Minoritetsdel	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Utkilen	0,054	0,058	0,060	0,060	0,060	0,061	0,061	0,061	0,061

Tabell 10.49 Minoritetsandel Utkilen

Steg 9: Netto minoritetsrentabilitet

Budsjettdriverne for minoritetsrentabiliteten er netto minoritetsresultat dividert på inngående minoritetsinteresse:

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

Også her vil en kunne anta at det langsiktige minoritetskravet kan settes lik minoritetsrentabiliteten på langt sikt, gitt at kapitalmarkedet er velfungerende samt estimerte minoritetsinteresser ført til beste estimat nært virkelig verdi.

Beregningen av minoritetsrentabilitetskravet er vist under punkt 10.2. I beregningen er det her tatt hensyn til en ekstra illikviditetspremie på 3 %, noe som medfører at den forventede rentabiliteten/kravet til minoritetsinteressene blir noe høyere enn egenkapitalkravet.

Minoritetsrente	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Utkilen	0,153	0,162	0,173	0,178	0,178	0,173	0,166	0,160	0,156

Tabell 10.50 Minoritetsrente

Budsjettdriverne oppsummert

Budsjettdriverne	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Vekst i driftsinntekter	0,090	0,110	0,150	0,120	0,105	0,081	0,060	0,050	0,050	0,050	0,050
Utvikling i onde	0,612	0,646	0,681	0,719	0,758	0,800	0,844	0,890	0,940	0,940	0,940
Netto driftsmargin	0,055	0,070	0,080	0,097	0,104	0,108	0,112	0,114	0,116	0,116	0,116
Finansiell gjeldsgrad	0,830	0,860	0,890	0,900	0,900	0,880	0,840	0,790	0,755	0,755	0,755
Finansiell eiendelsgrad	0,191	0,194	0,198	0,210	0,220	0,224	0,228	0,229	0,230	0,230	0,230
Finansiell gjeldsrente	0,033	0,042	0,054	0,052	0,055	0,054	0,054	0,047	0,047	0,047	0,047
Finansiell eiendelsrent.	0,017	0,022	0,028	0,035	0,037	0,037	0,037	0,037	0,038	0,038	0,038
Minoritetsandel	0,054	0,058	0,060	0,060	0,060	0,061	0,061	0,061	0,061	0,061	0,061
Minoritetsresultat	0,153	0,162	0,173	0,178	0,178	0,173	0,166	0,160	0,156	0,156	0,156

Tabell 10.51 Budsjettdriverne oppsummert

10.2 Fremskrivning av avkastningskrav

For å kunne verdsette Utkilen har vi behov for å beregne avkastningskravene i budsjettperioden samt for den videre perioden utover budsjetthorisonten T. Kravene for finansiell gjeld, netto finansiell gjeld, netto driftskapital og egenkapital vil her estimeres ut på samme måte som tidligere i oppgaven, men det benyttes her inngående kapital og ikke gjennomsnittlig kapital slik det ble gjort i kapittel 7. Beregningen av avkastningskravet er også nødvendig da dette blir benyttet som neddiskonteringsfaktor senere i oppgaven.

10.2.1 Egenkapitalkravet

For å kunne estimere oss frem til et fremtidig egenkapitalkrav må vi først gjøre beregninger rundt en rekke ulike faktorer. Egenkapitalkravet beregnes her ut fra risikofri rente (r_f), egenkapitalbetaen (β), risikopremien til markedet ($r_m - r_f$), illikviditetspremien (λ) og den effektive utbytteskatten ($1-t$).

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

Beregning av risikofri rente

Foliorenten i Norge ligger i november 2009 på 1,50 %, noe som er historisk lav. Den lave renten er et resultat av en vanskelig kredittsituasjon i næringslivet, og et forsøk på å hindre resesjon og en kraftig økning i arbeidsledigheten. Ekspertene er samstemte i at renten over de neste årene skal økes kraftig, noe også Norges Banks rentebane klart viser. Her vises det til en gradvis oppjustering av rentenivået frem mot inngangen til 2012, da renten forventes å ha økt med 300 basispunkter til 4,5 %. Tre måneders Nibor korrelerer med denne renten, men ligger i snitt litt over foliorenten. Ved utgangen av oktober 2009 lå tre måneders Nibor på 2,01 %. Gjennomsnittlig rente har de siste 15 årene vært 4,89 %¹⁰⁵ noe som også stemmer godt overrens med Norges Banks fremtidige rentebane. Ved en estimert langsiktig Nibor på 4,9 % vil den risikofrie renten etter 10 % risikojustering og etter skatt tilsvare 3,18 %.

¹⁰⁵ http://www.norges-bank.no/templates/article____55483.aspx

Risikofri rente	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Nibor 3 mnd	0,0250	0,0320	0,0410	0,0500	0,0520	0,0510	0,0510	0,0500	0,0500	0,0490	0,0490
- Risikotillegg 10%	0,0025	0,0032	0,0041	0,0050	0,0052	0,0051	0,0051	0,0050	0,0050	0,0049	0,0049
= Risikofri rente før skatt	0,0225	0,0288	0,0369	0,0450	0,0468	0,0459	0,0459	0,0450	0,0450	0,0441	0,0441
- 28% skatt	0,0063	0,0081	0,0103	0,0126	0,0131	0,0129	0,0129	0,0126	0,0126	0,0123	0,0123
= Risikofri rente etter skatt	0,0162	0,0207	0,0266	0,0324	0,0337	0,0330	0,0330	0,0324	0,0324	0,0318	0,0318

Tabell 10.52 Risikofri rente

Beregning av markedspremie

Gjennomsnittlig risikopremie til markedet var over analyseperioden 5,1 %. Dette stemmer godt overrens med den forskning Thore Johnsen har kommet frem til i sine studier av risikofrirente for perioden 1900 – 2009. Snittet her tilsvarer ca 5 % og en risikopremie på 5,1 høres dermed rimelig fornuftig ut. Norge har i perioden lagt noe under snittet for risikopremier i forhold til resten av verden. Med stadig økt globalisering, tyder derfor mye på at Norge vil få en risikopremie som nærmer seg snittet for verden. Grunnet dette velger jeg derfor å oppjustere den langsiktige markedsrisikopremien til 6 %.

Beregning av betaverdier

Betaverdien for Utkilen ble i kapittel 7.1.3 beregnet ut fra bransjetall da Utkilen ikke har vært omsatt siden 2006. Miller & Modiglianis første teorem hevder at kapitalstrukturen ikke har innvirkning ved verdivurderingen av et selskap¹⁰⁶. Det velges derfor i det videre å fremskrive driftsbetaen fra trailingåret på 0,337 fremover og holde denne konstant i budsjettperioden. Ut fra denne forutsetningen har en mulighet til å beregne egenkapital og minoritetbetaen ut fra formelen:

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

Dette gir en egenkapitalbeta på 0,934 i 2010. Betaverdien stiger noe frem mot vendepunktet i 2013 og faller deretter ned til 0,709 i steady state grunnet en stadig lavere andel av netto finansiell gjeld.

¹⁰⁶ Penman (2004)

Egenkapitalbeta	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Egenkapitalbeta	0,934	1,009	1,094	1,087	1,053	0,980	0,869	0,768	0,709	0,709	0,709
* Egenkapitalvekt (EK/NDK)	0,307	0,276	0,248	0,250	0,260	0,283	0,327	0,378	0,414	0,414	0,414
+ Minoritetsbeta	0,934	1,009	1,094	1,087	1,053	0,980	0,869	0,768	0,709	0,709	0,709
* Minoritetsvekt (MI/NDK)	0,054	0,058	0,060	0,060	0,060	0,061	0,061	0,061	0,061	0,061	0,061
+ Netto finansiell gjeldsbeta	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
* Netto fin. gjeldsvekt (NFG/NDK)	0,639	0,666	0,692	0,690	0,680	0,656	0,612	0,561	0,525	0,525	0,525
= Netto driftsbeta	0,337	0,337	0,337	0,337	0,337	0,337	0,337	0,337	0,337	0,337	0,337

Tabell 10.53 Egenkapitalbeta og netto driftsbeta

Over analyseperioden er snittet for den finansielle eiendelsbetaen 9 %. På sikt kan vi dermed anta at snittet for analyseperioden vil være den langsiktige likevekten. Dermed antast det at den finansielle eiendelsbetaen for steady state tilsvarer 9 %. Grunnen til den lave betaverdien for de finansielle eiendelene kommer av Utkilens lave investeringsgrad og en stor overvekt av kontanter. Ut fra disse forutsetningene, samt en forventet netto finansiell gjeldsbeta tilsvarende null, så kan finansiell gjeldsbeta estimeres.

Netto finansiell gjeldsbeta	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Finansiell gjeldsbeta	0,002	0,005	0,007	0,009	0,012	0,015	0,019	0,023	0,027	0,027	0,027
* FG/NFG	1,299	1,291	1,286	1,304	1,324	1,341	1,373	1,408	1,438	1,438	1,438
- Finansiell eiendelsbeta	0,010	0,020	0,030	0,040	0,050	0,060	0,070	0,080	0,090	0,090	0,090
* FE/NFG	0,299	0,291	0,286	0,304	0,324	0,341	0,373	0,408	0,438	0,438	0,438
= Netto finansiell gjeldsbeta	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000

Tabell 10.54 Netto finansiell gjeldsbeta

Den finansielle gjeldsbetaen stiger gradvis frem mot steady state da den stabiliserer seg på 2,7 %.

Beregning av illikviditetspremie

Jeg har tidligere argumentert for en Illikviditetspremie på 5 % under punkt 7.1.4 i denne analysen. Utkilenfamilien har ingen planer om å tre ut av sitt eierskap i selskapet, og heller ikke gå på børs, noe som i så fall ville gjort aksjen mer likvid gitt at den oppfylte børsens krav til omsetning. Det kunne her argumenteres for at Utkilen på sikt vil kjøpe ut minoritetsandelen grunnet høyere fortjeneste, men dette er også lite trolig da minoritetseierne i stor grad er nære støttespillere som Utkilen drar nytte av i driften. Utkilen kommer altså i den videre perioden også til å være en lite omsatt aksje noe som fører til en fortsatt høy likviditetspremie på 5 %.

Beregning av utbytteskatt

En siste faktor som er med på å påvirke selskapets egenkapitalkrav er utbytteskatten i selskapet. I 2006 gjorde regjeringen om på reglene som omhandlet utbytteskatt til personlige aksjonærer. Skattleggingen av resultatet fra selskapet kan dermed komme opp i hele 48,16 % gitt at det betales 28 % skatt av resultatet fra selskapet og i tillegg 28 % utbytte skatt på aksjonærens hånd. Regnskapet tar ikke hensyn til skatt på aksjonærens hånd, noe som medfører at kravet må justeres for den gitte skattesatsen. Investeringer gjennom holdingselskap, reinvesteringer og utsettelse av utbyttebetaling inn i fremtiden medfører derimot at den reelle skattesatsen blir langt lavere enn 28 %¹⁰⁷. I tillegg får investor skjermingsfradrag noe som er med på å redusere satsen ytterligere.

Estimatet vi finner er usikkert og vil variere stort fra bedrift til bedrift. Ut fra antagelser gjort rundt emnet av fagpersonell ved NHH settes satsen her til null i 2006, hvorav denne har en lineær trendutvikling fra 2006 frem mot 2018 på 4 %.

Egenkapitalkrav

Egenkapitalkrav	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Risikofri rente etter skatt	0,016	0,021	0,027	0,032	0,034	0,033	0,033	0,032	0,032	0,032	0,032
+ Egenkapitalbeta	0,934	1,009	1,094	1,087	1,053	0,980	0,869	0,768	0,709	0,709	0,709
* Risikopremie	0,060	0,060	0,060	0,060	0,060	0,060	0,060	0,060	0,060	0,060	0,060
+ Illikviditetspremie	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050
= EK-krav før eff.utbytteskatt	0,122	0,131	0,142	0,148	0,147	0,142	0,135	0,128	0,125	0,124	0,124
/ (1-eff.utbytteskatt)	0,987	0,983	0,980	0,977	0,973	0,970	0,967	0,963	0,960	0,960	0,960
= Egenkapitalkrav	0,124	0,133	0,145	0,151	0,151	0,146	0,140	0,133	0,130	0,130	0,130

Tabell 10.55 Egenkapitalkrav

Egenkapitalkravet i steady state estimeres her til 12,9 %. En høy Illikviditetspremie må ta mye av skylden for at kravet her overgår snittkravet ved Oslo Børs. Grunnet blant annet høy rente og egenkapitalbeta opplever Utkilen høyest egenkapitalkrav i perioden 2013-2014 da kravet er estimert til 13,2 %.

¹⁰⁷ Knivsvflå (2006)

10.2.2 Netto finansielle krav

Netto finansielt gjeldkrav

For å komme frem til netto finansielt gjeldkrav er det behov for estimering av kredittrisikopremien, finansielt gjeldskrav og finansielt eiendelskrav, i tillegg til faktorer vi har regnet ut over. Kredittrisikopremien settes ut fra en syntetisk rating av netto driftsrentabilitet og egenkapitalprosenten. Gradene blir her estimert ut fra fremtidsregnskapet som presenteres under punkt 10.3

Kredittrisikopremie	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Netto driftsrentabilitet	0,032	0,041	0,051	0,067	0,077	0,086	0,095	0,102	0,104	0,104	0,104
Egenkapitalprosent	0,258	0,231	0,207	0,207	0,213	0,231	0,266	0,308	0,337	0,337	0,337
Netto driftsrentabilitetrating	B	B	B	BB	BB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB
Egenkapitalprosentrating	B	B	B	B	B	B	BB	BB	BB	BB	BB
Gjennomsnittsrating	B	B	B	BB	BB	BB	BB	BBB	BBB	BBB	BBB
Kredittrisikofaktor	1,000	1,000	1,000	0,600	0,600	0,600	0,600	0,400	0,400	0,400	0,400
* Risikofri rente	0,016	0,021	0,027	0,032	0,034	0,033	0,033	0,032	0,032	0,032	0,032
= Kredittrisikopremie	0,016	0,021	0,027	0,019	0,020	0,020	0,020	0,013	0,013	0,013	0,013

Tabell 10.56 Kredittrisikopremie¹⁰⁸

Både netto driftsrentabilitet og egenkapitalprosenten er forventet å forbedre seg etter hvert som den økonomiske situasjonen i verdensøkonomien forbedres. I steady state-perioden forventes en gjennomsnittsrating på BBB, noe som gir en kredittrisikofaktor på 0,4 som igjen ganges opp med risikofri rente etter skatt for å finne kredittrisikopremien.

Finansielt gjeldskrav og finansielt eiendelskrav blir dermed som estimert i tabell 10.57 og 10.58:

Finansielt gjeldskrav	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Risikofri rente etter skatt	0,016	0,021	0,027	0,032	0,034	0,033	0,033	0,032	0,032	0,032	0,032
+ Finansiell gjeldsbeta	0,002	0,005	0,007	0,009	0,012	0,015	0,019	0,023	0,027	0,027	0,027
* Risikopremie	0,060	0,060	0,060	0,060	0,060	0,060	0,060	0,060	0,060	0,060	0,060
+ Kredittrisikopremie	0,016	0,021	0,027	0,019	0,020	0,020	0,020	0,013	0,013	0,013	0,013
= Finansielt gjeldskrav	0,033	0,042	0,054	0,052	0,055	0,054	0,054	0,047	0,047	0,046	0,046

Tabell 10.57 Finansielt gjeldskrav

¹⁰⁸ Standard & Poors

Finansielt eiendelskrav	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Risikofri rente etter skatt	0,016	0,021	0,027	0,032	0,034	0,033	0,033	0,032	0,032	0,032	0,032
+ Finansiell eiendelsbeta	0,010	0,020	0,030	0,040	0,050	0,060	0,070	0,080	0,090	0,090	0,090
* Risikopremie til markedet	0,060	0,060	0,060	0,060	0,060	0,060	0,060	0,060	0,060	0,060	0,060
= Finansielt eiendelskrav	0,017	0,022	0,028	0,035	0,037	0,037	0,037	0,037	0,038	0,037	0,037

Tabell 10.58 Finansielt eiendelskrav

Netto finansielt gjeldskrav estimeres ved å multiplisere opp de ulike kravene med vektet andel finansiell gjeld og finansielle eiendeler av netto finansiell gjeld. Utrekningen er vist i tabell 10.59:

Netto finansielt gjeldskrav	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Finansielt gjeldskrav	0,033	0,042	0,054	0,052	0,055	0,054	0,054	0,047	0,047	0,046	0,046
* FG/NFG	1,299	1,291	1,286	1,304	1,324	1,341	1,373	1,408	1,438	1,438	1,438
- Finansielt eiendelskrav	0,017	0,022	0,028	0,035	0,037	0,037	0,037	0,037	0,038	0,037	0,037
* FE/NFG	0,299	0,291	0,286	0,304	0,324	0,341	0,373	0,408	0,438	0,438	0,438
= Netto finansielt gjeldskrav	0,037	0,048	0,061	0,058	0,060	0,060	0,060	0,051	0,051	0,050	0,050

Tabell 10.59 Netto finansielt gjeldskrav

10.2.3 Minoritetskrav

Minoritetskravet beregnes her ut fra samme formel som for egenkapitalkravet. Forskjellen her er imidlertid at det blir tillagt en ekstra illikviditetspremie før justering for effektiv utbytteskatt. Som tidligere i oppgaven tillegges det her en ekstra illikviditetspremie på 3 % grunnet den marginale innflytelsen minoritetene har i bedriften, samt deres posisjon i et lite likvid aktiva med svært lav omsetning.

Minoritetskrav	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
EK-krav før eff. Utb.skatt	0,122	0,131	0,142	0,148	0,147	0,142	0,135	0,128	0,125	0,124	0,124
+ Illikviditetspremie	0,030	0,030	0,030	0,030	0,030	0,030	0,030	0,030	0,030	0,030	0,030
/ (1-eff.utbytteskatt)	0,987	0,983	0,980	0,977	0,973	0,970	0,967	0,963	0,960	0,960	0,960
= Minoritetskravet	0,153	0,162	0,173	0,178	0,178	0,173	0,166	0,160	0,156	0,156	0,156

Tabell 10.60 Minoritetskrav

Som tidligere nevnt er det lite trolig at Utkilen kommer til å kjøpe ut minoritetsinteressene selv om inntjeningen blir bedre. Begrunnelsen ligger her i at minoritetene i stor grad er nære samarbeidsparter med selskapet.

10.2.4 Netto driftskrav

De ulike kravene kan summeres opp i netto driftskrav. Her vektes kravene for egenkapital, minoritet og netto finansiell gjeld opp mot andel i forhold til netto driftskapital.

Resultatet er oppsummert i tabell 10.61 hvor vi ser en oppadgående trend frem mot 2016, for så å avta noe og stabilisere seg på 8,94 % i steady state.

Netto driftskravet	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Egenkapitalkravet	0,124	0,133	0,145	0,151	0,151	0,146	0,140	0,133	0,130	0,130	0,130
* Egenkapitalvekt	0,307	0,276	0,248	0,250	0,260	0,283	0,327	0,378	0,414	0,414	0,414
+ Minoritetskravet	0,153	0,162	0,173	0,178	0,178	0,173	0,166	0,160	0,156	0,156	0,156
* Minoritetsvekt	0,054	0,058	0,060	0,060	0,060	0,061	0,061	0,061	0,061	0,061	0,061
+ Netto finansielt gjeldskrav	0,037	0,048	0,061	0,058	0,060	0,060	0,060	0,051	0,051	0,050	0,050
* Netto finansiell gjeldsvekt	0,639	0,666	0,692	0,690	0,680	0,656	0,612	0,561	0,525	0,525	0,525
= Netto driftskrav	0,070	0,078	0,088	0,088	0,091	0,091	0,093	0,089	0,090	0,089	0,089

Tabell 10.61 Netto driftskrav

10.3 Fremtidsregnskap

Fremtidsresultat	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Driftsinntekter	687 823	763 484	878 007	983 367	1 086 621	1 174 094	1 244 539	1 306 766	1 372 105	1 440 710	1 512 745
= Netto driftsresultat	38 105	53 444	70 241	95 387	113 009	126 802	139 388	148 971	159 164	167 122	175 478
+ Netto finansinntekter	3 963	4 955	7 095	9 430	11 047	11 837	12 307	12 452	12 635	13 097	13 751
= Netto resultat til SSK	42 068	58 399	77 335	104 817	124 055	138 639	151 696	161 423	171 799	180 219	189 230
- Netto finanskostnader	34 878	40 976	59 355	63 826	70 501	71 077	70 117	57 653	54 204	53 343	56 010
- Netto minoritetsresultat	9 956	10 332	12 923	14 645	15 284	15 217	14 954	14 293	13 910	14 545	15 272
= Nettoresultat til EK	-2 767	7 091	5 057	26 346	38 270	52 344	66 624	89 477	103 686	112 332	117 948
+ Unormalt netto driftsresultat	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
+ Unormalt netto finansresultat	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
= Fullstendig nettoresultat	-2 767	7 091	5 057	26 346	38 270	52 344	66 624	89 477	103 686	112 332	117 948
- Netto betalt utbytte	5 170	14 361	21 456	7 393	14 927	16 609	4 007	17 779	20 922	80 605	84 636
= Endring Egenkapitalen	-7 937	-7 270	-16 399	18 953	23 343	35 736	62 617	71 698	82 764	31 726	33 313

Tabell 10.62 Fremtidsresultat

Fremtidsbalanse SSK	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Netto driftseiendeler	1 182 679	1 289 176	1 368 604	1 433 467	1 468 115	1 475 073	1 468 082	1 459 686	1 532 670	1 609 304	1 689 769
+ Finansielle eiendeler	225 892	250 100	270 984	301 028	322 985	330 416	334 723	334 268	352 514	370 140	388 647
= Sysselsatte eiendeler	1 408 571	1 539 277	1 639 588	1 734 495	1 791 100	1 805 489	1 802 805	1 793 954	1 885 184	1 979 444	2 078 416
Egenkapital	363 083	355 813	339 414	358 367	381 710	417 446	480 063	551 761	634 525	666 252	699 564
+ Minoritetsinteresse	63 865	74 772	82 116	86 008	88 087	89 979	89 553	89 041	93 493	98 168	103 076
+ Finansiell gjeld	981 624	1 108 692	1 218 058	1 290 120	1 321 303	1 298 064	1 233 189	1 153 152	1 157 166	1 215 024	1 275 776
= Sysselsatt kapital	1 408 571	1 539 277	1 639 588	1 734 495	1 791 100	1 805 489	1 802 805	1 793 954	1 885 184	1 979 444	2 078 416

Tabell 10.63 Fremtidsbalanse SSK

Fremtidsbalanse NDK	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Netto driftseiendeler	1 182 679	1 289 176	1 368 604	1 433 467	1 468 115	1 475 073	1 468 082	1 459 686	1 532 670	1 609 304	1 689 769
Egenkapital	363 083	355 813	339 414	358 367	381 710	417 446	480 063	551 761	634 525	666 252	699 564
+ Minoritetsinteresser	63 865	74 772	82 116	86 008	88 087	89 979	89 553	89 041	93 493	98 168	103 076
+ Netto finansiell gjeld	755 732	858 592	947 074	989 092	998 318	967 648	898 466	818 884	804 652	844 884	887 129
= Netto driftskapital	1 182 679	1 289 176	1 368 604	1 433 467	1 468 115	1 475 073	1 468 082	1 459 686	1 532 670	1 609 304	1 689 769

Tabell 10.64 Fremtidsbalanse NDK

Endring i egenkapitalen	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Inngående EK	371 019	363 083	355 813	339 414	358 367	381 710	417 446	480 063	551 761	634 525	666 252
+ Nettoresultat til EK	-2 767	7 091	5 057	26 346	38 270	52 344	66 624	89 477	103 686	112 332	117 948
- Utgående EK	363 083	355 813	339 414	358 367	381 710	417 446	480 063	551 761	634 525	666 252	699 564
= Fri KS til EK	5 170	14 361	21 456	7 393	14 927	16 609	4 007	17 779	20 922	80 605	84 636

Tabell 10.65 Endring i egenkapitalen

Fremtidig fri kontantstrøm	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Netto driftsresultat	38 105	53 444	70 241	95 387	113 009	126 802	139 388	148 971	159 164	167 122	175 478
+ Unormalt netto driftsresultat	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
- Endring netto driftseiendeler	-89 627	106 497	79 428	64 863	34 648	6 958	-6 991	-8 396	72 984	76 634	80 465
= Fri KS fra drift	127 732	-53 053	-9 187	30 524	78 361	119 844	146 379	157 367	86 180	90 489	95 013
+ Netto finansinntekter	3 963	4 955	7 095	9 430	11 047	11 837	12 307	12 452	12 635	13 097	13 751
+ Unormale netto finansinntekte	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
- Endring finansielle eiendeler	-9 987	24 208	20 883	30 044	21 957	7 431	4 306	-455	18 246	17 626	18 507
= Fri KS SSK	141 682	-72 307	-22 976	9 910	67 450	124 250	154 380	170 274	80 569	85 960	90 258
- Netto finanskostnader	34 878	40 976	59 355	63 826	70 501	71 077	70 117	57 653	54 204	53 343	56 010
- Unormale netto finanskost.	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
+ Endring i finansiell gjeld	-90 303	127 068	109 366	72 063	31 183	-23 239	-64 875	-80 037	4 014	57 858	60 751
- Netto minoritetsresultat	9 956	10 332	12 923	14 645	15 284	15 217	14 954	14 293	13 910	14 545	15 272
+ Endring i minoritetsinteresse	-1 374	10 908	7 344	3 892	2 079	1 893	-426	-512	4 452	4 675	4 908
= Fri KS til EK	5 170	14 361	21 456	7 393	14 927	16 609	4 007	17 779	20 922	80 605	84 636
= Netto utbetalt utbytte	5 170	14 361	21 456	7 393	14 927	16 609	4 007	17 779	20 922	80 605	84 636

Tabell 10.66 Fremtidig fri kontantstrøm

10.4 Egenkapitalkrav versus egenkapitalrentabilitet

Utkilen har i perioden under finanskrisen vært relativt hardt rammet av den økonomiske utviklingen i verdensøkonomien. Den estimerte budsjettperioden bærer også preg av dette, men viser trekk til at Utkilen er på vei ut av en nedgangskonjunktur frem mot 2016. Først i 2017 vil Utkilen klare å skape superrentabilitet på sin egenkapital. Superrentabiliteten vil stabilisere seg på rundt 3,9 % i steady state.

Rentabilitet vs krav	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Egenkapitalrentabilitet	-0,008	0,020	0,015	0,074	0,100	0,125	0,139	0,162	0,163	0,169	0,169
Egenkapitalkrav	0,124	0,133	0,145	0,151	0,151	0,146	0,140	0,133	0,130	0,130	0,130
Superrentabilitet	-0,132	-0,114	-0,130	-0,078	-0,051	-0,021	-0,001	0,029	0,033	0,039	0,039

Tabell 10.67 Egenkapitalrentabilitet Versus krav

11. Fundamental verdsettelse

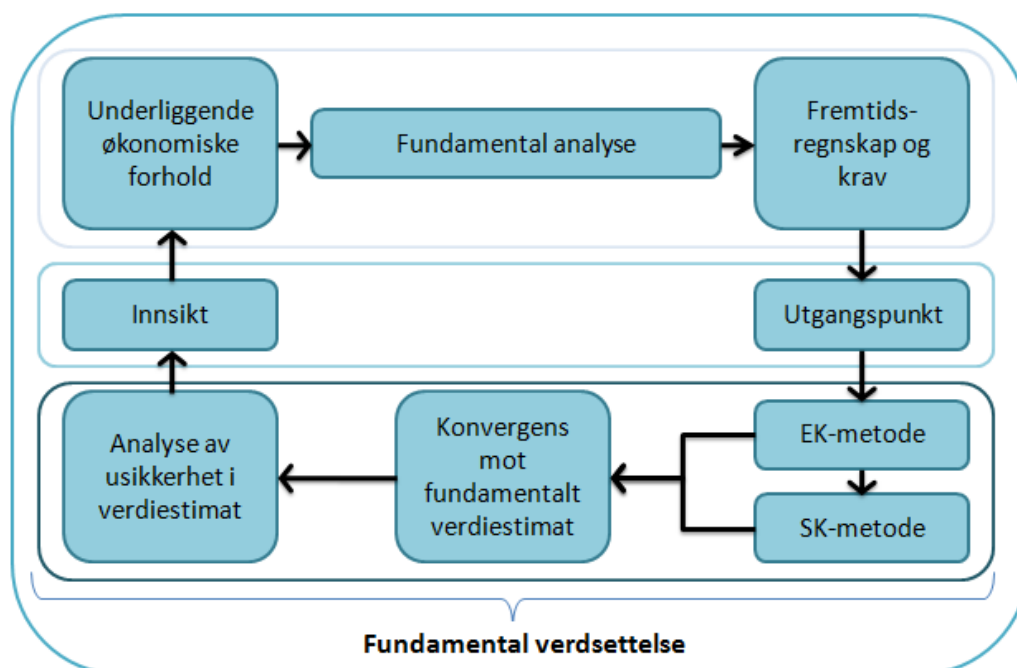
Fundamental verdsettelse egner seg godt som verdsettelsesteknikk der underliggende informasjon over en lengre periode er tilgjengelig. Som diskutert under analysens punkt 3.1 er den fundamentale verdsettelsen dyptgående og bygger både på historiske tall, samt annen strategisk informasjon rundt bransjen og selskapet.

Denne informasjonen har gjennom de tidligere kapitlene i denne analysen blitt bearbeidet, slik at det budsjetterte fremtidsregnskapet nå kan benyttes til en videre verdsettelse.

Det er to ulike innfalsvinkler for en fundamental verdsettelse. Verdsettelsen kan bygge på en direkte verdivurdering av den fremtidige egenkapitalen, eller en indirekte verdivurdering av selskapskapitalen gjennom bedriftens total kapital og gjeld i perioden¹⁰⁹.

Ved konsistent bruk vil de to metodene alltid konvergere mot samme resultat da metodene er ekvivalente. Dette gitt at verdiestimatene er vektet etter virkelige verdiestimat.

I figur 11.48¹¹⁰ under er rammeverket for den fundamentale verdsettelsen oppsummert:



Figur 11.48 Rammeverk fundamental verdsettelse

¹⁰⁹ Penman (2004)

¹¹⁰ Knivsfå (2006)

11.1 Egenkapitalmetoden

Egenkapitalmetoden og direkte verdsettelse kan videre deles inn i ytterligere fire metoder:

Utbyttmodellen

Ved hjelp av en nåverdiberegning av fremtidig utbyttebetaling kan en estimere verdien av egenkapitalen. Modellen byr imidlertid på flere problemer i forbindelse med utrekningene. I et selskap er ikke alltid utbyttebetalingene knyttet opp mot den direkte verdiskapningen som finner sted i selskapet. Et negativt resultat og dermed en svekkelse av EK gjenspeiles heller ikke gjennom utbyttmodellen da det ikke blir betalt ut negativt utbytte. Langsiktige estimater viser seg også å være vanskelig å estimere. Ved verdsettelse av Utkilen egner derfor denne modellen seg dårlig.

Fri kontantstrømmodell

Gjennom å estimere nåverdien av fri kontantstrøm til egenkapitalen kan dagens verdi av egenkapitalen estimeres¹¹¹. Modellen er best egnet i tilfeller hvor kontantstrømmen har en relativ jevn trendutvikling. Metoden egner seg til bruk på Utkilens fremtidsresultat og vil bli videre drøftet under kapittel 11.1.1

Superprofittmodellen

Gjennom superprofittmodellen estimeres egenkapitalverdien ut fra den balanseførte verdien av egenkapitalen tillagt nåverdien av superprofitten i balanse og horisontverdiperioden. I og med at vi i det tidligere kapittelet har estimert disse verdiene, så egner superprofittmodellen seg for en videre utrekning av Utkilens egenkapitalverdi vist under kapittel 11.1.2

Superprofittvekstmodellen

Superprofittvekstmodellen setter den estimerte verdien av egenkapitalen lik den kapitaliserte verdien av nettoresultatet til egenkapitalen justert for veksten, tillagt nåverdien av den forventede fremtidige veksten. Veksten gir her kun verdi dersom veksten er lønnsom, altså ved en økning i superrentabiliteten. Modellen benyttes ikke videre i denne analysen.

¹¹¹ Knivsfå (2006)

Felles for alle modellene er at de ved konsistent bruk vil gi det samme verdiestimatet forutsett at avkastningskravene er vektet til virkelige verdier.

11.1.1 Fri kontantstrømodellen

Ved å diskontere kontantstrømmen til egenkapitalen gjennom budsjettperioden og videre utover horisonten finner en frem til nåverdien av egenkapitalen.

Den frie kontantstrømmen til egenkapitalen neddiskonteres her med egenkapitalkravet.

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

Nåverdi fri kontantstrøm til egenkapitalen i budsjettperioden
Nåverdi fri kontantstrøm til egenkapitalen i horisonten

Antall utestående aksjer er i perioden 3500 hvorav familien Utkilen er i besittelse av 3325 av disse¹¹². Ut fra modellen estimerer vi nåverdien av egenkapitalen til å være i underkant av 378 millioner kroner. Estimaten gir dermed en aksjeverdi på kr 108 000 kr pr aksje.

Fri kontantstrømodellen	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Fri kontantstrøm til EK		5 170	14 361	21 456	7 393	14 927	16 609	4 007	17 779	20 922	80 605	84 636
/ Diskonteringsfaktor		1,124	1,274	1,459	1,679	1,933	2,215	2,525	2,862	3,234	3,653	
= Nåverdi budsjettperioden	86 538	4 600	11 273	14 708	4 402	7 723	7 497	1 587	6 213	6 469	22 065	
+ Nåverdi horisontverdi												291 425
= Verdi av Egenkapitalen												377 963
/ Antall aksjer												3 500
= Verdiestimat pr aksje												108 000

Tabell 11.68 Fri kontantstrømodell

¹¹² Årsregnskap Utkilen

11.1.2 Superprofittmodellen

I tabell 11.69 beregner Utkilens egenkapitalverdi. Dette gjøres ved å tillegge nåverdien av fremtidig superprofitt i budsjettperioden til inngående egenkapital for 2010. I tillegg estimerer en nåverdien av horisontverdien inkludert fremtidig vekst. Summen utgjør den virkelige verdien av egenkapitalen.

Som vi ser i tabellen under summerer egenkapitalverdien seg her til å bli identisk med den observert ved bruk av fri kontantstrømmodellen, grunnet konsistent bruk av modellen

$$VEK_0 = \underbrace{EK_0}_{\text{Inngående EK til budsjettperiode}} + \underbrace{\sum_{t=1}^T \frac{(ekr_t - ekk_t) * EK_{t-1}}{(1 + ekk_1) * \dots * (1 + ekk_t)}}_{\text{Nåverdien av superprofitt i budsjettperioden}} + \underbrace{\frac{(ekr_{T+1} - ekk_{T+1}) * EK_T}{(1 + ekk_1) * \dots * (1 + ekk_T) * (ekv_{T+1} - ekv_{T+1})}}_{\text{Nåverdien av horisontverdien med konstant vekst}}$$

Superprofittmodell	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Balanseført egenkapital	371 019											
Nettoreultat til EK		-2 767	7 091	5 057	26 346	38 270	52 344	66 624	89 477	103 686	112 332	117 948
- Egenkapitalkravet * IB EK		45 955	48 471	51 635	51 303	54 080	55 811	58 368	64 016	71 826	82 171	86 280
= Superprofitt til EK		-48 722	-41 380	-46 578	-24 958	-15 810	-3 467	8 256	25 461	31 860	30 160	31 668
/ Akkumulert egenkap.krav		1,124	1,274	1,459	1,679	1,933	2,215	2,525	2,862	3,234	3,653	
= Nåverdi budsjettperiode	-102 099	-43 352	-32 483	-31 930	-14 862	-8 181	-1 565	3 270	8 897	9 851	8 256	
+ Horisontverdien	109 043											
= Verdi egenkapital	377 963											
/ Antall aksjer	3 500											
= Verdiestimat pr aksje	108 000											

Tabell 11.69 Superprofittmodellen

11.2 Selskapskapitalmetoden

Ved å benytte selskapskapitalmetoden foretar jeg her en indirekte verdsettelse av egenkapitalen. Egenkapitalen kan her beregnes ut fra flere metoder. Jeg velger i den videre analysen å benytte meg av estimering ved hjelp av fri kontantstrømmodellen samt superprofittmodellen som også ble benyttet under punkt 11.1. Den indirekte verdsettelsen deles her inn i to steg ved at en først verdsetter selskapets netto driftskapital for deretter å

trekke ut minoritetsinteressene samt netto finansiell gjeld. Beløpet en da sitter igjen med tilsvarer verdien av egenkapitalen. Metodene som er vist under vil gi samme verdi så forutsetningene er konsistente og vekting av kravene er estimert til virkelig verdi.

11.2.1 Fri kontantstrøm fra drift – modellen

Ved bruk av fri kontantstrøm modellen under egenkapitalmodellen diskonterte jeg fri kontantstrøm til egenkapitalen med egenkapitalkravet. Her benyttes fri kontantstrøm fra drift, som igjen diskonteres med netto driftskravet som vi fant i kapittel 10.2.4. For horisontverdien blir det også gjort en justering for fremtidig vekst slik vi ser i formellen under:

$$VEK_0 = \underbrace{\sum_{t=1}^T \frac{FKD_t}{(1+ndk_1)^* \dots * (1+ndk_t)}}_{\text{Nåverdi budsjettert fri kontantstrøm. Netto driftskrav settes her som diskonteringsfaktor}} + \underbrace{\frac{FKD_{T+1}}{(1+ndk_1)^* \dots * (1+ndk_T)^* (ndk_{T+1} - ndv_{T+1})}}_{\text{Nåverdien av fri kontantstrøm i horisonten neddiskonteres med netto driftskrav i perioden multiplisert med netto driftskrav i horisonten justert for vekst.}} - \underbrace{NFG_0 - MI}_\text{Trekker i fra netto finansiell gjeld og minoritetsinteresser.}$$

Ut fra formelen over kommer vi frem til verdien av egenkapitalen for Utkilen. Verdiestimatet pr aksje settes ut fra modellen til 173 715 kr pr andel, altså en del høyere en under egenkapitalmetoden.

Fri kontantstrømmodell	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Fri kontantstrøm fra drift		127 732	-53 053	-9 187	30 524	78 361	119 844	146 379	157 367	86 180	90 489
/ Akkumulert NDK		1,070	1,153	1,255	1,366	1,491	1,626	1,777	1,934	2,109	2,297
= Nåverdi budsjetperiode	458 623	119 369	-45 998	-7 319	22 342	52 571	73 692	82 369	81 348	40 863	39 386
+ Nåverdi horisontverdi	1 050 667										
= Verdien av netto driftskap.	1 509 290										
- Netto finansiell gjeld	836 049										
- Minoritetsinteresser	65 238										
= Verdien av egenkapital	608 003										
/ Antall aksjer	3 500										
= Verdiestimat pr aksje	173 715										

Tabell 11.70 Fri kontantstrømmodell

11.2.2 Superprofitt fra drift - modellen

Ved anvendelse av superprofittmodellen tar en her utgangspunkt i Utkilens netto driftskapital fra trailingåret 2009. Steg to blir å legge til nåverdien av superprofitten i balanseperioden. Her neddiskonteres verdien med netto driftskravet for de enkelte år. Videre neddiskonteres superprofitten over horisonten med diskonteringsverdien over balanseperioden multiplisert med netto driftskravet justert for driftsveksten. Som under frikontantstrømmodellen finner en dermed egenkapitalverdien indirekte ved å trekke fra netto finansiell gjeld og minoritetsinteressene.

$$VEK_0 = \underbrace{NDK_0}_{\text{Netto driftskapital periode 0}} + \underbrace{\sum_{t=1}^T \frac{(ndr_t - ndk_t) * NDK_{t-1}}{(1 + ndk_1) * \dots * (1 + ndk_t)}}_{\text{Diskontert superprofitt fra netto driftskapital over budsjettperioden}} + \underbrace{\frac{(ndr_{T+1} - ndk_{T+1}) * NDK_T}{(1 + ndk_1) * \dots * (1 + ndk_T)(ndk_{T+1} - ndv_{T+1})}}_{\text{Neddiskontert superprofitt til netto driftskapital i horisontleddet. Justert for netto driftsvekst}} - \underbrace{NFG_0 - MI_0}_{\text{Trekker i fra netto finansiell gjeld og minoritetsinteressener.}}$$

Nåverdien av superprofitten i budsjettperioden blir her negativ frem til 2016, noe som medfører en total nåverdi av superprofitten på over 113 millioner. Ved å tillegge horisontverdien og trekke fra netto finansiell gjeld og minoritetsinteressene kommer en frem til en egenkapitalverdi på ca 608 millioner, altså samme resultat som vi fant under metoden for fri kontantstrøm fra drift. Verdiestimatet pr aksje blir dermed 173 715 kr

Superprofittmodell	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Balanseført netto driftskap.	1 272 306										
Netto driftsresultat		38 105	53 444	70 241	95 387	113 009	126 802	139 388	148 971	159 164	167 122
- Netto driftskrav		0,070	0,078	0,088	0,088	0,091	0,091	0,093	0,089	0,090	0,089
* IB Netto driftskapital		1 272 306	1 182 679	1 289 176	1 368 604	1 433 467	1 468 115	1 475 073	1 468 082	1 459 686	1 532 670
= Superprofitt fra drift		-51 039	-38 654	-43 710	-25 517	-17 448	-6 863	2 588	18 964	27 476	30 161
/ Akkumulert NDK		1,070	1,153	1,255	1,366	1,491	1,626	1,777	1,934	2,109	2,297
= Nåverdi budsjettperioden	-113 216	-47 697	-33 514	-34 819	-18 677	-11 705	-4 220	1 456	9 803	13 028	13 128
+ Nåverdi horisontverdi	350 200										
= Verdi netto driftskapital	1 509 290										
- Netto finansiell gjeld	836 049										
- Minoritetsinteressener	65 238										
= Verdien av egenkapital	608 003										
/ Antall aksjer	3 500										
= Verdiestimat pr aksje	173 715										

Tabell 11.71 Superprofittmodellen

11.3 Konvergens mot et verdiestimat

Metode	Verdiestimat
Egenkapitalmetoden	107 990
Selskapskapitalmetoden	173 715
Gjennomsnitt	140 852

Ved utrekning av estimatene over skjer vektingen på bakgrunn av budsjetterte, regnskapsbaserte vekter og ikke vekter basert på virkelige verdier. Dette medfører at modellene under egenkapitalmetoden og selskapskapitalmetoden ikke blir ekvivalente. Det oppstår dermed avvik mellom estimatene under de to forskjellige metodene på hele 60 %.

Ved å ta gjennomsnittet av estimatene for de to metodene kommer jeg frem til en estimert verdi pr aksje på kr 140 852. Estimataviket er likevel stort, og det må dermed foretas en konvergeringsprosess for å utjevne forskjellene. Konvergeringen gjennomføres ved at en tar utgangspunkt i selskapets fremtidsbalanse og sekvensielt utføre en tilnærming til virkelig verdi.

Konvergeringen er en gjentakende prosess av følgende fem punkter¹¹³:

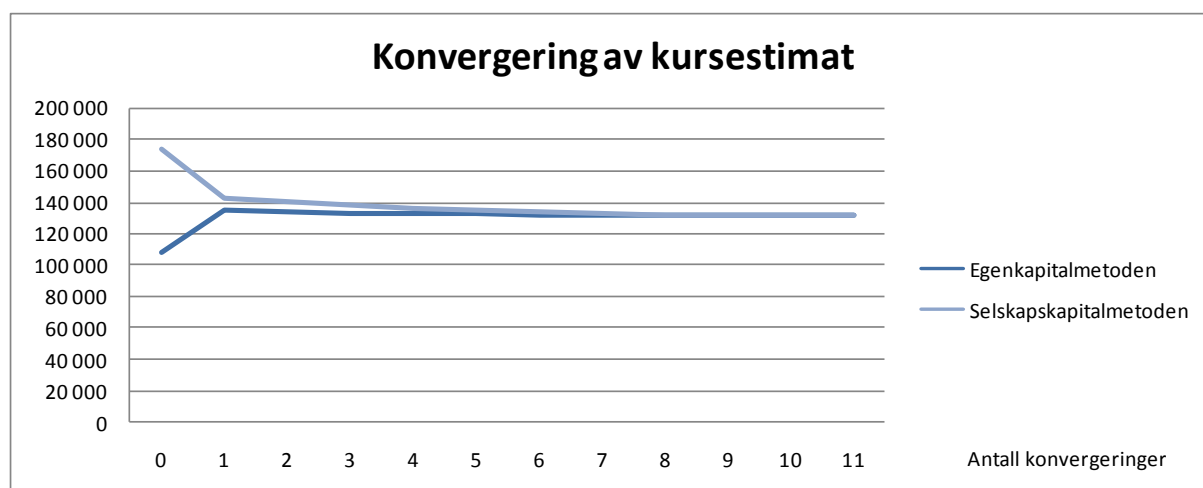
- I utgangspunktet 0 settes egenkapitalen til gjennomsnittet av estimatet funnet ut fra modellene over, utregnet fra selskapets balanse og horisontverdi.
- Ut fra estimatet til egenkapitalen kan netto driftskapital korrigeres ved at endringen i egenkapitalen tillegges ny netto driftskapital.
- Ved å multiplisere driftskravet for periode 1 med det nye estimatet for netto driftskapital, så finner vi et nytt anslag for netto driftsresultat. Ut fra disse anslagene kan en dermed indirekte finne verdien av endringene i netto driftseiendeler. Endringen beregnes her ved å trekke fri kontantstrøm fra drift fra netto driftsresultatet.
- Ut fra beregningene i punktet over kan en dermed ved å legge endringen til inngående verdi av netto driftseiendeler, finne utgående verdi av samme post.
- Dermed kan en beregne ny utgående egenkapitalverdi for periode 1 ved å tillegge merverdien i netto driftseiendelene til den balanseførte verdien av egenkapitalen.

¹¹³ Knivsvlå (2006)

Ut fra en gjentakende prosedyre av punktene over vil en dermed få estimater på aksjeverdien som gradvis korrigerer mot hverandre ut fra egenkapital og selskapskapitalmetoden. Ut fra tabell 11.72 ser vi her en klar tilnærming av estimatene allerede første året, før vi ser en gradvis utvikling mot et felles estimat. Etter 11 konvergencer er differansen mellom estimatene så små at jeg ikke finner det hensiktsmessig å fortsette konvergeringsprosessen. Felles estimat for aksjekursen settes her til 131.489 kr per aksje og dermed en egenkapitalverdi på 459,8 millioner kr. Sammenligner vi dette resultatet med verdiene på den bokførte egenkapitalen på 371,02 millioner kroner så kommer vi frem til en forventning om at prisen per aksje skal opp 24 % fra dagens verdi.

	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Egenkapitalmetoden	107 990	134 797	133 741	133 003	132 487	132 258	131 975	131 792	131 670	131 575	131 511	131 442
Selskapskapitalmetoden	173 715	142 040	139 964	137 802	135 462	134 255	133 122	132 321	132 020	131 812	131 644	131 536
Gjennomsnitt	140 853	138 419	136 853	135 403	133 975	133 257	132 549	132 057	131 845	131 694	131 578	131 489

Tabell 11.72 Konvergering mot felle estimat



Figur 11.49 Diagram konvergering av kursestimat

11.4 Usikkerhet i verdiestimater

Verdiestimater funnet under punkt 11.3 er utarbeidet ut fra budsjetterte verdidrivere med en stor grad av usikkerhet knyttet til seg. Aksjeanalyser bærer ofte preget av at analytikerne har incentiv til å overestimere verdien av et selskap, for å forsterke relasjonen mellom meglerhus og selskap. Undertegnede har her ingen incentiv til å overestimere kursen i Utkilen, men shippingbransjen og verdensøkonomien står over for utfordrende år, der eksperter til en viss grad er uenig i den fremtidige utviklingen, noe som er med på å forsterke behovet for en

sensitivitetsanalyse. En sensitivitetsanalyse utføres her ved at en foretar endringer i estimatene for verdidriverne, for så å observere hvilke utslag dette gir på verdsettelsen av selskapets aksjekurs.

10.4.1 Sensitivitetsanalyse

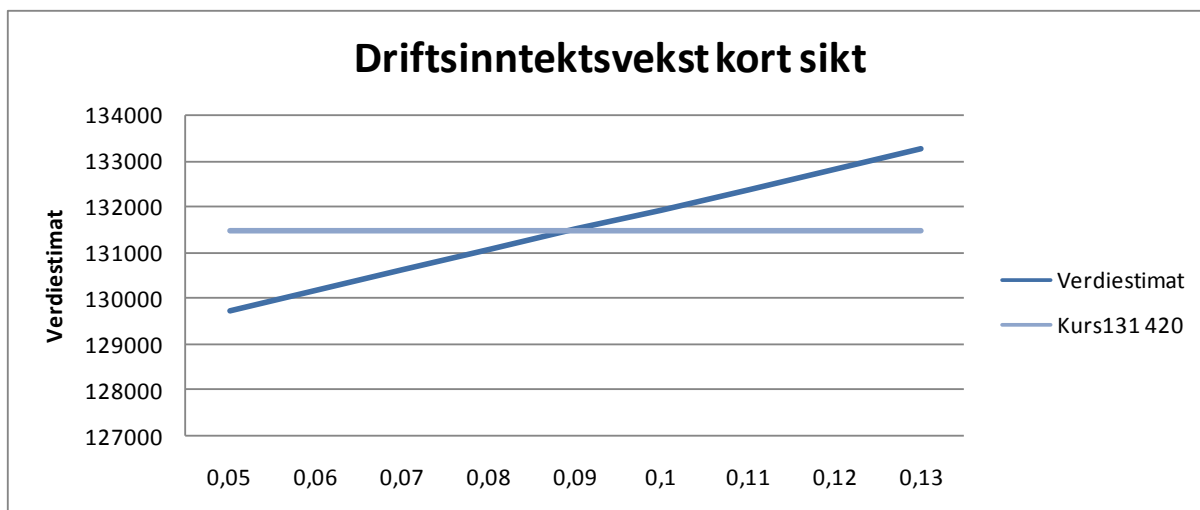
Som nevnt tidligere foreligger det store usikkerheter i de estimerte tallene i fremtidsregnskapet grunnet vanskeligheter med estimering av nøyaktige verdidrivere over perioden.

Ved gjennomføringen av en sensitivitetsanalyse benyttes her tilsvarende verdidrivere som under punkt 10.1, men jeg velger her kun å presentere de av driverne som i vesentlig grad virker inn på verdiestimatet. Ved å foreta en sensitivitetsanalyse observerer vi dermed hvor store utslag endringer i verdidriverne gir i aksjekursen, og vi synliggjør dermed usikkerheten i anslagene.

Vanligvis vil endringer i de driftsrelaterte marginene gi størst utslag i aksjekursen, da dette gir direkte utslag i fremtidig kontantstrøm, samt påvirker selskapets største budsjettposter. I analysen under vil jeg dermed rette fokuset mot de driftsrelaterte postene, samt andre drivere som gir en kritisk innvirkning på verdiestimatet. Analysen fremstilles grafisk både på kort sikt med endring i estimatet for 2010, samt på lengre sikt ved å utføre endringer i horisontperioden.

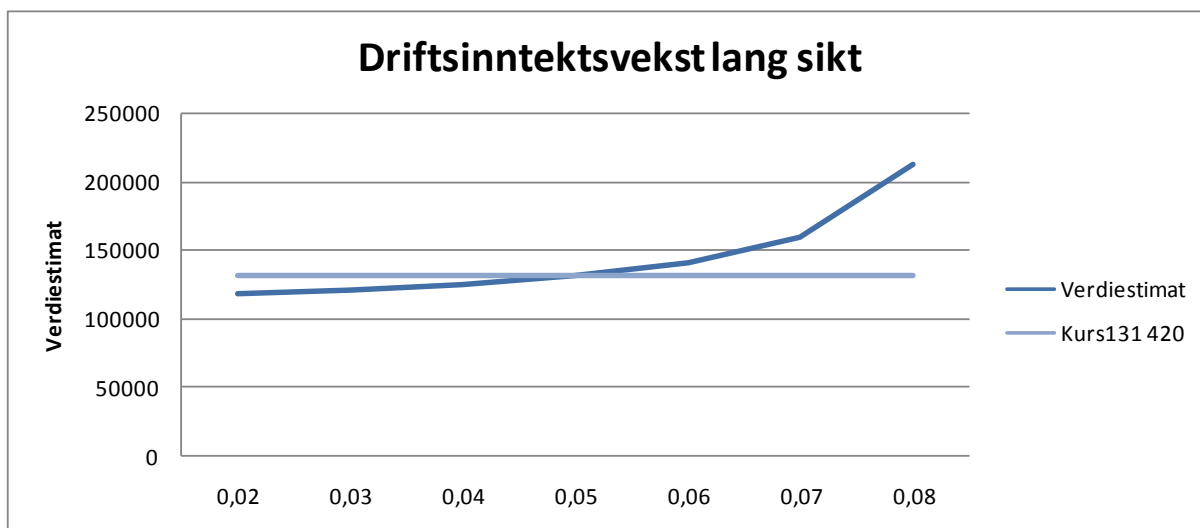
Driftsinntektsvekst

På kort sikt påvirkes estimert verdi av Utkilen lite ut fra endringen i driftsinntekten. En økning/reduksjon på 1 % gir her et utslag på kun +/- 0,34 % i verdiestimatet, og sensitiviteten kan dermed sies å være relativ lav. I budsjettperioden er driftsinntektsveksten for 2010 estimert til 9 %, og vi ser at en økning i estimatet kun vil gi en økning i kursen fra 131 489 kr til 133 249 kr (se figur 11.50).



Figur 11.50 Sensitivitetsanalyse driftsinntektsvekst kort sikt

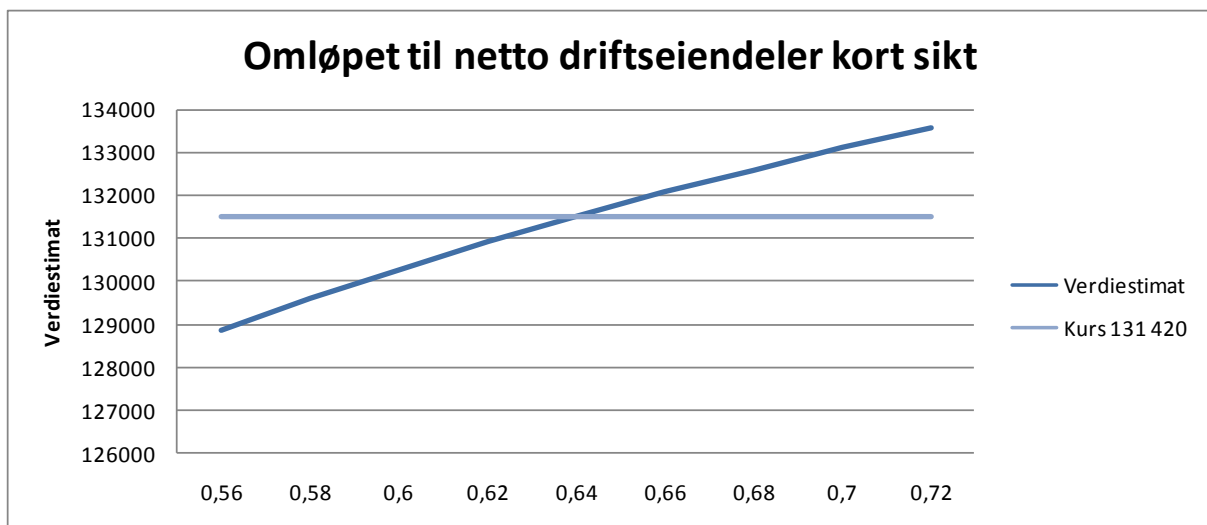
Ved å estimere utviklingen på budsjett horisonten får vi større utslag i estimeringen da denne vil gi effekt over en lengre periode og dermed gi større innvirkning på fremtidig kontantstrøm. En reduksjon i driftsinntektsveksten med 1 % gir her et utslag i verdiestimateret med ca 4,4 %. Ved å øke veksten fra utgangspunktet på 5 % ser vi en akselerasjon i verdien. Ved 8 % driftsinntektsvekst finner vi et kursestimater på hele 211 821 kr, og altså en oppgang på 61,1 %. Den eksplorative veksten kan her begrunnes ut fra at egenkapitalveksten nærmer seg egenkapitalkravet, noe som altså gir en akselerasjon i verdiestimateret.



Figur 11.51 Sensitivitetsanalyse driftsinntektsvekst lang sikt

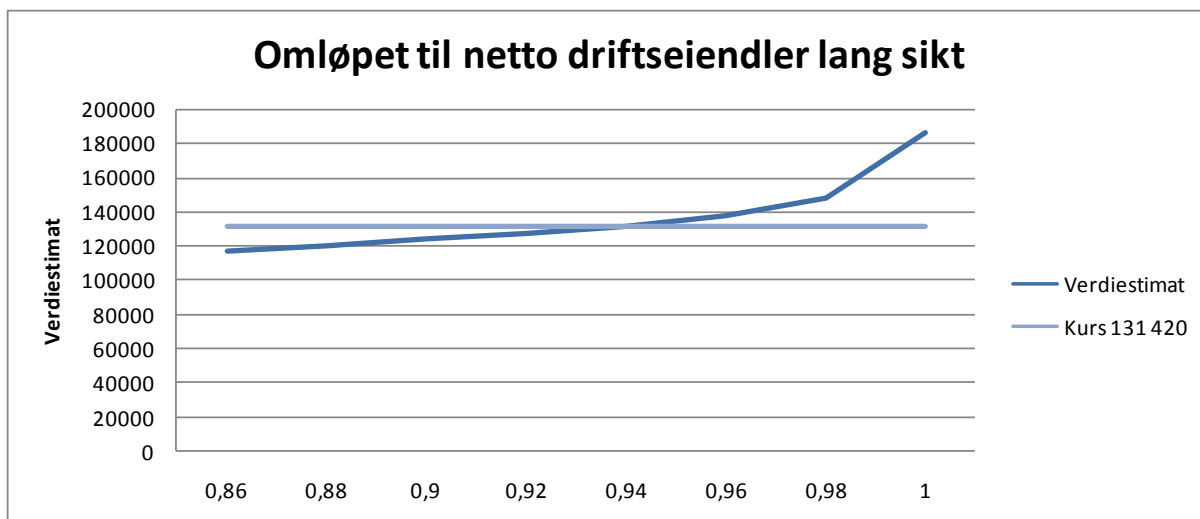
Omløpet til netto driftseiendeler

Ved å foreta en sensitivitetsanalyse på omløpet til netto driftseiendelene ser vi at utslagene på kort sikt ikke blir oppsiktsvekkende store. Ved en reduksjon i omløpshastigheten ned til 0,56 ser vi en reduksjon i kursestimatet med 2 % til 128 873. Samme utvikling bare i positiv retning ser vi dersom vi justerer omløpet tilsvarende oppover. Utviklingen er gjengitt i figur 11.52 under.



Figur 11.52 Sensitivitetsanalyse omløpet til netto driftsmargin kort sikt

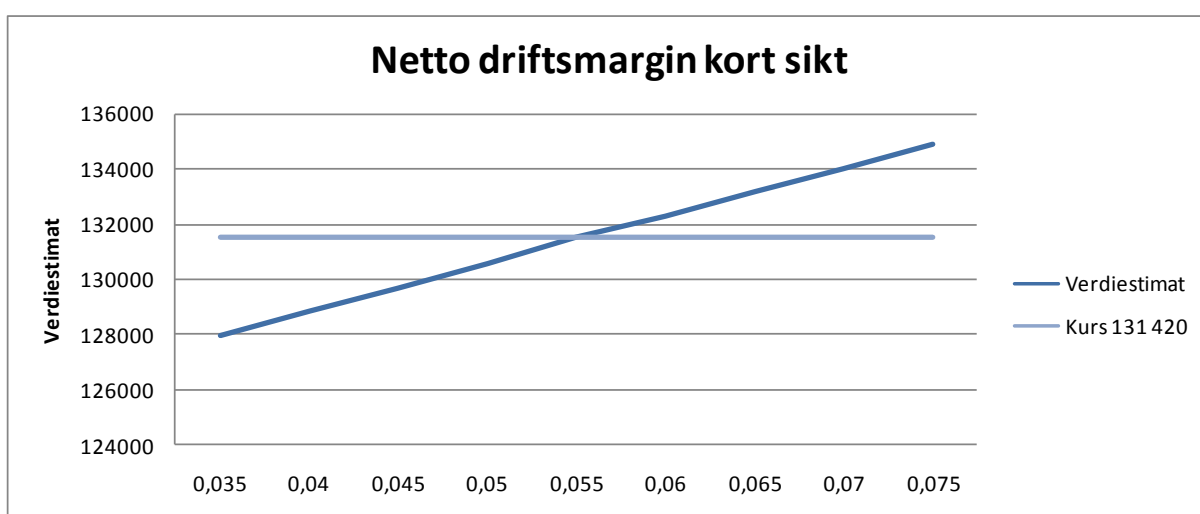
Også for omløpshastigheten til netto driftseiendelene ser vi et større utslag i kursutviklingen dersom vi foretar endringen i horisontperioden. En reduksjon i omløpet fra 0,94 til 0,86 gir her et fall i den estimerte kursen på 11,25 %. Det største utslaget ser vi likevel dersom en øker omløpshastigheten utover 0,94. Ved å justere denne opp til 1 vil verdiestimertet pr aksje øke med 41,4 % til 185 901 kr.



Figur 11.53 Omløpet til netto driftseiendler lang sikt

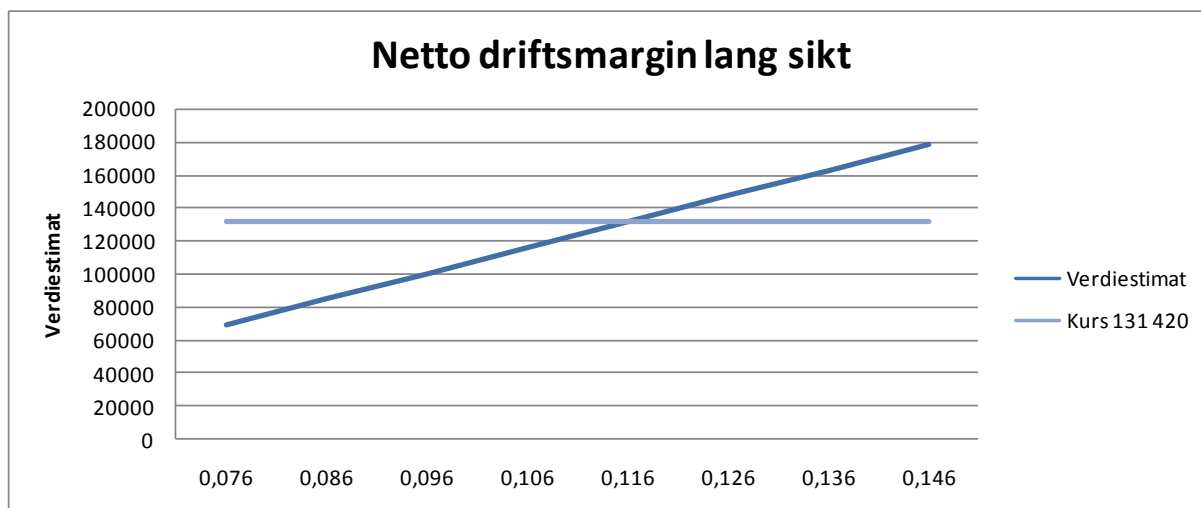
Netto driftsmargin

Under punkt 10.1 ble det budsjettert med en netto driftsmargin på 5,5 % for 2010. Ved å justere den kortsiktige driftsmarginen ser vi at utslagene i verdiestimatet blir svært begrenset. Ved en driftsmargin dette året på 3,5 % reduserer verdien av selskapets aksjer kun med 2,7 %, og vi ser en tilsvarende økning dersom marginen skulle stige til 7,5 %. Verdiestimatet må dermed sies å være lite sensitiv overfor endringer i den gitte verdidriveren på kort sikt. Den lineare utviklingen kan observeres i figur 11.54.



Figur 11.54 Netto driftsmargin kort sikt

Ved å justere verdidriveren på budsjetthorisonten ser vi derimot større utslag i verdiestimatet. En reduksjon i netto driftsmarginen fra 11,6 % til 7,6 % medfører nærmest en halvering av Utkilens verdi. For øvrig vil en videre nedgang til 3 % gi en egenkapitalverdi som tilsvarer null, og altså en overveiende sannsynlighet for konkurs for selskapet. Dersom Utkilen skulle klare å prestere over mitt budsjettanslag på 11,6 % i horisonten, så vil selskapets verdi kunne stige betydelig. Ved en margin på 14,6 % vil det nye anslaget på selskapets aksjeverdi øke med 35,7 %.



Figur 11.55 Netto driftsmargin lang sikt

Avkastningskrav

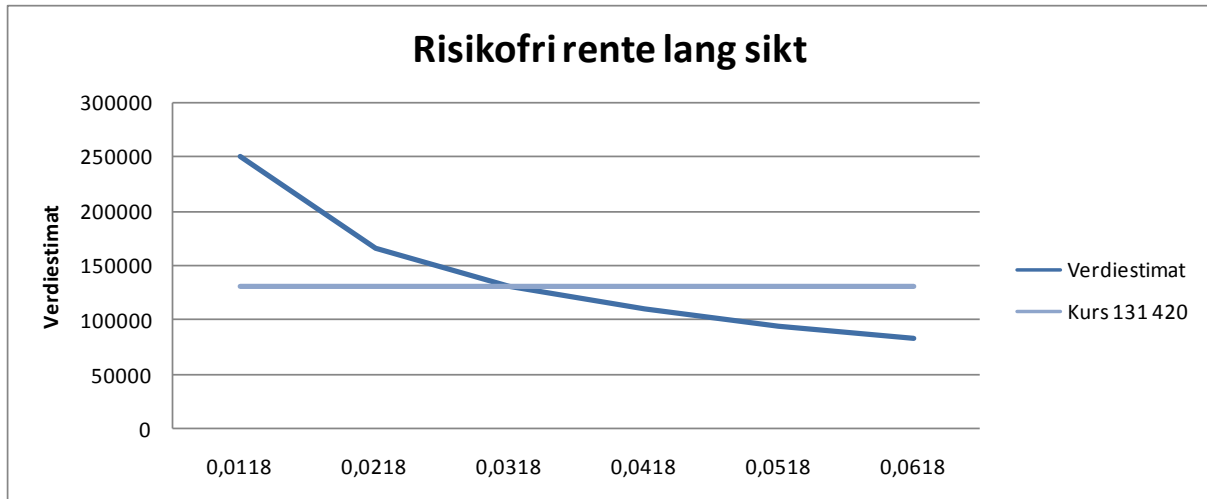
Avkastningskravet har stor påvirkningskraft for et selskaps verdiestimat da avkastningskravet til egenkapitalen er essensielt ved utregning av superrentabiliteten.

Avkastningskravet består av flere ulike poster, deriblant effektiv utbytteskatt, selskapets betaverdi, likviditetspremien, risikofri rente og risikopremien til markedet. Gjennom analyser av de ulike poster skiller det seg her ut to som gir en klar påvirkning i Utkilens verdiestimat, samt skiller seg ut som faktorer som over tid kan oppleve svingninger i estimatet. Disse er presentert under:

Risikofri rente

På lang sikt kan det være svært vanskelig å estimere den risikofrie renten. Det er på kort sikt en viss sikkerhet for at våre anslag blir tilnærmet korrekt med små avvik, noe som gjør det mer interessant å se på endringer i den risikofrie renten på budsjetthorisonten. Som forventet gir en høyere risikofri rente en reduksjon i verdiestimatet da avkastningskravet øker, samt øker selskapets finansielle kostnader. I tidligere budsjettestimat er den risikofrie renten satt til

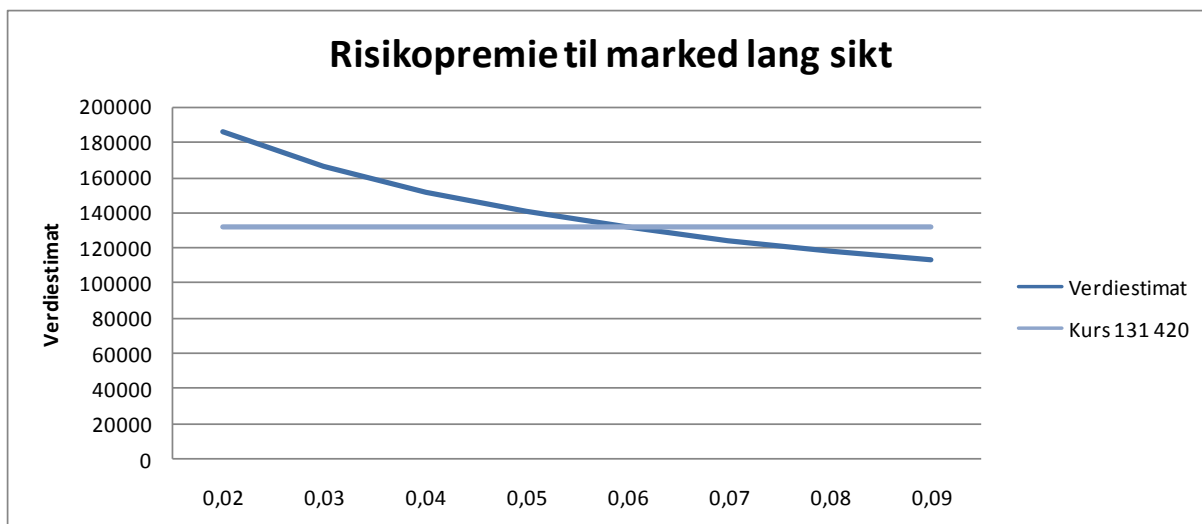
3,18 % i horisonten. Dersom denne skulle vise seg å øke med 3 % vil selskapets verdi estimert falle med hele 36 %. Samtidig ser vi et potensial for verdiøkning dersom renten skulle vise seg å ligge på dagens nivå også i horisonten (noe som er svært lite trolig). Med en risikofri rente i horisonten på 1,18 % estimeres det med en økning i selskapets verdi på 90,5 %.



Figur 11.56 Risikofri rente lang sikt

Risikopremie til markedet

Også risikopremien til markedet kan gi store utslag i verdiestimert for Utkilen. I budsjettet ble det estimert med en utvikling i retning av det globale gjennomsnittet for risikopremie til markedet. På internasjonalt nivå har denne lagt noe over det historiske gjennomsnittet i Norge. Premien ble dermed satt til 6 %, men er et estimat vi over tid kan oppleve svingninger i. For risikopremien kan det ut fra figur 11.57 observeres at utslaget blir størst dersom risikopremien faller. I likhet med risikofri rente vil dette gi en økt verdi på selskapet, og ved en nedgang på 3 % vil selskapets verdi estimert stige med 26,8 %. Ved en økning blir som sagt utslagene noe mindre. Det blir også her kun sett på den langsiktige utviklingen da utviklingen på kort sikt ikke vil komme til å oppleve store avvik fra den budsjetterte utviklingen.



Figur 11.57 Risikopremie til markedet lang sikt

Oppsummering

Ut fra de forskjellige budsjettdriverne kan det observeres en klar trend som heller mot at langsiktige endringer på horisonten gir en større påvirkning av selskapets verdiestimat, sammenlignet med endringer på kort og mellomlang sikt.

Utkilen er sensitiv overfor både renteendringer og endringer i risikopremien. Førstnevnte gir her størst utslag i verdiestimatet der vi ser at en utvikling i renten som overgår den estimerte med 3 % vil føre til en verdireduksjon på over 35 %. Samtidig ser vi også at alle de utvalgte driftsrelaterte budsjettdriverne i stor grad vil påvirke verdiestimatet på lang sikt dersom det skulle oppstå avvik. Det er dermed viktig å poengtere at det er en stor grad av usikkerhet i estimert verdi for Utkilen da det er svært vanskelig å estimere den langsiktige utviklingen helt korrekt.

12. Komparativ verdsettelse

Tidligere i analysen under punkt 3.8 ble det konkludert med at en komparativ verdsettelse var et godt supplement til den fundamentale verdsettelsen. Komparativ verdsettelse deles som tidligere nevnt inn i en direkte verdsettelsesteknikk samt en indirekte. Den indirekte kalles her substansverdimodellen og tar utgangspunkt i en verdsettelse av et selskaps eiendeler og gjeldsposter målt opp mot tilsvarende poster i komparative firma. En realisering av eiendeler er her uaktuelt, og den direkte komparative verdsettelsen peker seg her ut som det eneste reelle alternativer.

Gjennom en direkte komparativ verdsettelse sammenlignes egenkapitalverdien til et selskap opp mot tilsvarende selskaps egenkapitalverdier ved hjelp av en multiplikatormodell. Rammeverket for den direkte komparative verdsettelsen deles opp i fire steg, samt en oppsummering i form av en handlestrategi¹¹⁴:

1. Valg av multiplikatormodell:

Multiplikatormodellen kan gjengis ut fra formelen $m = P/B$, hvor P her settes til selskapets aksjekurs på et bestemt tidspunkt. B betegner basisen for verdsettelsen, og det er opp til oss som analytiker å velge denne. Basisen må her være positiv og gi en konsistent verdi med P. Med dette menes at verdsettingen må være et mål på resultatet til egenkapitalen pr aksje, kontantstrømmen til egenkapitalen per aksje eller egenkapital per aksje¹¹⁵. Valget av basisen blir her svært utslagsgivende for verdsettelsen, noe som medfører en svakhet ved modellen da analytiker lett kan styre verdien i ønsket retning.

Det er også viktig at en tar utgangspunkt i en normalisert basis, da unormale verdier her vil slå tilbake i en unøyaktig verdsettelse som over tid ikke er realistisk.

I den videre analysen vil jeg benytte meg av Pris/bok-forholdet og ut fra balanseorienterte verdier, samt trekke inn verdier fra resultatet og kontantstrømmen gjennom bruken av pris/fortjeneste som multiplikator.

2. Valg av komparative virksomheter:

Gjennom hele denne analysen har jeg benyttet meg av Odfjell, Stolt-Nielsen og Eitzen som komparative bedrifter som gir et godt sammenligningsgrunnlag med Utkilen. Alle tre er børsnotert ved Oslo-Børs, og sammen gir de et godt bilde på utviklingen i

¹¹⁴ Damodaran – ”Investment valuation” (2002)

¹¹⁵ Knivsflå (2006)

kjemikalietankbransjen. Jeg ser det som naturlig å fortsette med disse tre i den komparative verdsettelsen.

3. Utrekning av den komparative multiplikatoren:

Den komparative multiplikatoren finnes ved å beregne gjennomsnittet eller medianverdien av den estimerte verdien funnet ut fra beregningene rundt de komparative selskapene. Dersom selskapets drift og struktur er lik kan disse estimatene benyttes direkte uten justeringer.

Dersom det skulle være ulikheter i driften som innvirker på verdsettelsen, så kreves det en justering for denne forskjellen ved hjelp av en regresjonsanalyse¹¹⁶.

4. Komparativ verdsettelse

Verdsettelsen utføres ut fra følgende formel:

$$P_K = m_k * B$$

Her refererer m_k til den tidligere nevnte multiplikatoren estimert ut fra de komparative selskapenes verdier. B står fremdeles for basisen og basisen vektet opp mot multiplikatoren utgjør dermed verdiestimatet for selskapets aksjekurs (P_K).

Utrekningene av multiplikator og verdiestimat for Utkilen utføres i neste kapittel i analysen.

12.1 Pris/Bok (P/B)

Ved å beregne selskapenes netto driftskapital og sammenligne denne med et utregnet verdiestimat, så kan vi beregne et selskaps pris/bok-forhold. Det er her tatt utgangspunkt i selskapenes sist kjente balanse (tredje kvartalsrapporter), og kursestimat 18. november 2009.

Det kan i vurderingen av P/B oppstå problemer da P/B ikke tar hensyn til ulik gjeldsstruktur og avskrivningssatser mellom de forskjellige selskapene. Likevel anser jeg her at Utkilen har en gjeldsstruktur og avskrivningstakt som ikke er så ulike de komparative selskapene på analysetidspunktet. Etter en vurdering anser jeg det ikke nødvendig med ytterligere justeringer for forskjellene.

¹¹⁶ Knivsvlå (2006)

I tabell 12.73 under estimerespris/bok-forholdet for Odfjells A og B-aksjer, samt forholdet for Eitzen og Stolt Nielsen. Gjennomsnittsestimatet blir her benyttet videre som multiplikator i analysen av Utkilen.

Pris/Bok	Odfjell A	Odfjell B	Stolt-Nielsen	Eitzen
Bokført verdi EK	3 404 550 021	1 051 350 779	8 110 536 590	1 290 026 660
+ Bokført/Virkeligverdi MI	21 355 317	6 594 683	18 396 690	0
+ Bokført/virkeligverdi NFG	5 163 715 596	1 594 594 404	5 316 660 180	3 511 794 520
= Bokført verdi NDK	8 589 620 933	2 652 539 867	13 445 593 460	4 801 821 180
Pris per aksje	50,5	48,6	85	2
* Antall aksjer	65 690 244	21 078 704	64 133 796	171 777 831
= Børsverdi EK	3 317 357 322	1 024 425 014	5 451 372 660	343 555 662
+ Bokført/Virkeligverdi MI	21 355 317	6 594 683	18 396 690	0
+ Bokført/virkeligverdi NFG	5 163 715 596	1 594 594 404	5 316 660 180	3 511 794 520
= Verdiestimat NDK	8 502 428 234	2 625 614 102	10 786 429 530	3 855 350 182
P/B forhold NDK	0,990	0,990	0,802	0,803
Gjennomsnitt	0,865			

Tabell 12.73 Pris/Bok komparative selskaper¹¹⁷ (Omregnet til NOK og som totalsum)

Pris/Bok	Utkilen
Bokført verdi EK	371 019 351
+ Bokført/Virkeligverdi MI	65 238 471
+ Bokført/virkeligverdi NFG	836 048 666
= Bokført verdi NDK	1 272 306 488
* Multiplikator	0,865
= Verdiestimat NDK	1 100 532 491
- Bokført/Virkeligverdi MI	65 238 471
- Bokført/virkeligverdi NFG	836 048 666
= Verdiestimat EK	199 245 354
/ Antall aksjer	3 500
= Verdi per aksje	56 927

Tabell 12.74 Pris/bok Utkilen

¹¹⁷ Kvartalsrapport Odfjell
Kvartalsrapport Stolt-Nielsen
Kvartalsrapport Eitzen

Den komparative verdsettelsen ved bruk av pris/bok-forholdet gir her et verdiestimat på 56 927 kr per aksje i Utkilen, noe som er langt under estimatet funnet ved den fundamentale verdsettelsen. Her gjenspeiler en av svakhetene ved multiplikatormodellen seg ved at verdsettelsen kan bli sterk undervurdert i forhold til den fundamentale verdien dersom verdsettelsen skjer på et tidspunkt der stemningen i markedet er pessimistisk. Stemningen innen for shippingbransjen er fremdeles relativ pessimistisk, og vi ser en kursutvikling innen markedet med lavere avkastning enn gjennomsnittet ved Oslo Børs. På under to år har verdien av både Odfjell, Stolt Nielsen og Eitzen chemical mer enn halvert seg. Utviklingen gir her direkte effekt på verdsettelsen av Utkilen. Samtidig er resultatet en indikator på en overvurdering av aksjekursen under den fundamentale verdsettelsen.

12.2 Pris/fortjeneste (P/E)

Pris/fortjeneste	Odfjell A	Odfjell B	Stolt-Nielsen	Eitzen
Verdiestimat NDE	8 502 428 234	2 625 614 102	10 786 429 530	3 855 350 182
/ EBITDA	574 797 156	177 501 706	875 178 204	365 147 185
= Pris/fortjeneste forhold	14,79	14,79	12,32	10,56

Tabell 12.75 Pris/fortjenesteforhold (Omregnet til NOK og som totalsum)

Både bransjen og Utkilen oppnår svært lave driftsresultater for trailingåret 2009. Eitzen sitter her igjen med et estimert underskudd, og det blir dermed vanskelig å benytte netto driftsresultat som en del av baseverdien. Det velges derfor å benytte VNDE/EBITDA som base ved utrekning av multiplikatorfaktoren (se tabell 12.75).

Gjennomsnittlig multiplikator for de komparative bedriftene blir dermed 12,56 som vi benytter videre ved utrekning av Utkilens estimerte netto driftskapital og videre egenkapital. For å finne et estimat på Utkilens netto driftskapital tas det her utgangspunkt i samme base som over (EBITDA) og multipliserer denne opp med den gjennomsnittlige multiplikatorfaktoren. Deretter trekkes bokført/virkelig verdi av minoritetsinteressen og netto finansiell gjeld fra for å komme frem til et estimat på egenkapitalen.

Ut fra tabell 12.76 kan en observeres at estimatet på egenkapitalen er svært lav grunnet en svært lav inntjening for Utkilen i driftsåret 2009. Estimert verdi per aksje settes her til 28 555 kr og dermed langt under estimatet ved den fundamentale verdsettelsen. Hovedgrunnen til avviket finner vi gjennom at den komparative verdsettelsen ikke tar hensyn til fremtidige forventninger om økt inntjening, men ser kun på resultat i inneværende år.

Pris/fortjeneste	Utkilen
EBITDA	79 725 800
* Multiplikator	12,56
= Virkelig verdi NDK	1 001 229 372
- Bokført/Virkeligverdi MI	65 238 471
- Bokført/virkeligverdi NFG	836 048 666
= Verdiestimat EK	99 942 235
/ Antall aksjer	3 500
= Verdi per aksje	28 555

Tabell 12.76 Pris/fortjenestemodell Utkilen

12.3 Oppsummering komparativ verdsettelse

Felles for verdiestimatet funnet ved pris/bok og pris/fortjenestemodellen er at verdiestimatet kommer inn langt under den tidligere estimerte verdien under den fundamentale verdsettelsen. Under den fundamentale verdsettelsen kom jeg frem til et verdiestimat på 131.489 kr, noe som altså er 231 % over pris/bok estimatet og hele 460 % over estimatet ved pris/fortjenestemodellen. Det er flere grunner til dette avviket. Under pris/bok-modellen er det nok allerede priset inn en forbedring i markedet hos de komparative bedriftene, noe som medfører en høyere kurs og dermed en multiplikator for Utkilen som i utgangspunktet burde vært noe høyere¹¹⁸. Ved pris/fortjenestemodellen bærer resultatet preg av at Utkilen har et trailingresultat som kommer inn dårligere enn for bransjen ellers. Resultatet bærer her preg av kutt i flåten, men det forventes en forbedring de kommende årene som modellen ikke tar hensyn til.

Forskjell i regnskapsføringsmetoder, optimisme/pessimisme i markedet og rykter om oppkjøp (noe Eitzen dags dato er utsatt for) kan gi en vesentlig innvirkning på verdiestimatet.

Likevel kan resultatene her tyde på at den fundamentale verdsettelsen er noe overvurdert, noe jeg også vil ta hensyn til under oppsummeringen og handlingsstrategi i kapittelet under.

¹¹⁸ Soffer & Soffer (2003)

13. Oppsummering og handlingsstrategi

Etter å ha fullført verdsettelsen av Utkilen kan verdsettelsen oppsummeres, og det vil under kapitlet handlingsstrategi trekkes en konklusjon rundt prisingen av selskapet.

13.1 Oppsummering

Ved å gjennomføre en strategisk analyse kunne vi konkludere med at Utkilen ikke oppnår superrentabilitet på helt kort sikt, men at både bransjen og Utkilen vil utvikle seg positivt frem mot en ny høykonjunktur og dermed overgå kravene som stilles til rentabilitet. Utkilen forventes samtidig å oppnå en egenkapitalrentabilitet som ligger relativt jevnt med bransjesnittet på lang sikt. Grunnen til at Utkilen og bransjen dags dato ligger noe under kravet kommer av usikkerheten i verdensøkonomien og et stort fall i industriproduksjonen. Fallet har medført en sterk nedgang i befraktet volum, og dermed negative utslag i ratene. Shippingbransjen er som tidligere nevnt svært syklisk, og det er derfor ikke uvanlig med perioder der bransjen presterer under kravene som stilles¹¹⁹.

Neste ledd i selve verdsettelsesprosessen var å utføre en fremskriving av regnskapet. Ut fra den strategiske analysen, samt analysen av historiske regnskapstall, kom vi frem til et resultat som viste at bransjen over tid igjen ville øke sin lønnsomhet. Ved å benytte egenkapital metoden og selskapsmetoden fikk vi to anslag på et verdierestimert per aksje. Disse var ikke konsistente grunnet at en benyttet budsjetterte vektorer, og ikke virkelige verdierestimer. Ved hjelp av en konvergeringsprosess beregnet jeg meg her frem til et felles verdierestimert på 131.489 kr, og som tidligere nevnt ligger estimatet 24 % over den bokførte egenkapitalen per aksje i selskapet. Ut fra den fundamentale verdsettelsen er det altså en oppside i selskapet som hovedsakelig kan forklares med forventninger om at selskapet på sikt vil gå inn i en ny oppgangskonjunktur hvor Utkilen på horisonten vil oppnå et resultat som ligger over det kravet som forventes i markedet. Flåteekspansjon på sikt, samt en forbedring i markedsforholdene til selskapets største kunde Omya er de viktigste årsakene til optimismen i anslagene, samt en forventning om vekst i industriproduksjonen og markedets rater frem mot 2017. Disse forventningene er ikke bygget inn i dagens egenkapitalverdi som jeg her tar utgangspunkt i som sammenligningsgrunnlag.

Det skal her vektlegges at et slikt estimat består av store usikkerheter og faktorer som det kan

¹¹⁹ Martin Stopford (2008)

være vanskelig å gi nøyaktige anslag på. Samtidig er det kun benyttet offentlig tilgjengelig tallmaterial, noe som gjør det vanskelig å forutsi hvordan selskapet vil handle i fremtiden. Estimaten viser seg også å være svært sensitive for blant annet endringer i risikofri rente samt risikopremie, i tillegg til påvirkning fra de andre budsjettdriverne, noe som ble påvist gjennom en sensitivitetsanalyse.

For å få flere innspill til verdsettelsen valgte jeg i tillegg å utføre en komparativ verdsettelse ved å benytte meg av Odfjell, Stolt-Nielsen og Eitzen som komparative bedrifter.

Verdsettelsesestimaten ble her svært lave grunnet faktorene som er oppsummert under kapittel 12.3. Verdiestimatet på pris/bok ble her satt til kr 56.927 kr pr aksje samt 28.555 kr pr aksje dersom en tar utgangspunkt i en pris/fortjenesteanalyse.

13.2 Handlingsstrategi

Målet med verdsettelsen er her å finne et felles verdiestimat for aksjene i Utkilen, og grunngi hvor vidt estimatet skaper en mer eller mindre verdi ut fra dagens verdsettelse av egenkapital per aksje. Grunnet store usikkerheter og lav inntjening i bransjen blir det vanskelig å finne et godt verdiestimat ved hjelp av komparativ verdsettelse. Grunnen til dette er at den langsiktige inntjeningen i liten grad tas hensyn til, samtidig som pessimismen og psykologien i markedet gir store utslag i prisingen. Jeg velger dermed å tillegge de komparative verdsettelsesmetodene liten vekt. I tabell 12.77 ser en hvordan den fundamentale verdsettelsen er vektet til 6/8 mens den komparative verdsettelsen til sammen får resterende vekt på 2/8.

	Vekt	Verdiestimat
Fundamental verdsettelse	6/8	131 489
Komparativ verdsettelse P/B	1/8	56 927
Komparativ verdsettelse P/F	1/8	28 555
Vektet gjennomsnitt	1	109 302

Tabell 12.77 Endelig verdiestimat Utkilen

Ut fra siste tilgjengelige balanse og verdi av bokført egenkapital verdsettes aksjene i Utkilen til 106.005 kr pr aksje. Det er her tatt utgangspunkt i trailingbalansens egenkapital fra 2009, og denne kan dermed avvike noe fra den reelle egenkapitalen ved utgangen av året.

I tabell 12.77 er de ulike verdiestimatene vektet mot hverandre for dermed kunne utgjøre et felles estimat for aksjeverdien i Utkilen. Det vektete gjennomsnittet estimeres her til 109 302 kr, og det er dermed svært lite skille mellom utregnet endelig verdiestimat og dagens verdi av egenkapital per aksje. Estimaten av den fundamentale og komparative verdsettelsen er usikkert

da disse teknikkene henspeiler seg på komponenter som over tid er svært volatile og vanskelig å gi korrekte estimat for. Utviklingen i industriproduksjonen, nye avgifter og Utkilens grad av innleide skip i fremtiden eksempler på slike faktorer som hvor avvik fra estimat kan gi store utslag i verdsettelsen. Det velges derfor å bygge inn et handlingsrom på $\pm 10\%$ i analysen, noe som medfører en **hold** anbefaling i et investorperspektiv av aksjen så lenge verdiestimatet ligger innenfor intervallet 98 372 – 120 232 kr per aksje.

Mitt prisestimat på Utkilens egenkapital/pris per aksje er dermed forenelig med verdien av Utkilens egenkapital for trailingåret 2009.

14. Referanseliste

Litteratur:

- Aasmund Eilifsen, William F. Messier Jr. (2006): "Auditing & Assurance Services", McGraw-Hill
- Bakka, Dag Jr. (2006): "Utkilen – Fra bygdesjøfart til industriell shipping", Seagull Publishing
- Barney, J.B. (2002): "Graining and Sustaining competitive advantage" 2th edition, Addison Wesley Publishing Company
- Bodie, Z. Kane, A. & Marcus, A. (2005): "Investments" 6th edition, McGraw Hill
- Boye, K. Hansen, T. & Torgrimsen, B. (2006): "Personlig økonomi", 23. Utgave. Cappelen akademiske forlag
- Brealey, Richard A and Stewart C. Myers (2003): "Principles of Corporate Finance" 6th edition, McGraw-Hill
- Damodaran, A. (2002): "Corporate Finance – Theory and Practice" 2nd edition, John Wiley & son
- Damodaran, A. (2002): "Investment Valuation – Tools and Techniques for determining the value of any asset, 2th edition. John Wiley & Son
- Gjesdal, F. og Johnsen, T. (1999): "Kravsetting, lønnsomhetsanalyse og verdivurdering. Cappelen Akademiske Forlag.
- Hill, C.W.L and Jones, G.R. (2004): Strategic management Theory: "An Integrated Approach" 6th edition, Houghton Mifflin Company
- Horngren, Datar and Foster (2006): "Cost Accounting – A managerial Emphasis" 12th edition, Prentice Hall
- Jakobsen, E. & Lien, L. (2001): "Ekspansjon – Strategi for forretningsutvikling", Gyldendal
- Johnsen, A og Kvaale, E. (2007): "Regnskapsloven" 4. opplag, Cappelen Akademiske forlag
- Johnson, G., Scholes, K. and Whittington, R. (2005): "Exploring Corporate Strategy", 5th edition, Prentice Hall
- Koller, T. Goedhart, M. and Wessels, D. (2005): "Valuation": Measuring and Managing the Value of Companies" 4th edition, John Wiley & Son

- Martin Stopford (2008): “Maritime economics” 2nd edition, Routledge
- Penman, S.H. (2004): “Financial Statement analysis and security Valuation” 2nd edition, McGraw-Hill
- Robert S. Kapland (1998): “Advanced management accounting” 3th edition, Prentice Hall
- Roos, Van Krogh, Roos (2002): ”Innføring i strategi”, Gyldendal
- Soffer & Soffer (2003): “Financial Statement analyses”, Prentice Hall

Hjemmesider:

- Utkilen www.utkilen.no
- Eitzen Chemical www.eitzen-chemical.com
- Odfjell www.odfjell.no
- Stolt-Nielsen www.stolt-nielsen.com
- Norges Bank www.norges-bank.no
- Merrill Lynch www.ml.com
- Dnb Nor Markets morgensrapporter www.dnbnor.no/markets
- Pareto www.pareto.no
- Drewry www.drewry.co.uk
- Oslo Børs www.ose.no
- OECD www.oscd.org
- KPMG www.kpmg.no
- Dagens Næringsliv www.dn.no
- MEPS www.meps.co.uk
- IMF www.imf.org
- Cepiprint www.cepiprint.com
- Standard & Poors www.standardpoor.com

Andre internettkilder:

- Skipsrevyen - <http://www.skipsrevyen.no/nyheter/28925.html>
- E24 <http://www.e24.no/lov-og-rett/article3142668.ece>
- Offshore <http://www.offshore.no/nyheter/sak.aspx?ID=26099>

Årsrapporter/kvartalsdata

- Utkilen 2003 - 2009 (1.kvartal)
- Eitzen Chemical 2006 - 2009 (3.kvartal)
- Odfjell 2003 – 2009 (3.kvartal)
- Stolt-Nielsen 2003 – 2009 (3.kvartal)

Andre rapporter:

- DVB Group, Shipping rapport – “Chemical Tanker Market Outlook 2009”
- DVB Group – “Research and strategic planning 2009”
- Dnb Nor Markets – Morgenrapporter 08.2009 – 12.2009
- OSC-limited Market rapport (2009)

Forelesningsnotater:

- Knivsflå, Kjell Henry (2008) – Bus 424: ” Strategisk regnskapsanalyse”, Norges Handelshøyskole, Bergen
- Knivsflå, Kjell Henry (2006) – Bus 425: ”Regnskapsanalyse og verdsettelse”, Norges Handelshøyskole, Bergen
- Pettersen, Siri Strandenes (2008) - Inb 426: ”Shipping Economics”, Norges Handelshøyskole, Bergen
- Stuart, Iris (2008) – Bus 426: ”Auditing”

Andre kilder:

- Espen Bjelland – CFO Utkilen Shipping
- Logistikkavdeling Omya