

NORGES HANDELSHØYSKOLE
Bergen, høsten 2009



Selvstendig arbeid innen masterstudiet i økonomi og administrasjon, hovedprofil Finansiell økonomi
Veileder: Associate Professor, Dr. oecon. Tore Leite



Verdsettelse av GC Rieber Shipping ASA

Av

Jan Fredrik Mohn og Fredrik Arild Takle

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 innestår for de metoder som er anvendt, de resultater som er fremkommet eller de konklusjoner som er trukket i arbeidet.

1. SAMMENDRAG

Denne masterutredningen i finansiell økonomi har som formål å analysere og verdsette GC Rieber Shipping ASA pr 31.12.2008. Vi har valgt å gjennomført en analyse med utgangspunkt i ekstern informasjon, basert på Kjell Knivsflå sitt rammeverk. Som metode for verdsettelse har vi valgt fundamental verdsettelse supplert med en komparativ verdsettelse.

Vi starter med å presentere GC Rieber Shipping ASA og bransjen selskapet opererer i. Deretter gjennomføres en strategisk analyse hvor eksterne muligheter og trusler (Porters 5 krefter), og interne styrker og svakheter (SVIMA) identifiseres. Neste skritt er en regnskapsanalyse hvor finansregnskapet omgrupperes for å tilpasses formålet, investororientert analyse. Således sammenligner vi selskapets nøkkeltall med utvalgte selskaper i bransjen.

Innsikten fra de overnevnte analysene blir nyttet til å utarbeide et fremtidsregnskap med en horisont på 6 år og dette sammen med fremskrevne avkastningskrav blir nyttet som datagrunnlag for den fundamentale analysen. Vårt fundamentale verdiestimat per 02.11.2009 er 42,67 kr, mens det komparative verdiestimatet er 35,09 kr.

Pr 02.11.2009 omsettes aksjen for 27,50 kr. Vi anbefaler kjøp av aksjen på dagens nivåer opp til 34,65 kr.

2. FORORD

Denne oppgaven er skrevet som en avslutning på mastergradsstudiet i økonomi og administrasjon ved Norges Handelshøyskole.

Begge forfatterne har fordypning i finansiell økonomi og støtteprofil/vesentlig interesse for økonomisk styring. Med dette som utgangspunkt ønsket vi å skrive en oppgave som går på tvers av disse retningene. Verdsettelse ble et naturlig valg, ettersom det innebærer at en kombinerer kunnskap og teori fra begge fagområdene.

Vi ble tidlig enig om at vi ønsket å verdsette et selskap innenfor Shipping, en bransje som er preget av sykliske svingninger og av å være svært kapitalintensiv. GC Rieber pekte seg ut innenfor denne bransjen på grunn av selskapets spesielle karakter med aktiviteter innenfor både is/forskning, offshore og subsea – noe som er veldig uvanlig. At selskapet i tillegg holder en lav profil i nyhetsbildet og er dominert av en stor eier – Rieber familien – pirret nysgjerrigheten. Som en følge av sistnevnte er det dårlig likviditet i aksjen på Oslo Børs, hvor selskapet er notert og dette reiser flere interessante spørsmål. Er selskapet priset riktig ift underliggende verdier eller omsettes aksjen med en kontroll og likviditetsrabatt av betydning?

Arbeidet med utredningen har vært utfordrende og krevende, men samtidig svært lærerikt. Det er veldig motiverende å få brukt teori og kunnskap, tilegnet gjennom et 5 års studium, i praksis. Dette har selvsagt bidratt til å øke forståelsen på mange områder.

Til slutt ønsker vi å benytte anledningen til å takke vår veileder Tore Leite for innspill og gode råd under arbeidet med denne utredningen.

Bergen, november 2009.

INNHALDSFORTEGNELSE

1.	SAMMENDRAG.....	2
2.	FORORD.....	3
3.	INNLEDNING.....	6
3.1.	MOTIVASJON.....	6
3.2.	STRUKTUR OG AVGRENSNING	6
4.	BEDRIFTS- OG BRANSJEPRESENTASJON	9
4.1.	KORT PRESENTASJON AV DAGENS GC RIEBER SHIPPING ASA	9
4.2.	HISTORIKK	11
4.3.	AKSJEN RISH PÅ OSLO BØRS.....	12
4.4.	KONKURRENTER.....	13
5.	VERDSETTELSESTEKNIKKER	15
5.1.	FUNDAMENTAL VERDSETTELSE	15
5.2.	KOMPARATIV VERDSETTELSE	16
5.3.	OPSJONSBASERT VERDSETTELSE	18
5.4.	VÅRT VALG AV MODELL/TEKNIKK	19
6.	STRATEGISK ANALYSE.....	21
6.1.	INNLEDNING	21
6.2.	EKSTERNANALYSE - TEORETISK RAMMEVERK OG AVGRENSNING	21
6.3.	EKSTERNANALYSE - ANVENDELSE.....	25
6.4.	INTERNANALYSE - TEORETISK RAMMEVERK OG AVGRENSNING.....	31
6.5.	INTERNANALYSE - ANVENDELSE	33
6.6.	FREMIDSUTSIKTER FOR BRANSJEN	38
7.	STRATEGISK REGNSKAPSANALYSE	40
7.1.	FORBEREDELSE TIL REGNSKAPSANALYSE	40
7.2.	PRESENTASJON AV RAPPORTERTE TALL	42
7.3.	OMGRUPPERING FOR ANALYSE	46
7.4.	PRESENTASJON AV OMGRUPPERTE REGNSKAPER OG BALANSE.....	49
7.5.	ANALYSE OG JUSTERING AV MÅLEFEIL	52
8.	ANALYSE AV RISIKO	54
8.1.	LIKVIDITETSANALYSE	54
8.2.	SOLIDITETSANALYSE	58
8.3.	OPPSUMMERING AV RISIKOANALYSE – SYNTETISK RATING	59

9.	ANALYSE AV HISTORISK AVKASTNINGSKRAV.....	61
10.	ANALYSE AV LØNNSOMHET OG VEKST.....	68
10.1.	ANALYSE AV LØNNSOMHET.....	68
10.2.	FUNDAMENTAL ANALYSE AV VEKST.....	74
11.	BUDSJETTERING / FREMTIDSREGNSKAP.....	76
11.1.	RAMMEVERK.....	76
11.2.	BUDSJETTERING.....	76
11.3.	PROFORMA REGNSKAP.....	85
11.4.	FREMSKRIVNING AV AVKASTNINGSKRAV.....	87
12.	VERDSETTELSE.....	90
12.1.	FUNDAMENTAL VERDSETTELSE.....	90
12.2.	SENSITIVITETSANALYSE.....	96
12.3.	KOMPARATIV VERDSETTELSE.....	101
13.	KONKLUSJON VERDSETTELSE.....	105
13.1.	OPPSUMMERING.....	105
13.2.	HANDLESTRATEGI.....	106
14.	KILDER.....	107
14.1.	BØKER.....	107
14.2.	ÅRSRAPPORTER.....	107
14.3.	NETTSIDER.....	107
14.4.	FORELESNINGSNOTATER.....	107
14.5.	PERSONER.....	108
15.	APPENDIX.....	109

3. INNLEDNING

3.1. MOTIVASJON

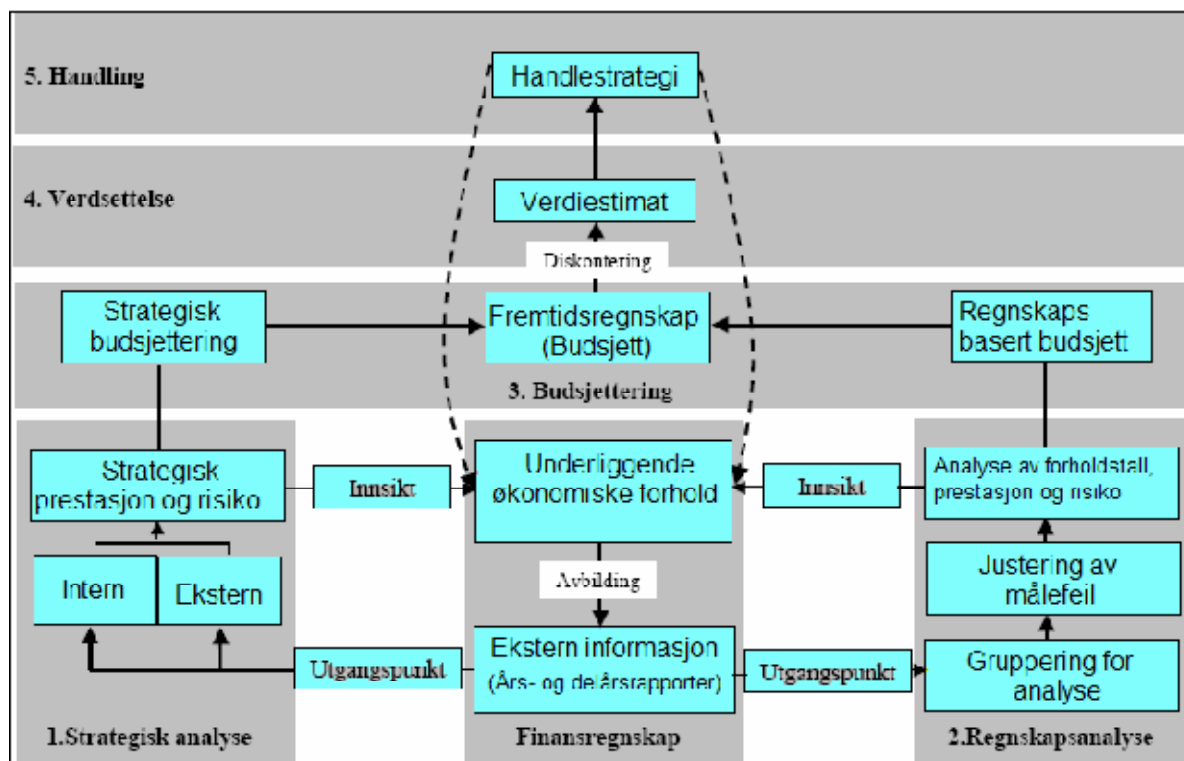
Denne utredningen har som formål å beregne verdien på GC Rieber Shipping ASA sin egenkapital per 31.12.2008. Utredningen er utelukkende basert på ekstern tilgjengelig informasjon, primært årsrapporter og kvartalsrapporter publisert av selskapet selv.

Den tilgjengelige informasjonen er satt i et system hvor vi har sett på den strategiske sfæren selskapet opererer i, bransjens markedsutsikter, og vi har analysert regnskaper og annen offentlig tilgjengelig informasjon for selskapet og bransjen det opererer i.

3.2. STRUKTUR OG AVGRENSNING

Opgaven bygger i vesentlig grad på fagene FIE435 Applied Finance (Richard D.F. Harris), BUS425 Bedriftsverdsettelse og strategisk regnskapsanalyse (Finn Kinserdal) og BUS424 Strategisk regnskapsanalyse (Kjell Henry Knivsflå). Obligatoriske fag fra vår hovedprofil finansiell økonomi, som FIE400 Finansmarkeder, danner sammen med de overnevnte fagene en naturlig teoretisk base for utredningen.

Vi nytter i det følgende Knivsflå sitt rammeverk, gjengitt i figuren under.



Essensen i rammeverket er at ekstern informasjon danner grunnlag for de forskjellige analysene hvor den strategiske analysen gir kvalitativ innsikt og regnskapsanalysen gir kvantitativ innsikt i selskapets underliggende økonomiske forhold. Funnene fra disse analysene danner grunnlaget for *Fremtidsregnskapet*. De fremtidige kontantstrømmene fra dette blir så neddiskontert og summen av disse er et verdiesestimert på selskapets egenkapital, i veldig grove trekk.

Masterutredningen er følgelig delt i fire hoveddeler, i tråd med Knivflå's rammeverk.

1. Strategisk analyse
2. Regnskapsanalyse
3. Fremtidsregnskap
4. Verdsettelse

Oppgavens oppbygning

De tre første kapitlene inneholder sammendrag, forord og denne teksten, innledning.

I kapittel 4 gis det en presentasjon av selskapet og bransjen det opererer i. Da selskapet opererer i forskjellige segmenter enten direkte eller indirekte igjennom hel- og deleide datterselskaper finner vi det nødvendig å presentere disse virksomhetsområdene også i denne delen av utredningen. Til slutt presenteres et knippe utvalgte konkurrenter som analyseres behørlig i de følgende kapitlene.

I kapittel 5 presenterer vi forskjellige verdsettelsesmetoder fra teorien og begrunner vårt valg av fundamental verdsettelse i kombinasjon med komparativ verdsettelse.

Del 1

Kapittel 6 inneholder den strategiske analysen av selskapet, herunder intern- og eksternanalyse. I tillegg analyserer vi her markedsutsiktene for bransjen.

Del 2

Kapittel 7 omfatter den strategiske regnskapsanalysen. Denne delen inneholder blant annet omgruppering av resultatregnskap og balanse, og korreksjon av evt målefeil. Denne delen er viktig for videre analyse og fremskrivning av regnskaper og balanse.

Kapittel 8 inneholder analyse av risiko, herunder likviditets- og soliditetsanalyse. I kapittel 9 finnes en analyse av historiske avkastningskrav, og i kapittel 10 en analyse av vekst og lønnsomhet.

Del 3

Kapittel 11 inneholder fremtidsregnskapet og dette danner grunnlaget for verdsettelsen. Innsikt fra de forutgående analysene/kapitlene nyttes ved utarbeidelsen av dette.

Del 4

Kapittel 12 inneholder selve verdsettelsen med sensitivitetsanalyser. Kapittel 13 har som hensikt å oppsummere våre resultater og fungere som en konklusjon.

Kapittel 14 inneholder kildeliste.

4. BEDRIFTS- OG BRANSJEPRESENTASJON

Nedenfor vil vi kortfattet presentere GC Rieber Shipping i den form selskapet er idag. Vi vil også kort gjøre rede for selskapets historikk.

4.1. KORT PRESENTASJON AV DAGENS GC RIEBER SHIPPING ASA¹

GC Rieber Shipping har virksomhet innen shipping som omfatter eierskap i spesialskip, maritim drift/management, prosjektutvikling og industriell porteføljestyling innen segmentene isgående forskning og marin seismikk. Selskapet ble notert på Oslo Børs (OSE: RISH) første gang i 1998. Hovedkontoret ligger i Bergen og selskapet har idag rundt 100 ansatte.

Virksomhetsområder

Selskapet har tre virksomhetsområder; Offshore subsea, Is/Forskning og Marin Seismikk. Disse virksomhetsområdene har igjen del-segmenter, beskrevet nedenfor, og aktivitetene er både direkte eller indirekte gjennom datterselskaper og tilknyttede selskaper.

Selskapet anser selv prosjektutvikling, skipseierskap og skipsdrift som sine kjerneaktiviteter, mens offshore subsea (Technocean), marin seismikk (Octio) og Geoteknisk-/kjerneboring (Bluestone Offshore) anses som strategiske verdikjedeinvesteringer.

Offshore subsea

GC Rieber Shipping eier og opererer diekte tre skip innen subsea support. Utover dette er fire nye skip kontrahert, hvorav to vil ble brukt innen subsea. Disse skipene er kontrahert som et joint venture med Otto Marine, hvor GC Rieber Shipping eier 51 % av aksjene.

Igjennom *Technocean* (58 % eid) og dets datterselskap *Scan Mudring* er selskapet involvert i subsea support. Technocean har spesialisert seg på undervannsoperasjoner, herunder ROV operasjoner, masseforflytning på havet bunn.

GC Rieber Shipping er også involvert i dypvanns geotekniske undersøkelser igjennom sin 40% eierandel i Bluestone Offshore. Selskapet har spesialisert seg på kjerneboring på dypt vann (75m+) og er en av to aktører på verdensbasis innenfor denne nisjen.

¹ GC Rieber Shipping – Årsrapport 2008 og rieber-shipping.no

Is/Forskning

Konsernet eier og opererer to skip innen is/forskning, disse brukes i polare havområder av forskningsorganisasjoner og oljeindustrien (f.eks. Sakhalin feltet).

Marin seismikk

Konsernet eier en 60 % andel i havbunnselskapet Octio. Dette selskapet eier igjen 74% av Octio Geophysical, som har spesialisert seg innenfor permanent monitorering av olje- og gassfelt med sikte på økt reservoar utnyttelse. Octio Geophysical er et heleid datterselskap av Octio som driver med tauet seismikk.

4.2. HISTORIKK²

G.C. Rieber & CO. AS ble etablert I 1879. Først 51 år senere - i 1930 - startet selskapet med aktivitet innen shipping med drift av tre fiskefartøyer. I etterkrigsårene deltok selskapet i de første ekspedisjonene til Antarktis og allerede i 1965 var selskapet involvert i seismiske undersøkelser i Nordsjøen og langs den kanadiske østkysten.

På 1970-tallet utførte selskapet pioner arbeid innenfor seismikk i kanadiske farvann. Et tiår senere ble aktivitet utvidet i den sørlige polare områder med vitenskapelige ekspedisjoner til Antarktis. Disse ble gjennomført for ulike offentlige etater, for Australia, India, Tyskland og Italia, samt for de skandinaviske landene. Denne utvidelsen av driften ble markert ved at shipping divisjonen ble overført til et eget selskap: Rieber Shipping A/S i 1981.

Siden da selskapet har selskapet hatt en egen in-house design avdelingen. En rekke seismikk-, subsea offshore og polare ekspedisjoner fartøyene har blitt utviklet og selskapet har vellykket innført disse i krevende markeder. Selskapets design og tekniske løsninger har vist seg vellykket og meget funksjonelle i slike ulike sektorer som offshore og arktisk støtte. G.C. Rieber Shipping har lang erfaring i å operere seismikke skip for de største og mest krevende kunder innen dette feltet. Dette har resultert i selskapets in-house desingavdeling har utviklet nye fartøyer, og det har også gjort det mulig for selskapet å gjennomføre store investeringer i konvertering og oppgradering av eksisterende fartøy.

GC Rieber Shipping i dag eier og opererer noen av de mest moderne fartøyer innenfor svært disse feltene av høyt spesialiserte skip.

Konsernet har en klar strategi på prosjektutvikling og eventuelt salg av delvirksomheter såfremt det vurderes som strategisk riktig og formålstjenelig med hensyn til å synliggjøre verdier som er skapt. Selskapet har ved flere anledninger synliggjort verdier ved at de har spunnet ut delvirksomheter, senest Arrow. Dette var et selskap som ble bygget opp over noen få år og solgt med vesentlig gevinst for selskapet.

² Basert på informasjon fra selskapets nettside, rieber-shipping.no. Besøkt mars 2009.

4.3. AKSJEN RISH PÅ OSLO BØRS

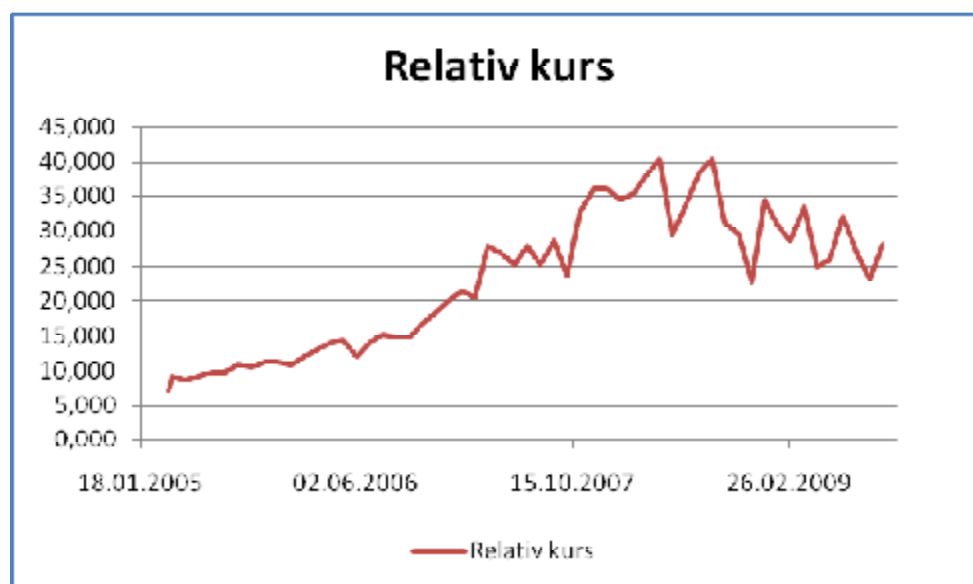
En langsiktig investor i et selskap måler i utgangspunktet sin investering i direkte avkastning målt ved utbetalt utbytte og i indirekte avkastning i form av den langsiktige utvikling i aksjekurs.

GC Rieber har med unntak av 2006 de siste årene netto betalt ut utbytte til sine eiere. Utbyttet har vært noe varierende. Bakgrunnen for det netto negative utbyttet skyldes en rettet emisjon i 2006 ifm investeringen i Arrow Seismic.

Netto utbytte og andel av resultat er illustrert i tabellen under:

	2004	2005	2006	2007	2008
Netto betalt utbytte	11 725,00	13 028,00	- 292 644,00	5 253,00	202 357,00
% av fullstendig nettoresultat	36 %	8 %	-10243 %	1 %	76 %

GC Rieber Shipping har vært registrert som RISH på Oslo Børs siden 2005. Vi observerer at det i 2007 ble gjennomført en splitt i aksjen. I tillegg til å justere for dette skal man for å få den isolerte indirekte avkastningen justere for utbytte. Vi bruker da den relative kursen gitt ved den justerte sluttkursen på Oslo Børs. Som vi ser av figuren under³ har kursen relativt sett steget gjennom måleperioden. Den annualiserte gjennomsnittlige avkastningen har vært 44,03 %. Det må her taes med i betraktning at man gikk inn i finanskrisen i 2008. Dersom man ser bort i fra det 2008-2009 har den gjennomsnittlige avkastningen vært omlag 70 %.



³ Kursene er hentet fra finance.yahoo.com. Hentet 02. November 2009.

4.4. KONKURRENTER

GC Rieber Shipping opererer som nevnt innenfor segmentene Offshore Subsea, Is/forskning og Marin seismikk og følgelig vil være naturlig å presentere selskaper med aktiviteter innenfor disse segmentene.

Ideelt sett ville vi valgt ut et knippe selskaper med det samme spekteret av produkter og tjenester som Rieber tilbyr, men dette er en nokså uvanlig sammensetning. Vi følgelig ikke lykkes med å identifisere direkte sammenlignbare selskaper med det samme produkt- og tjenestespekteret.

Følgelig har vi valgt selskaper som har spesialisert seg innenfor en eller flere av disse segmentene, herunder DOF, PGS og Subsea 7. Disse vil bli presentert i det følgende og analysert videre senere i utredningen.

Det bør kommenteres at vi har ikke identifisert noen sammenlignbare selskaper med aktiviteter innenfor Is/Forskning. Vi anerkjenner dette som en svakhet, men vil samtidig argumentere for at dette er en svært smal nisje med få aktører.

DOF ASA⁴

DOF ASA har historisk sett vært et rent offshore rederi som tilbyr skip på bare boat eller time charter avtaler til tredjeparter som typisk befinner seg i oljeservice bransjen. De senere år er imidlertid en av deres største investeringer, DOF Subsea AS, utviklet seg til å bli en stor del av konsernet. På basis av dette er selskapet også eksponert mot en mer subsea spesifikk bransje, som innebærer at man både tilbyr prosjektledelse, utøver prosjekter og leier ut subsea spesikke skip til tredjepart.

DOF ASA ble grunnlagt i Norge i 1981 og har fra den tid vært eksponert mot offshore bransjen i en rekke land. Dette innebærer selskaper i UK, USA, Australia, Singapore, Brasil, Egypt, Angola med flere. Konsernet har så vel vokst organisk som gjennom oppkjøp. Idag innbefatter flåten totalt 67 skip innbefattet skip under bygging:

- 23 PSV fartøy
- 21 AHTS fartøy
- 23 CSV fartøy

I tillegg besitter man en rekke miniubåter også kalt ROVer. Dersom man ser bort fra GC Rieber shippings investeringer i sensorteknologi for overvåkning av oljefelt og eksponeringen mot isforskning er DOF ASA meget sammenlignbar med GC Rieber Shipping.

⁴ Nettside, www.dof.no. Besøkt 3. Mars 2009.

Petroleum Geo-Services ASA (PGS)⁵

Petroleum Geo-Services (PGS) tilbyr et bredt spekter av produkter, inkludert; seismiske og elektromagnetiske tjenester, datainnsamling, prosessering, reservoar analyse. Selskapet hjelper oljeselskapene å finne olje- og gassreserver, både offshore og onshore.

Selskapet ble grunnlagt i Norge i 1991, med 2 seismikk skip. Siden den gang har selskapet vokst både organisk og igjennom oppkjøp til å omfatte:

- 16 offshore seismikkfartøy
- 10 team onshore på 3 kontinenter
- 23 databehandling sentre

PGS har kontorer i over 30 land med regionale sentre i London, Houston og Singapore. Hovedkontoret ligger i Oslo, Norge og PGS-aksjen er notert på Oslo Børs (OSE: PGS).

PGS har en mer fokusert strategi enn GC Rieber Shipping med aktiviteter utelukkende innenfor seismikk og naturlige komplementære tjenester og produkter.

Subsea 7 Inc⁶

Subsea 7 opererer innenfor servicenæringen til olje- og gassindustrien. Selskapet tilbyr tjenester innenfor subsea services og er et av verdens ledende selskap innen utvikling og konstruksjon av undersjøiske anlegg for produksjon av olje og gass. Hovedsaklig tilbyr selskapet undervannstjenester innenfor fasene feltutvikling og -vedlikehold innen olje- og gassindustrien.

Selskapet kontrollerer, per august 2009, 22 dynamisk posisjonerbare subsea support skip. På verdensbasis har selskapet i overkant av 5000 ansatte.

Hovedkontoret ligger i London, UK og selskapet er notert på Oslo Børs (OSE: SUB).

I likhet med PGS har Subsea 7 har en mer fokusert strategi enn GC Rieber Shipping med aktiviteter utelukkende innenfor *Subsea Field Development*. Selskapet tilbyr dog et bredere spekter av produkter og tjenester enn det GC Rieber Shipping tilbyr direkte og igjennom datterselskapene Technocean og Bluestone Offshore.

Det kan argumenteres for at det er vanskelig for Rieber å tilby det samme spekteret av produkter og tjenester med en flåte som teller betydelig færre skip enn konkurrenten.

⁵ Nettside, www.pgs.com. Besøkt 3. Mars 2009

⁶ Nettside, www.subsea7.com. Besøkt 3. Mars 2009

5. VERDSETTELSESTEKNIKKER

Formålet med utredningen er å komme med et verdiestimat på egenkapitalen per aksje i GC Rieber Shipping og på bakgrunn av sammenlikning med dagens aksjekurs komme med en kjøps, salgs eller hold anbefaling. Verdiestimatet kan man finne ved hjelp av ulike teknikker. Vi vil i dette avsnittet ha en kort beskrivelse av styrker og svakheter for ulike typer verdsettelsesteknikker for deretter å gjøre rede for hvilke teknikker vi ønsker å benytte oss av i de ulike delene av verdsettelsen. I akademia har man i all hovedsak trukket frem tre kategorier for verdsettelse⁷:

- § Fundamental
- § Komparativ
- § Opsjonsbasert

Man omtaler ofte metodene som tre ulike, men det er viktig å fremheve at de blir sett på som komplementære og ikke substitutter.

5.1. FUNDAMENTAL VERDSETTELSE

Fundamental analyse er en verdsettelsesmetode hvor man ser nærmere på selskapets underliggende finansielle og operasjonelle drivere. Det sentrale i analysen er hvilke verdier viktige faktorer som eksempelvis inntjening, vekstpotensiale, eiendeler og gjeld bør gjenspeile. Analysen er særdeles omfattende og krever mye input. Input er i stor grad hentet fra årsrapporter, offentlige regnskap og andre sekundærkilder. Basert på kildene kan man konkludere med at metodikken er egnet for modne selskap med stabil drift og vekst eller selskap i tilbakegang. Dette betyr ikke at analysen er uegnet for selskap som i hovedsak har stabil drift, men kontinuerlig investerer i nye forretningsområder.

Man kan i hovedsak se på en fundamental verdsettelse i følgende hovedpunkter:

- Strategisk analyse
- Omgruppering av balanse, resultatregnskap og kontantstrøm
- Finansiell analyse av historiske prestasjoner
- Prognoser for fremtidig profitt og kontantstrøm
- Verdifastsettelse og handlestrategi

⁷ Pennman (2004)

Strategisk analyse

I den strategiske analysen ser man nærmere på selskapets eksisterende eller potensielle konkurransefortrinn gjennom en ressursbasert analyse og muligheter og trussler i en analyse av selskapets eksternaliteter. Analysen danner et viktig fundament for prognoser for fremtidig profitt.

Omgruppering av balanse og resultatregnskap

For å skape en konsistent verdsettelsesmodell må man identifisere viktige drivere og analysere regnskapet for målefeil. Ved å regruppere eller normalisere balanse og resultatregnskap kan man skape en troverdig sammenheng mellom historiske prestasjoner og fremtidige prognoser som ikke er påvirket av engangshendelser.

Finansiell analyse basert på historiske prestasjoner

Når balanse og resultat er normalisert gjør man en nærmere analyse av de underliggende faktorene og nøkkeltall som man tar med seg videre i den fundamentale analysen

Prognoser for fremtidig profitt

I utarbeidelsen av prognosene gjør man en nærmere analyse av sammenheng mellom historisk performance og den strategiske analysen. Dette for å se hvordan driverne, som eksempelvis vekst, har vært og hvordan disse vil endre seg på horisonten. *Beste metode* er å ha fem år med detaljerte prognoser som konvergerer mot terminal value.

Verdifastsettelse og handlingsstrategi

Verdifastsettelsen gjøres ved å neddiskontere kontantstrømmen med passende avkastningskrav estimert gjennom egen analyse. Basert på verdiestimatet kan man ved å sammenligne med dagens aksjekurs komme med en anbefaling.

Svakhet med modellen:

Modellen er ikke god for selskaper i sterk vekst, ettersom det er vanskelig å estimere fremtidig inntjening på veksten. Den legger dessuten stor vekt på terminalleddet.

5.2. KOMPARATIV VERDSETTELSE

I en komparativ analyse ser man nærmere på hva tilsvarende selskaper, typisk i samme bransje, blir forholdsmessig priset til og hvordan selskapet man analyserer er priset i forhold til disse. Fordelen med denne formen for verdsettelse er man trenger mindre input og følgelig i løpet av relativt kort tid kan komme opp med et grovt verdiestimat. Dette gjør modellene svært populære i praksis. Modellen er dog lett manipulerbar da den er meget følsom for hvilken input man bruker. Enkelte modeller innenfor denne kategorien blir også sterkt påvirket av om man er i et godt eller dårlig marked. I et

undervurdert marked vil selskapet typisk bli undervurdert visa versa⁸. I hovedsak trekker man frem to metoder for komparativ analyse:

Multiplikatormodeller

Metoden har en direkte og en indirekte metodikk. Ved direkte metode, også kalt egenkapitalmetode gjør man først en regnskapsanalyse for å identifisere en basis for modellen. En basis er typisk et nøkkeltall som fortjeneste per aksje og bokført egenkapital per aksje. En multiplikator vil på sin side eksempelvis være Markedspris/ fortjeneste per aksje eller Markedspris over bokført kapital per aksje. Videre gjør man en strategisk analyse for å identifisere n sammenlignbare selskaper. Et sammenlignbart selskap vil i denne sammenhengen være et børsnotert selskap innenfor samme bransje eller som tilbyr substitutter til selskapet man verdsetter. Dersom de identifiserte selskapene er relativt homogene med hensyn på kontantstrøm blir den komparative multiplikatoren et gjennomsnitt av de komparative selskapenes multiplikator. Dersom kapitalstruktur og kontantstrøm ikke er homogene bør man justere deres vekt i snittmultiplikatoren. Videre beregner man pris basert på komparativ multiplikator og sammenligner med dagens kurs P for å konkludere med en handlingsstrategi.

Indirekte metode innebærer i hovedsak de samme punktene, men man bruker her totalkapitalen som utgangspunkt og trekker fra gjeld tilslutt. Typiske multiplikatorer vil være markedsverdi av selskapet /EBITDA. eller fortjeneste før avskrivninger, skatt og amortisering (EBITDA)

På generell basis har man en rekke multipler som gjør det mulig å sammenligne prising av selskaper som er eksponert for samme type risiko. Hvilke multipler som er relevante er meget bransjeavhengig og vil bli behandlet nærmere når vi verdsetter konsernet.

Substansverdimodeller

Substansverdimetoden er også en form for indirekte verdsettelsesmetodikk. Metoden bygger på at man sammenlikner verdien av eiendeler og gjeld med markedsverdien for komparative eiendeler og gjeld. Verdien av egenkapitalen blir da substansverdien, markedsverdien av eiendelene, fratrukket markedsverdien av gjelden. Svakheten med modellen er at man ikke alltid har fungerende markeder for de relevante eiendeler. Dette gjelder spesielt selskaper med store imaterielle verdier. For eiendelsintensive bransjer som shipping, offshore virksomhet og eiendom er metoden svært relevant.

⁸ Damodaran (2002)

5.3. OPSJONSBASERT VERDSETTELSE

Opsjonsbasert verdsettelse sees ofte på som en utvidelse av en fundamental verdsettelse, hvor man tar hensyn til verdien av fremtidig fleksibilitet. Man priser da verdien av en realopsjon på en investeringsmulighet, større prosjekt eller evt nedskalering og legger nåverdien av fleksibilitet til den fundamentale verdien man har funnet. Opsjonsbasert verdsettelse gjøres i stor grad med binomiske modeller eller Black & Scholes metodeverk. Bruken av opsjonsbasert verdsettelse er lite utbredt ettersom det er vanskelig å finne signifikante data og verdier som input til modellen.

Bransjen shipping er i vesentlig grad preget av opsjoner, det være seg opsjoner knyttet til forlengelse av kontrakter, kjøp av skip til gitt pris ved endt kontraktsperiode og ved kontrahering av skip.

5.4. VÅRT VALG AV MODELL/TEKNIKK

Ved valg av verdsettelsesmetode er det i hovedsak fire hovedpunkter man må ta hensyn til:

1. Bransje
2. Livssyklus
3. Tilgang på data
4. Forutsetninger for fortsatt drift eller avvikling

Bransje

I den innledende delen av oppgaven har vi argumentert for at GC Rieber Shipping i hovedsak er eksponert mot offshorebransjen. Selskapet argumenterer for at de har tre forretningsområder hvor den ene er knyttet direkte opp mot finansiering mens de øvrige er knyttet mot offshore virksomhet. Finansieringsområdet knytter seg dog opp mot offshoreskip, noe som taler for at de i all hovedsak er eksponert mot offshorebransjen. Offshorebransjen er i så måte en meget eiendelsintensiv bransje og det er grunn til å anta at man har et godt annenhåndsmarked for eiendelene GC Rieber besitter. Komparative modeller og da spesielt substansverdimodellen vil være meget relevant. Selv om eiendelene i seg selv er meget relevant for verdiestimatet er også avkastningen man klarer å oppnå på eiendelene en stor driver for vårt endelige verdiestimat. Dette taler for at den fundamentale analysen er viktig.

Livssyklus

Med henvisning til historikken har GC Rieber Shipping vært i eller i kretsen rundt offshore bransjen i en årrekke. De seneste årene (2003 og utover) har selskapet imidlertid endret fokus (kilde årsrapport) til et verdikjedefokus. Dette innebærer at konsernet beholder sine tre kjerneområder, men stadig søker etter nye forretningsområder og nisjer for nyinvesteringer. Nylig har konsernet sammen med blant andre Statoil Hydro investert store beløp i Octio. Sett i lys av de senere års avkastning på investeringer i Exploration Resources og Arrow Seismic taler dette for at nåverdien av fleksibiliteten på Octio ikke bør sees vekk ifra. Konsernet (presentasjon investeringsmuligheter) har de siste årene vokst med flere milliarder. Vi antar følgelig at konsernet er i en sen vekstfase, i overgangen til en moden fase.

Tilgang på data

Ettersom en del av informasjonen man trenger til en fundamental verdsettelse er GC Rieber Shippings forretningshemmeligheter vil verdsettelsen i all hovedsak basere seg på sekundærkilder. Dette senker presisjonsnivået i den fundamentale verdsettelsen, da en rekke forutsetninger må taes og gjør de komparative modellene mer aktuell. Dette taler for at verdiestimatet bør være et range istedenfor en fast pris

Forusetning for fortsatt drift

I selskapets årsrapport for 2008 er det lagt til grunn en forutsetning om fortsatt drift. Dette utelukker bruk av opsjonsbasert verdsettelse med utgangspunkt i avvikling.

Valg av modell

Vi ønsker å benytte en fundamental modell som basis for verdsettelsen for deretter å gjøre utfyllende analyser med komparative modeller.

Vi har tidligere nevnt at opsjoner er svært vanlig innenfor shipping og det ville følgelig vært naturlig å verdsette verdien av slike opsjoner for selskapet. Dessuten kunne det vært aktuelt å verdsette Octio basert på en slik metode ettersom selskapet har eierskap i unik teknologi og selskapet ikke genererer noe nevneverdig profitt p.t. Dette er teknologi som trolig vil generere superprofitt dersom man lykkes med å kommersialisere dette. Imidlertid har vi svært begrenset informasjon ettersom denne utredningen baserer seg utelukkende på ekstern informasjon.

Selskapet publiserer ikke tilstrekkelig informasjon om hvilke opsjoner selskapet besitter ift. sitt nybyggingsprogram eller om hvilke opsjoner dets kunder besitter. Som en konsekvens av dette vil en evt. opsjonsbasert verdsettelse gi begrenset innsikt. Vi har valgt å se bort fra denne metoden.

6. STRATEGISK ANALYSE

6.1. INNLEDNING

For å forstå GC Rieber Shipping og bransjene selskapet er involvert i er det nødvendig med en strategisk analyse av selskapet, bransjen og verdikjeden.

Ved hjelp av en SWOT analyse vil vi presentere selskapets styrker (S), svakheter (W), muligheter (O) og trusler (T). De to førstnevnte velger vi å belyse ved hjelp av en SVIMA analyse. Denne analysen viser hvilke ressurser som er viktige i forbindelse med å skape og bevare konkurransefortrinn. Selskapets muligheter og trusler belyses ved hjelp av *Porters 5 krefter modell* som kartlegger bedriftens konkurrenter, potensielle inntrengere, kunder, leverandører og substitutter.

En bedrifts sterke side er ressurser som gir konkurransefortrinn. Dette kan være patenter, merkenavn, særskilt kompetanse, etc. Mangelen på slike ressurser vil følgelig kunne oppfattes som en ulempe i konkurransesammenheng. Ved å utnytte muligheter kan profitt og vekst oppnås. En (ekstern) mulighet kan være høye inngangsbarrierer. På den andre siden vil lave inngangsbarrierer og handelsbarrierer kunne oppfattes som en trussel.

6.2. EKSTERNANALYSE - TEORETISK RAMMEVERK OG AVGRENSNING

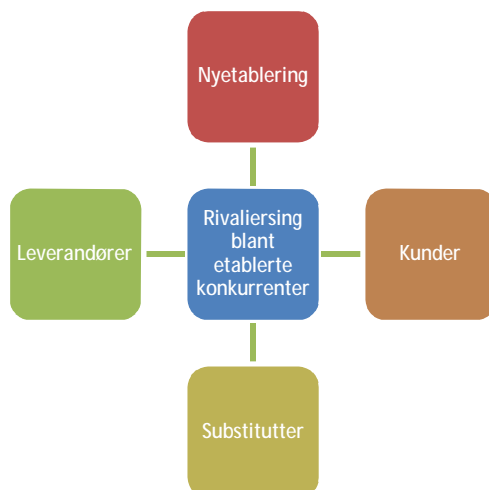
Hensikten med konkurranseanalysen er å kartlegge eksterne muligheter og trusler. Ved utarbeidelse av konkurranseanalysen står definisjonen av det relevante markedet sentralt. Det er viktig å merke seg at begrepet konkurrent ikke kun omfatter bedrifter som tilbyr det samme produktet, men enhver tjeneste eller produkt som kunden kan benytte for å dekke det samme behovet. I denne analysen ønsker vi for det første å kartlegge konkurransesituasjonen, konkurransearenaen og kreftene som påvirker denne, før vi går over til å analysere noen av de nærmeste konkurrentene. Videre vil vi se på hvilke komparative fortrinn GC Rieber Shipping har i denne konkurransen, og hvilke trusler de står ovenfor.

Porters Fem Krefter Modell – eksterne muligheter og trusler

Michael E. Porters *Fem Krefter Modell* er et rammeverk som kan hjelpe oss med å identifisere hovedkreftene som påvirker konkurransesituasjonen i det relevante markedet, og dermed avdekke eksterne muligheter og trusler. For et selskap som søker konkurransemessige fortrinn vil eksterne trusler være alt, både individer og organisasjoner, som forsøker å redusere selskapets prestasjoner. Slike trusler kan øke kostnadene, redusere kundenes betalingsvilje og/eller redusere prestasjonene på andre måter. Porter argumenterer for at en bedrifts strategi må bygge på analyse og forståelse av hvor attraktiv bransjen er.

Vi bruker dette rammeverket til å sette konkurransesituasjon i et system. En sterk konkurransekraft regnes som en trussel, og tilsvarende vil en svak konkurransekraft representere en mulighet. Generelt sett er det slik at den eller de aktørene som sitter med forhandlingsmakten også er de som sitter igjen med størstedelen av verdiskapningen.

Porter deler eksterne trusler og muligheter inn i fem kategorier:



Rivalisering blant etablerte aktører

Intern rivalisering er i mange bransjer den største trusselen mot lønnsomhet. Intens konkurranse fører ofte til press på priser og økte kostnader som følge av økt fokus på kvalitet og service. Dersom det er liten grad av rivalisering i en bransje kan aktørene ofte tillate seg å øke profitten gjennom å øke prisene og/eller redusere kvaliteten og servicen.

Bransjer som er preget av intensiv rivalisering er ofte karakterisert av:

1. *Homogene produkter*

Det er vanskelig å differensiere produktene som tilbys, produktet blir lett et produkt i mengden av relativt like produkter.

2. *Fase i livssyklusen*

Fasen mellom vekst- og modningsfasen er preget av intensiv konkurranse, de etablerte aktørene kjemper for å beholde sine markedsandeler. Denne fasen er følgelig preget av lav vekst.

3. *Mange tilbydere*

Bransjen er preget av mange mindre tilbydere som ikke kan utøve markedsrett.

4. Høye utgangsbarrierer

Høye avviklingskostnader, for eksempel ved at driftsutstyret har liten eller ingen alternativ anvendelse, fører til at selskaper som ikke har livets rett overlever lengre enn de ville gjort uten disse kostnadene.

Faren for inntrengere

Inntrengere, eller potensielle konkurrenter, er aktører som i dag ikke er konkurrenter, men som kan tenkes å ha muligheten til å bli det. Etablerte selskaper tenderer ofte til å forsøke å nekte potensielle konkurrenter å etablere seg, fordi nyetablering gjør det vanskeligere for de etablerte aktørene å beskytte sine markedsandeler og generere profitt. Nye aktører skaper ofte et prispress eller økte kostnader som følge av økt konkurranse i sin søken etter å vinne markedsandeler.

Hvor attraktiv en bransje eller industri er, vurderes ofte ut i fra følgende faktorer:

1. Forventede mottiltak

Dersom det er ventet at nyetablering møtes med priskrig eller andre aggressive handlingsstrategier gjør det bransjen mindre attraktiv for potensielle inntrengere.

2. Størrelsen på inngangsbarrierer

Vanlige inngangsbarrierer er; merkevarelojalitet, absolutte kostnadsfordeler, skalafordeler, kapitalbehov, kostnad ved å bytte aktør, offentlige reguleringer og differensiering.

Trusselen fra substitutter

Substitutter er produkter fra andre selskaper som dekker det samme kundebehovet. Trusselen fra substitutter avhenger av om substituttene gir en høyere forventet nytteverdi enn det opprinnelige produktet. Dette vil avhenge av kundenes preferanser. Eksistensen av nære substitutter fører, på lik linje som for nyetablering, til at bransjens lønnsomhet reduseres.

Kundenes forhandlingsmakt

Kundenes forhandlingsmakt refererer til kundenes evne til å presse ned prisene på varene eller tjenestene selskapet selger, eller å øke kostnadene til selskapet ved å etterspørre høyere kvalitet og/eller service. Dersom kundenes forhandlingsmakt er høy kan de presse ned profitten i en bransje. En kundes forhandlingsmakt er høy når et selskap har få alternative kunder og kunden har mange alternative leverandører, kunden kjøper et stort kvantum og det er lave kostnader forbundet med å bytte leverandør.

Leverandørenes forhandlingsmakt

Leverandørenes forhandlingsmakt refererer til leverandørenes evne til å presse opp prisene på innsatsfaktorene de tilbyr, eller å redusere kostnadene ved for eksempel å redusere kvaliteten og/eller servicen. Dersom leverandørenes forhandlingsmakt er høy kan de presse ned profitten i en bransje. En leverandørs forhandlingsmakt er høy når et selskap har få alternative leverandører og leverandøren har mange alternative kunder, kunden er kjøper av et lite kvantum og det er høye kostnader forbundet med å bytte leverandør.

6.3. EKSTERNANALYSE - ANVENDELSE

Porters Five Forces Model – eksterne muligheter og trusler

Rivalisering blant etablerte aktører

Generelt kan man argumentere for at shipping er en moden bransje som er preget av å være svært fragmentert med mange aktører og hard konkurranse.

De fleste av GC Riebers Shippings aktiviteter er preget av konkurranse fra større aktører. Samtidig er disse produktene og tjenestene preget av at de til en viss grad er homogene. Flere produkter og levereandører kan dekke det samme underliggende behovet og det man i vesentlig grad konkurrerer på er service, performance og pris.

Innenfor maritim drift/management konkurrerer selskapet med en rekke selskaper som har rendyrket fokus på denne nisjen - som for eksempel V Ships - i tillegg til andre rederier direkte.

Aktiviteten innen for *Maritim seismikk* og *Subsea* er svært avhengig av oljeselskapenes letebudsjetter som er sterkt korrelert med prisen på en enkelt råvare; olje. Følgelig impliserer dette at tilbud og etterspørsel vil kunne endre seg sterkt ved glidning i denne. Høye utgangsbarrierer, herunder lav alternativ nytteverdi av driftsutstyret, forsterker rivaliseringen ved at aktørene blir "tvunget" til å være lengre i bransjen enn det økonomisk teori ellers tilsier.

Forretningsområdet *Is/forskning* er på den andre side ikke like preget av intern rivalisering, antakeligvis fordi dette markedet er i en tidligere fase i livssyklusen og historisk sett har vært svært avhengig av subsidier/støttemidler. Det er verdt å påpeke at oljerelatert virksomhet i isfarvann fortsatt er lav, men økende.

Konsernets resultater de senere år er ikke noe særtilfelle i bransjen. Det er derfor rimelig å anta at selskapets konkurrenter har både anledning til og planer om å bruke relativt mye kapital på å utfordre GC Rierber Shippings posisjon.

Rivaliseringen mellom GC Rieber Shipping og deres etablerte konkurrenter innebærer følgelig en sterk trussel mot konsernet som helhet. Aktørene i bransjen opptrer proaktivt og følger markedets utvikling for stadig å kunne kapre markedsandeler. Dette forsterker rivaliseringen.

Faren for inntrengere

1. Forventede mottiltak

GC Rieber Shipping opererer innenfor segmenter som er preget av aktører av betydelig størrelse. Disse aktørene besitter ressurser som gir dem anledning til å komme med mottiltak i form av eksempelvis hard priskonkurransen. Denne priskonkurransen aktørene i mellom om markedsandeler kan være hard og svært kostbar - for en ny aktør vil dette kunne være utslagsgivende i forhold til beslutningen om å etablere seg. Innenfor alle segmentene GC Rieber Shipping har aktiviteter er det svært vanlig med anbudsrunder, gjerne med en skipsmegler som dekker hele markedet i mellom.

Vi venter følgelig at bransjen vil reagere relativt aggressivt dersom inntrengere prøver å stjele markedsandeler fra de etablerte aktørene.

2. Størrelsen på inngangsbarrierer

De mest sentrale inngangsbarrierene som er relevante for GC Rieber Shipping vurderer vi som: skalafordeler, produktdifferensiering, kapitalbehov, byttekostnader og kostnadsulemper som er uavhengige av størrelsesfaktoren.

Skalafordeler – bransjen er i vesentlig grad er preget av skalafordeler. Dersom en ny aktør skal etablere seg, må denne enten starte med produksjon i stor skala eller innfinne seg med kostnadsulempe som følge av for liten produksjon. Både i forhold til å eie og til å ha management på skip er størrelse viktig, dette fordi faste felleskostnader fordeles på antall skip. Denne faktoren taler i mot nyetablering.

Produktdifferensiering – en viktig form for produktdifferensiering er skreddersøm av produkter og tjenester. Dette er spesielt viktig innenfor subsea og management. Følgende av differensiering er en form for innlåsning i et kunde-leverandør forhold. På den andre side vil en del av tjenestene som leveres baseres på en form for kravspesifikasjon som spesifiserer tilpasningene. Denne barrieren oppfattes dermed som nøytral til lav.

Kapitalbehov – for å etablere seg i shipping kreves det omfattende investeringer, dette vil i seg selv være en barriere for etablering. At shipping itillegg er en svært syklisk bransje forsterker dette. Bankene tar seg betalt for denne risikoen ved en margin på utlån som relativt sett, sammenlignet med endel andre bransjer, er høy. Dette er en sannhet spesielt i dagens marked. På den andre side er det i gode tider relativt lett å hente inn fremmedkapital i effektive kapitalmarkeder. Kapitalbehovet er følgelig størst innenfor seismikk og subsea, mens det er mer besjedent for management biten av

GC Riebers aktiviteter. Vår oppfatning er at kapitalbehovet er en moderat barriere for nyetablering i denne bransjen.

Byttekostnader – foruten spot markedet, som GC Rieber Shipping ikke er veldig aktiv i, er aktivitetene preget av relativt lange kontrakter. En exit fra en lengre timecharter eller bareboat avtale vil være svært kostbart for konsernets motpart. Basert på dette vil vi argumentere for at byttekostnadene er relativt høye og at dette er en barriere som taler imot nyetablering.

Kostnadsulemper som er uavhengig av størrelsesfaktoren – de etablerte aktørenes tilstedeværelse i bransjen gjennom flere år gjør at de får kostnadsfortrinn som kan tilskrives læringskurven. Siden kvalifisert arbeidskraft, og dermed kunnskap og erfaring, er en knapp ressurs vil potensielle nyetablerere mangle dette relativt sett til etablerte aktører. Vi vil argumentere for at dette er en moderat til høy etableringsbarriere siden de må innfinne seg med en kostnadsulempe som en direkte følge manglen på en slik kunnskapsbase.

Oppsummering

Oppsummerende vil vi trekke frem at siden shipping er en ekstremt syklisk bransje og at det i gode år med høy oljepis vil flyte vesentlige mengder kapital til denne bransjen. Det er fristende å trekke paralleller mellom investeringene som er gjort de siste årene med investeringene som ble gjort i tanksektoren på 1970-tallet. Disse investeringene sørget for strukturell overkapasitet i et helt tiår.

Faren for inntrengere vurderes totalt sett som moderat til høy på tross av at bransjen er preget av skalafordeler og høyt kapitalbehov.

Trusselen fra substitutter

Det er vanskelig å finne klare substitutter til produktene og tjenestene GC Rieber Shipping tilbyr. Det mest nærliggende å trekke frem er at intern håndtering av *fremmed* skip vil kunne oppfattes som et substitutt til management tjenestene selskapet tilbyr. Trusselen fra substitutter ansees følgelig som lav.

Kundenes forhandlingsmakt

Konsernets viktigste kunder er de store oljeselskapene, som hyrer skip på en Time Charter/Bareboat avtale og/eller kjøper prosjektjenester innenfor subsea/seismikk. For management biten er kundene eierne av skipene (headowners).

Innenfor subsea og seimikk, hvor oljeselskapene er den viktige kundegruppen, er tilpasning og skreddersøm svært viktig. Tilbyderne tilpasser ofte skip for enkeltoppdrag innenfor disse segmentene og dette medfører følgelig en substansiell investering. At denne kundegruppen er svært konsolidert

taler for en forskyvning i forhandlingsmakten til fordel for kundene. Lange kontrakter, gjerne 7-8 år, er vanlig i disse segmentene. Det sørger for høye kostnader ved å bytte leverandør og er følgelig noe som påvirker konsernets makt i forhold til sine kunder. På den andre side vil vi trekke frem at det finnes flere eksempler på at *olje majors* som Exxon og Total har truet med å avslutte alle relasjoner med leverandører dersom de ikke har vært villig til å reforhandle allerede inngåtte avtaler når spot markedet for slike skip og tjenester faller. En slik *counter part risk* oppfatter vi som en moderat trussel.

Utover nevnte momenter over vil vi trekke frem at at vertikal integrasjon kan være et alternativ oljeselskapene. Vi anser imidlertid det som en lav trussel at oljeselskapene involverer seg i slik drift da de antakeligvis er bedre tjent med å fokusere på sin kjernevirksomhet.

Totalt sett opplever vi kundenes forhandlingsmakt som moderat.

Leverandørenes forhandlingsmakt

Konsernets viktigste innsatsfaktorer er i all hovedsak arbeidskraft, skip og teknologi.

Arbeidskraft

Under faren for inntrengere argumenterte vi for at nye aktører ofte må innfinne seg med en kostnadsulempe som er uavhengig av størrelsen på grunn av mangelen på erfaring. Erfaring henger i hovedsak sammen med de akkumulerte erfaringene de ansatte besitter. Seilende mannskap/ansatte er en av de viktigste ressursene innenfor alle av GC Rieber Shippings forretningsområder. En vesentlig andel av seilende mannskap nærmer seg pensjonsalder eller den alderen hvor de normalt har fått "nok av" livet til sjøs. Sammen med de senere års vekst og påfølgende nybyggingsprogram utgjør dette en vesentlig utfordring for næringen som helhet. På kort sikt kan det argumenteres for at dette nøytraliseres noe av et noe svakere marked, men på mellomlang og lang sikt vil dette oppfattes som en trussel.

Skip

De senere år har verft, spesielt norske på grunn av deres kompetanse, og tilbydere av utstyr til denne industrien vært svært aktive med fulle ordrebøker. Dette er en direkte konsekvens av oljeprisen og en opphetet økonomi som sådan. Denne aktiviteten har resultert i en voldsom økning i priser og forsinkelser i leveringer. På kort sikt ser det nå ut som om at vi vil oppleve en forskyvning av forhandlingsmakt til fordel for GC Rieber Shipping og andre tilsvarende aktører på grunn av færre ordreinn ganger enn tidligere fremover. Og på lengre sikt vil vi nok oppleve at en større del av dette utstyret vil produseres utenfor Norge.

Teknologi

På teknologi siden vil vi trekke frem selskapets havbunnsseismikk nisje, herunder Octio, som i hovedsak beror seg på teknologi levert av den ledende og mest dominerende aktørene innenfor denne nisjen, ION Geophysical⁹. At konsernet er så avhengig av den mest dominerende aktøren innenfor denne nisjen mener vi kan være uheldig på lengre sikt dersom selskapet får fotfeste her. Vi ser for oss at Octio da kan komme i en skvis hvor markedslederens teknologi blir mindre tilgjengelig for selskapet når det blir mer dominerende.

Konklusjon/oppsummering

Konsernets størrelse gjør dem til en attraktiv kunde, noe som må kunne ansees som en mulighet i en forhandlings situasjon.

Enkelte av innsatsfaktorene GC Rieber Shipping kjøper er standardiserte produkter som er forbundet med lave byttekostnader. Andre innsatsfaktorer, spesielt teknologi, er forbundet med relativt høye byttekostnader. Høye byttekostnader gir leverandørene økt forhandlingsmakt. Den viktigste trusselen er innenfor arbeidskraft, slik vi vurderer det.

Samlet sett mener at vi kan argumentere for at leverandørenes forhandlingsmakt kan sees på som en moderat trussel.

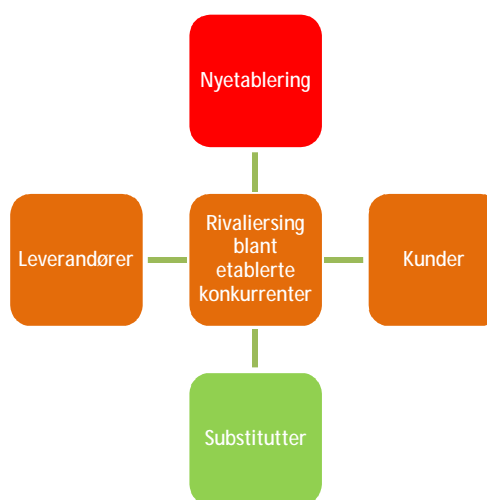
Oppsummering konkurranseanalyse

På tross av skalafordeler, kapitalintensitet og ventede motiltak fra etablerte aktører vurderes trusselen fra nyetablering som moderat-høy på grunn av muligheter for superprofitt i gode år.

Konsernet virker godt posisjonert ovenfor kundenes forhandlingsmakt basert på en balansert kontraktportefølje, men bør allikevel være på vakt for nevnte motpartsrisiko.

På leverandør siden vil vi argumentere for at den største trusselen er tilgang på kvalifisert personell, og dette som helhet vurderes leverandørenes forhandlingsmakt som moderat.

Det finnes få substitutter i dagens marked og følgelig oppfattes dette som en lav trussel.



⁹ I følge GC Rieber Shipping's Årsrapport 2008, side 13

Trusselen fra rivalisering blant etablerte aktører kan klassifiseres som en sterk trussel på grunn av prispress i dårlige tider, hovedsaklig som følge av tilbud og etterspørselsmekanismer som utstrakt bruk av anbudsrunder og meglere som mellomledd sammen med høye exit kostnader som gjør at aktørene blir i bransjen lengre enn det som er lønnsomt.

6.4. INTERNANALYSE - TEORETISK RAMMEVERK OG AVGRENSNING

Dersom man besitter ressurser som konkurrenter ikke har, har vanskelig med å tilegne seg eller som gjør driften mer effektiv relativt til konkurrenters, kan den bidra til et fortrinn for bedriften. En ressurs kan i denne sammenheng defineres som:

“Ressurser er beholdninger av innsatsfaktorer som påvirker evnen til å iverksette produktmarkedsstrategier.”¹⁰

Ressurser danner basisen for i hvilken grad man klarer å identifisere de riktige strategiske tiltak og gjennomføre dem. Bedrifter konkurrerer med heterogene ressurser og det er de unike som danner grunnlag for konkurransefortrinn.

“Konkurransefortrinn eksisterer når et firma kan levere den samme nytten som konkurrentene til en lavere pris (kostnadsfortrinn), eller når en bedrift kan levere større nytte (differensieringsfortrinn)”¹¹

Et konkurransefortrinn vil følgelig kunne gi store fordeler med hensyn på bedrifters strømningsmål, det være seg profitt, vekst etc. Ressurser som danner basisen for et konkurransefortrinn omtales ofte som bedriftens strategiske kjerne.

SVIMA-rammeverket

SVIMA modellen er et teoretisk rammeverk som beskriver konkurransefortrinn ut ifra ressurser. Den er i så måte et nyttig verktøy for å identifisere den strategiske kjernen. Rammeverket behandler både eksisterende og potensielle konkurransefortrinn, ved at man ser på koblinger mellom ressurser og fortrinn. For å være en SVIMA-ressurs, en del av bedriftens strategiske kjerne, må ressursen oppfylle 5 kriterier. Den må være:

- § Sjelden
- § Verdifull
- § Ikke-imiterbar
- § Mobilisert
- § Appropierbar

¹⁰ Forelesning SOL040, slide #5, 24. januar 2007 ved C. Meyer

¹¹ Internett, http://media.pearsoncmg.com/intl/ema/uk/0131217666/student/0131217666_glo.html

At en ressurs er *sjelden* vil si at eksisterende eller potensielle konkurrenter ikke har eller kan få tilgang til den i samme omfang og/eller kvalitet som bedriften har.

For at man skal kunne oppnå et konkurransefortrinn i forhold til konkurrentene må viktige ressurser bidra til å bedre de økonomiske forholdene. Det være seg gjennom økt betalingsvilje hos kundene eller lavere kostnader i selve driften. En ressurs som bidrar til økt fortjeneste og som kan bidra til å til å nøytralisere trusler er *verdiful*.

Hvor *ikke-imiterbar* en ressurs er, omtales ofte som kjernen i ressursbasert teori. Til tross for at konkurrentene gjerne kjenner til de ulike relasjoner og hvordan aktiviteter og prosesser er bygget opp, er det ikke gitt at de klarer å imitere kjennskapet. Den er for kompleks. En annen faktor som påvirker ikke-imiterbarheten er kultur og historie. Ressurser som er utviklet under unike historiske forhold, gjerne gjennom flere tiår, vil være vanskelig å imitere.

Til tross for at en ressurs er sjelden, viktig og ikke-imiterbar er det ikke sikkert man får ut dens iboende potensial. Det er her viktig at bedriften legger klare planer og strategier for hvordan ressursen utnyttes. Dersom selskapet er organisert slik at det klarer å utnytte ressursen fullt ut vil ressursen være *mobilisert*. Videre må den ikke oppheves av mangler i komplementære ressurser.

Approprierbarhet er et uttrykk for om verdiskapningen tilfaller bedriften eller aktører knyttet til utnyttelsen av den strategiske kjernen. Aktørene kan være leverandører, ansatte, kunder eller konkurrenter. For å beholde konkurransefortrinnet må bedriften ha evnen til å sitte igjen med den økonomiske verdien ressursen har skapt.

Ressurs	Sjelden	Viktig	Ikke- imiterbar	Mobiliserbar	Approprierbar	Utfall
A	Nei	Ja	Ja	Ja	Ja	Paritet
B	Ja	Nei	Ja	Ja	Ja	Trivielt fortrinn
C	Ja	Ja	Nei	Ja	Ja	Midlertidig fortrinn
D	Ja	Ja	Ja	Nei	Ja	Potensielt fortrinn
E	Ja	Ja	Ja	Ja	Nei	Ikke-beholdt fortrinn
F	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Varig fortrinn

Det er mange ressurser innad i en bedrift, og i de fleste situasjoner vil en SVIMA-ressurs ha komplementære ressurser. De komplementære ressursene kan sette begrensninger for potensielle SVIMA ressurser. For å se hvilke ressurser som henger sammen kan det derfor være hensiktsmessig å klassifisere dem. Ifølge Johnson, Scholes og Whittington¹² kan man klassifisere dem etter:

Ressurstype	Eksempler
Fysiske ressurser	Maskiner, anlegg, produksjonskapasitet
Finansielle ressurser	Egenkapital, gjeld, aksjonærer
Menneskelige ressurser	Antall, sammensetning, kunnskap
Intellektuell kapital	Patenter, merkenavn, kundedatabaser

Et sentralt moment er hvorvidt en ressurs er SVIMA eller kan bli det. Dette gjør at man gjerne gjør analysen på kort og lang sikt

6.5. INTERNANALYSE - ANVENDELSE

SVIMA

SVIMA-modellen er valgt med hensyn på å analysere de interne forholdene i GC Rieber Shipping. Hvordan den daglige driften fungerer, er i stor grad avhengig av de innsatsfaktorer bedriften har og relasjonene mellom dem. Med en slik sammenheng vil ressursene selskapet besitter være avgjørende for de interne forholdene. SVIMA-modellen representerer nettopp denne sammenheng, hvor de unike ressursene er de som skaper fortrinn. Det er ikke gitt at ressursbasert teori viser hele bildet av driftsnivået i selskap. I bunn og grunn måles fortrinn gjennom lønnsomhetsmål. Dette er mål som også baserer seg på andre faktorer enn ressurser. Med andre ord vil ikke nødvendigvis et selskap med lav lønnsomhet, være et selskap uten en SVIMA ressurs. Det kan være at ressursen ikke blir utnyttet korrekt. Både ulønnsomhet og store overskudd kan eksempelvis skyldes aktiviteter i bedriften og eksterne faktorer som markedet og politiske forhold.

En annen svakhet ved analysen kan være selskapsspesifikk informasjon. For å kunne gjøre en fullstendig internanalyse av selskapet hadde det vært optimalt med detaljert informasjon om selskapets drift. Dette er informasjon som gjerne er konfidensiell, og medfører at analysen i stor grad vil basere seg på sekundærkilder.

¹² Johnson, G., Scholes, K. and Whittington, R. 2006. Exploring Corporate Strategy. Harlow, England: FT Prentice Hall

Ettersom GC Rieber kjernevirksomhet er eierskap og drift av skip er evnene til å utnytte skipene og den menneskelige kapitalen som ressurser sentralt. I tråd med Porter analysen er både eksterne og interne ressurser avgjørende for at selskapet skal lykkes. Følgelig vil SVIMA-modellen være svært relevant, og kunne gi et godt bilde av GC Rieber Shippings sterke og svake sider.

Ressurstype	Eksempler
Fysiske ressurser	Maskiner, anlegg, produksjonskapasitet
Finansielle ressurser	Egenkapital, gjeld, aksjonærer
Menneskelige ressurser	Antall, sammensetning, kunnskap
Intellektuell capital	Patenter, merkenavn, kundedatabaser

De interne ressursene GC Rieber shipping besitter eller tilknytter seg vil danne en basis for hvordan konsernet gjennom fremtidig strategi kan utnytte sine muligheter og eliminere eventuelle trussler.

Hvilke ressurser er essensielle og hvilke kan gi fortrinn?

For å lage en oversiktlig analyse vil vi først liste opp relevante ressurser i henhold til Johnson Scholes og Whittingtons klassifikasjon. Vi vil deretter gjøre en analyse under hver enkel klasse for å se i hvilken grad ressursen kan bidra til å gi selskapet fortrinn i et tøft marked.

Fysiske

Konsernets fysiske ressurser svarer i stor grad til utstyret som generer inntekter for selskapet. Selskapet eier idag en rekke skip og offshoreutstyr. Sammen med nybyggskontraktene vil dette være de fysiske ressursene som er mest relevant sett i lys av problemstillingen.

Finansielle

Basert på siste årsrapporter konsernets økonomiske situasjon meget stabil. Ut ifra balanse er selskapets nåværende gearing lav, noe som kan være en nyttig ressurs i dagens tøffe marked. Konsernet har nylig tilført kapital i det deleide Technocean, noe som tyder på at man har sterke eiere i ryggen. Sterke eiere og dagens kapitalstruktur er ressurser som vil kunne støtte opp om konsernets strategi i fremtiden

Menneskelige

GC Rieber Shipping har de senere årene gjort en rekke gode og lønnsomme investeringer. At konsernet besitter ressurser som er stand til å identifisere og realisere nye prosjekter er en ressurs som kan vise seg nyttig i fremtiden. Vi omtaler dette som akkumulert kunnskap.

Intellektuell kapital

I de senere år har konsernet investert store beløper i selskaper innenfor nisjeområder relatert til oljeservice segmentet. Man har gjennom disse investeringene knyttet til seg ekspertise på subsea prosjekter gjennom Technocean, geo tekniske survey virksomhet gjennom sin investering i Bluestone offshore og eksklusiv tilgang på utprøvet sensorteknologi for overvåkning av oljefelt gjennom Octio (tidligere Octio). Spesielt utgjør den eksklusive tilgangen på sensorteknologien gjennom Octio en strategisk mulighet i fremtiden. Utfyllende til sine verdikjedeinvesteringer besitter konsernet også langsiklige kontrakter knyttet til forskningsskip i arktiske områder.

Fysiske

I en eiendelskrevende bransje som shipping og offshore virksomhet er de fysiske ressursene meget sentrale. Grensegangen mellom hvorvidt ressursene kan gi et fortrinn eller om de bare er essensielle er relativt smal. Det er ingen tvil om at eiendelene er essensielle for å kunne drive med skipsfinansiering som er en del av kjernevirksomheten til konsernet, men dersom man har unike eiendeler vil disse kunne bidra til å gi et konkurransemessig fortrinn. I et sterkt voksende subsea marked utvikles og kontraheres det stadig mer moderne og nye skip. Det er vanskelig å hevde at offshore support skipene GC Rieber Shipping eier eller har under bygging er sjeldne eller ikke-imiterbare. Når det gjelder skipene som er knyttet tettere opp mot is og forskning, er disse i en meget spiss nisje. Det er få skip av denne typen og de er å anse som sjeldne. Man kan likevel vanskelig forestille seg at de ikke er imiterbare. Basert på lønnsomheten per skip, som er offentliggjort i selskaps presentasjoner kommer det tydelig frem at en stor del av skipene er lønnsomme og i så måte er verdifulle. Dette kan også forventes av skipene man har under bygging. GC Rieber Shipping har lang erfaring fra bransjen og konsernet er rettet inn mot driften av eiendelene de besitter. Konsernet er også svært opptatt av å utvide bransjekunnskap og slik sett utvikle og utnytte komplementære ressurser for å utnytte skipene fullt ut. De er slik sett å anse som mobiliserte. Basert på siste årsrapporter fremstår konsernet og dets investeringer som meget lønnsomme og det er derfor rimelig å anta at deres fysiske eiendeler er approprierbare.

Finansielle

GC Rieber Shipping ASA er idag et børsnotert selskap, men har i all hovedsak en dominerende eier. Med unntak av et fåtall passive investorer er konsernet styrt av Rieber familien. Eierne har historisk hatt en konservativ policy i forhold til nyinvesteringer noe som har gjort at egenkapitalandelen har vært og er relativt høy. I tidligere motkonjunkturer og i 2008 året har imidlertid eierne vist at de er villige til å investere ytterligere dersom attraktive anledninger skulle by seg.

Dette uttrykkes også i siste årsrapport (2008): " *Grunnprinsippene i selskapets strategi vil videreføres og selskapet vil fortsette å bygge seg opp i verdikjeden innen oljeservice. Gjennom bruk av samarbeidspartnere og deleierskap kan GC Rieber Shipping med begrenset risikoeksponering bygge kompetanse som gir grunnlag for ytterligere utvidelser i verdikjeden.*"

Slike eiere er verdifulle for GC Rieber Shipping. Økonomiske ressurser i denne størrelsen er ikke vanlige, men det er likevel ikke rimelig å anta at de er sjeldne. Over tid vil det heller ikke være umulig å *imitere* dem. Offshorebransjen er i sterk vekst og det er stor sannsynlighet for at en slik faktor vil fortsette å trekke til seg kapitalsterke investorer. Den avkastningen GC Rieber Shipping gir til sine eiere tyder på at den investerte kapitalen er *mobilisert* og *appropriert*. Ser man bort fra ekstraordinær avkastning til eierne, oppnådd gjennom avhending av virksomhet, har konsernet hatt en avkastning til egenkapitalen på 9 -10 %. Normalisert avkastning i denne størrelsesorden krever at bruken av ressursene er godt strukturert.

Dagens kapitalstruktur vil være mer å anse som en mulig fremtidig ressurs, som i dagens marked er å anse som meget verdifull. Om ressursen er sjelden avhenger av hvem man anser som konsernets konkurrenter. På lengre sikt er den utvilsomt imiterbar, noe som tilsier at dersom man klarer å mobilisere og nyttegjøre seg dagens kapitalstruktur i fremtiden vil den være kilde til et midlertidig fortrinn.

Menneskelige

I perioden 2003-2004 gikk GC Rieber igjennom en strukturell endring mot en mer verdikjede orientert organisasjon. De siste tre årene har GC Rieber Shipping stått i bresjen bak Exploration Resources (EXRE) og Arrow Seismic (ARROW). Disse selskapene har vokst opp i GC Rieber Shipping konsernet for deretter å bli skilt ut gjennom spin-off (EXRE) og separat listing på Oslo Axess (ARROW). Begge investeringene har felles trekk og har gitt avkastning på investert kapital på over 100%. At konsernet besitter egenskaper til å gjøre to investeringer av denne størrelsen over så kort tidshorisont kan være et signal om at de besitter akkumulert kunnskap som til nå kan kalles et midlertidig konkurransefortrinn. Evnen til å identifisere og realisere investeringer av denne kategori og størrelse er å anse som både sjeldent på kort sikt og meget verdifullt. Ettersom man lykkes med investeringene og har en unaturlig høy avkastning på dem er dette et tegn på at ressursene er mobilisert og appropriert. Det er lite trolig at denne typen ressurser er imiterbare på kort sikt sett i lys av kompleksitet. Konkurrenter kan kopiere investeringene, men samspillet rundt driften av selve investeringene er utviklet over tid og det vil være svært komplekst for utenforstående å analysere dette for å imitere det.

Intellektuell kapital

Den eksklusive tilgangen man har på sensorteknologi gjennom Octio er å anse som både sjeldent og verdifullt. Dette ligger i det faktum av at tilgangen er eksklusiv og at teknologien er utprøvet. Dagens lønnsomhetsnivå indikerer imidlertid at denne ressursen ikke er mobilisert. Ettersom dette er en helt fersk teknologi er det rimelig å anta at denne vil være ikke-imiterbar på kort sikt. Det kan imidlertid være at man kan finne teknologi som er et substitutt og som kan utfordre denne teknologiens rolle innenfor oljeservice. Ettersom teknologien er utarbeidet i samarbeid med andre aktører gjennom et joint-venture er det rimelig å anta at ressursen ikke er eller blir appropriert.

De langsiktige kontraktene man har på spesialskip knyttet til isforskning i arktiske områder er særegne og innenfor en spesiell nisje som mange selskaper ikke har kapasitet eller eiendeler til å entre. Dette er både sjeldent og verdifullt. Basert på selskapets presentasjoner er dette også et område hvor man har relativt god lønnsomhet sammenlignet med and segmenter. Ressursen er mobilisert. Om denne ressursen er ikke-imiterbar kan diskuteres. Det er en bransje med høye inngangsbarrierer , men å si at den ikke er imiterbar på lang sikt vil være feil. Ettersom dette er selskapets egne kontrakter og man har god lønnsomhet i segmentet er det rimelig å anta at ressursen er appropriert.

Oppsummering SVIMA

De viktigste ressursene som er analysert over kan vi oppsummere i følgende tabell.

Ressurs	Sjelden	Verdifull	Ikke- imiterbar	Mobiliserbar	Approprierbar	Konk. Fortrinn
Eiendeler	Nei	Ja	Nei	Ja	Ja	Midlertidi fortrinn
Finansielle muskler	Nei	Ja	Nei	Ja	Ja	Midletidig fortrinn
Menneskelig kapital	Ja	Ja	Tja	Ja	Ja	Mulig varig fortrinn
Ekklusiv tilgang på teknologi	Ja	Ja	Nei	Nei	Nei	-
Eksklusive kontrakter	Ja	Ja	Nei	Ja	Ja	Midlertidig fortrinn

6.6. FREMTIDSUTSIKTER FOR BRANSJEN

For å kunne projekte et fremtidsregnskap er det helt essensielt å ha et forhold til bransjens fremtidsutsikter. Nedenfor vil vi kortfattet se på markedsutsikter for de nisjene konsernet er involvert i.

Offshore Subsea

Markedet for undervannsoperasjoner har de siste årene vært drevet av økende antall havbunnsinstallasjoner og høy oljepris. På kort til mellomlang sikt venter selskapet selv at dette markedet skal være noe svakere på grunn av en vesentlig lavere oljepris med tilhørende lavere letebudsjetter hos oljeselskapene. På lengre sikt ansees markedet som voksende og viktige områder ansees som Asia, Vest Afrika og den norske kontinental sokkelen. Vi vil også trekke frem Sør Amerika med Brasil (Petrobras) som primus motor som et viktig marked i fremtiden.

I følge *Infield Energy Analysts*¹³ vil markedet for subsea i perioden 2009-2013 overstige 80 milliarder USD. Denne summen inkluderer subsea utstyr, drilling og ferdigstilling for produksjon. Til sammenligning var det totale markedet i den forutgående femårsperioden rundt 46 milliarder USD. Dette impliserer at markedet for offshore subsea vil øke med rundt 74 % de neste fem årene. Det er ventet at omkring 3.222 juletrær¹⁴ (brønner) vil bli igangsatt i denne perioden og de største aktørene er, rangert etter aktivitet; Petrobras, Shell, Total, Chevron, BP, ExxonMobil og StatoilHydro.

Ut i fra dette, vurderer vi klimaet for denne sektoren som godt på mellomlang til langsikt. På kort sikt ser vi helt klart utfordringer i forhold til lav oljepris og dertilhørende lavere letebudsjetter enn for normalår.

Is/Forskning

Det er gjort anslag av USAs geologiske undersøkelser (USGS) som konkluderer med at 24 prosent av verdens uoppdagede olje- og gassreserver befinner seg i Arktis¹⁵. Dette avvises riktignok av andre analytikere som en spekulativt og usikker størrelse. Likevel, det er liten tvil om at isområdene inneholder enorme mengder olje og gass som antakeligvis vil være en ekstremt viktig energikilde det neste århundret.

Markedet for spesialskip for isområder og mannskap med kunnskap om disse farvannene vil antakeligvis vokse sterkt de kommende årene på grunn av økt leteaktivitet etter olje og spesielt gass i

¹³ Infield Energy Analysts, nettside: <http://www.infield.com/> og http://www.ncesubsea.no/publish_files/090421_NCE_Subsea_presentation_Subsea_Outlook.pdf

¹⁴ Brønner. Definisjon, nettside: [http://en.wikipedia.org/wiki/Christmas_tree_\(oil_well\)](http://en.wikipedia.org/wiki/Christmas_tree_(oil_well))

¹⁵ "Ressurser i nordområdene - hva vet vi?" http://www.nho.no/files/8_8.pdf

slike farvann. Spesielt russiske farvann hvor verdens største gassfunn, Shtokman¹⁶, finner sted er viktig. Også amerikanske og kanadiske farvann er verdt å trekke frem som interessante.

Det bør kommenteres at olje- og gassleting og utvinning fra arktiske felt er i en veldig tidlig fase av livssyklusen og vi vil argumentere for at selskapets tilstedeværelse i denne nisjen på mange måter kan sees på som en realopsjon.

GC Rieber Shipping rapporterer om at forskningsapplikasjonen av skipene for tiden preget av manglende finansiering av offentlige forskningsprogrammer. Samtidig kommenterer de at dette kan endre seg fremover på grunn av økende miljøfokus og en aldrende flåte.

Oppsummerende vil vi konkludere med at vi ser på dette forretningsområdet som ekstremt spennende for GC Rieber Shipping på grunn av utsikter for kraftig etterspørselsvekst som følge av ønske om utvinning av olje og gass i arktiske områder som f.eks. Shtokman feltet¹⁷ på russisk sokkel.

Marin seismikk

Seismikk markedet har de senere årene vært svært sterkt, hovedsaklig på grunn av høy oljepris som er den desidert viktigste parameteren for oljeselskapenes lete- og produksjonsbudsjetter. På kort til mellomlang sikt ser det ut som, på grunn av lavere oljepris, at også seismikk markedet vil bli noe svakere. GC Riber Shipping selv uttaler¹⁸ at de observerer forskjellig handlingsadferd hos oljeselskapene enn tidligere; hvor de små selskapene har problemer med tilgangen på kapital og følgelig kutter hardt i letebudsjettene, mens de store holder stø kurs og til dels øker sin letevirksomhet. Det kan argumenteres for at de store oljeselskapene blir tvunget til å holde stø kurs på grunn av høy depletion rate for eksisterende produksjon, det samme gjelder ikke for de mindre selskapene som typisk ikke har eksisterende produksjon. På den andre siden kan det argumenteres for at dagens finansielle klima er en stor mulighet for de etablerte, hvor eksempelvis Exxon som har en ekstremt sterk balanse, får tilgang til rimeligere vekst enn de siste par årene.

¹⁶ Gassreservoarene i Russland er i størrelsesorden $4.757 \times 10^{13} \text{ m}^3$ ($1.6 \times 10^{15} \text{ cu ft}$), Wikipedia: http://en.wikipedia.org/wiki/Natural_gas

¹⁷ Shtokman feltet, verdens største natural gas reservoar. Wikipedia: <http://en.wikipedia.org/wiki/Shtokman>

¹⁸ GC Rieber Shipping ASA - Årsrapport for 2008

7. STRATEGISK REGNSKAPSANALYSE

7.1. FORBEREDELSE TIL REGNSKAPSANALYSE

Før man går igang med regnskapsanalysen er det nødvendig å avklare følgende fire momenter: Analysefokus, analysenivå, analyseperiode og komparativ bransje.

Analysefokus

Det er flere stakeholders med tilknytning til et selskap, vi nevner långivere og eiere som de primære. Långiverne vil være interessert i en kreditororientert analyse som har til hensikt å kartlegge kredittrisiko og følgelig prise denne risikoen inn i lånerenten. Vi sitter på den andre siden av bordet og ønsker å gjennomføre en investororientert analyse for målgruppen eksisterende og potensielle aksjonærer. Vi er følgelig interessert i å analysere verdiskapningen og finne et estimat på verdien av inntjeningen til egenkapitalen i fremtiden. Da de offentlige årsregnskapene er mer kreditororientert må vi omgruppere regnskapet og balansen slik at de har et mer investororientert fokus.

Analysenivå

GC Rieber Shipping opererer innenfor de tre segmentene Offshore/Subsea, Is/Forskning og Marin Seismikk. Da det ikke er god nok tilgang på regnskapsinformasjon fordelt på disse segmentene velger å nyttiggjøre de konsoliderte tallene for konsernet som helhet.

Analyseperiode

Valg av analyseperiode har en klar sammenheng med selskapets stabilitet. Dersom selskapet har vært stabilt over tid taler dette for en lengre analyseperiode hvor man har et godt datagrunnlag for en forholdstallanalyse. Dersom selskapet har endret karakter, f.eks. avhendet deler av virksomheten, taler dette for en vesentlig kortere analyseperiode da eldre tall er irrelevante for dagens og morgendagens selskap.

Det kan argumenteres for at GC Rieber Shipping er et modent og stabilt selskap, noe som vil tale for en lengre analyseperiode. På den andre siden vil vi argumentere for at selskapet har endret karakter de siste par årene ved avhendig av virksomhet som Arrow og strategiske kjøp vertikalt i verdikjeden. Sistnevnte argument mener vi taler tyngst og vi velger følgelig en middels lang analyseperiode, 4-5 år. Dette mener vi også å kunne underbygge ved å argumentere for at det er først de senere årene segmentene seismikk og supply virkelig har modnet. Dersom vi hadde valgt en kortere analyseperiode enn dette ville tallene blitt veldig preget av rekordhøy oljepris. Vi unngår følgelig den verste påvirkningen fra høy oljepris ved å velge 4-5 år som analyseperiode.

Komparative selskaper i bransjen

For å få et best mulig bilde av virksomheten er det ønskelig å sammenligne nøkkeltallene for selskapet med et knippe utvalgte komparative selskaper med tilsvarende virksomhet. Segmentene selskapet er involvert i, størrelse, flåtesammensetning, kontraktsomfang og kontraktstyper er alle viktige faktorer ved utvelgelse av de komparative selskapene.

De selskapene vi finner mest komparative og dermed relevante er DOF ASA, Subsea 7 Inc og PGS ASA. Felles for alle disse selskapene er at de er notert på Oslo Børs og at de har tilsvarende virksomhet som GC Rieber Shipping. Det er verdt å bemerke, som nevnt tidligere, at de selskapene vi har definert som bransjen dekker segmentene subsea og seismikk, men ikke is/havforskning. Årsaken til dette er at vi ikke har klart å identifisere noen sammenlignbare selskaper med slik virksomhet.

7.2. PRESENTASJON AV RAPPORTERTE TALL

I det følgende ønsker vi å presentere finansregnskapet til GC Rieber Shipping for perioden 2003 til 2008, for å få en klarhet i selskapets økonomiske utvikling de siste årene. Vi velger samtidig å presentere forklaring av endring i egenkapitalen.

Alle tall er hentet direkte fra selskapets årsrapporter.

Resultatregnskap

(NOK 1 000)	2004	2005	2006	2007	2008
Charterinntekt	184 608	230 636	359 562	513 190	485 458
Andre driftsinntekter	102 577	75 859	32 435	67 469	87 592
Sum Driftsinntekter	287 185	306 495	391 997	580 659	573 050
Reiseavhengige kostnader	-5 043	-9 721	-10 343	-74 498	-56 485
Driftskostnader skip	-42 177	-45 822	-75 082	-76 137	-78 587
Mannskaps og proviantkostnader	-48 499	-65 385	-85 455	-113 511	-143 601
Administrasjonskostnader	-33 266	-31 225	-51 650	-77 866	-96 894
Sum Driftskostnader	-128 985	-152 153	-222 530	-342 012	-375 567
EBITDA	158 200	154 342	169 467	238 647	197 483
Avskrivninger	-77 883	-83 546	-86 810	-67 249	-79 678
Nedskrivninger	-22 000	92 000	0	0	-14 711
Gevinst salg av anlegg	0	0	0	0	4 327
EBIT	58 317	162 796	82 657	171 398	107 421
Resultat investering i tilknyttet selskap	0	0	0	0	4 304
Finansinntekter	8 767	5 853	13 614	24 459	48 347
Finanskostnader	-23 238	-28 713	-56 861	-45 756	-41 754
Verdiendring markedsbaserte omløpsmidler	420	-80	-343	-1 519	-9 039
Realisert agio (disagio)	-2 831	5 768	15 550	3 715	4 466
Urealisert agio/disagio	40 924	-13 954	-4 523	8 042	7 453
Netto finansposter	24 042	-31 126	-32 563	-11 059	13 777
Res før skatt og minoritet	82 359	131 670	50 094	160 339	121 198
Skattekost - normal	-9 456	20 714	-14 044	-171 322	55 586
Skattekost - for avhendet virksomhet			-4 287		
Årsresultat	72 903	152 384	31 763	-10 983	176 784
Minoritetsandel av årsresultat	0	0	19 143	0	0
Majoritetsandel av årsresultat	72 903	152 384	50 906	-10 983	176 784

Balanse

EIENDELER

(1 000 NOK)	2004	2005	2006	2007	2008
Konsesjoner og patenter					14 300
Utsatt skattefordel	0	4 519	2 269	10 384	54 932
Goodwill	0	0	18 180	34 008	100 164
Sum immaterielle eiendeler	0	4 519	20 449	44 392	169 396
Skip	676 756	1 001 133	1 520 655	868 078	1 124 338
Skipsbyggingskontrakt	11 186	54 270	215 904		261 472
Maskiner, inventar og utstyr	1 705	1 312	1 300	3 364	67 971
Sum Varige driftsmidler	689 647	1 056 715	1 737 859	871 442	1 453 781
Investering i tilknyttet selskap			8 026		36 504
Andre langsiktige fordringer	8	8	41 639	8	4 273
Sum finansielle anleggsmidler	8	8	49 665	8	40 777
Sum Anleggsmidler	689 655	1 061 242	1 807 973	915 842	1 663 954
Beholdninger	7 177	1 751	5 044	6 379	8 364
Sum varer	7 177	1 751	5 044	6 379	8 364
Kundefordringer	84 225	57 175	155 454	108 570	144 815
Andre kortsiktige fordringer	45 284	12 407	97 279	21 121	114 402
Sum Fordringer	129 509	69 582	252 733	129 691	259 217
Markedsbaserte obligasjoner og sertifikater	137 453	88 056	125 779	122 248	162 052
Sum Investeringer	137 453	88 056	125 779	122 248	162 052
Bankinnskudd og kontanter	108 636	365 940	312 220	1 017 163	580 702
Sum Omløpsmidler	382 775	525 329	695 776	1 275 481	1 010 335
SUM EIENDELER	1 072 430	1 586 571	2 503 749	2 191 323	2 674 289

EGENKAPITAL OG GJELD

(1 000 NOK)	2004	2005	2006	2007	2008
Aksjekapital (4.381.280 a NOK 18)	78 863	78 863	78 863	78 863	78 863
Beholdning av egne aksjer	-697	-623	-623	-419	-405
Overkursfond	19 401	19 401	19 401	19 401	19 401
Sum Innskutt egenkapital	97 567	97 641	97 641	97 845	97 859
Annen egenkapital / opptjent	494 952	641 751	676 800	1 327 379	1 325 465
Minoritetsinteresser			260 453	16 644	83 975
Sum Egenkapital	592 519	739 392	1 034 894	1 441 868	1 507 299
Pensjonsforpliktelser	2 756	5 740	12 174	19 561	23 879
Utsatt skatt	22 348		12 817	144 785	92 108
Sum Avsetning for forpliktelser	25 104	5 740	24 991	164 346	115 987
Gjeld til kredittinstitusjoner	315 349	709 913	852 842	392 412	599 392
Øvrig langsiktig gjeld					113 819
Sum annen langsiktig gjeld	315 349	709 913	852 842	392 412	713 211
Gjeld til kredittinstitusjoner	46 823	58 439	372 905	37 505	89 025
Leverandørgjeld	32 687	41 054	122 522	55 884	95 796
Betalbar skatt	2 090	6 333	14 222	34 848	41 458
Skyldige offentlige avgifter	6 888	9 380	11 267	21 959	18 580
Annen kortsiktig gjeld	50 968	16 319	70 106	42 502	92 934
Sum Kortsiktig gjeld	139 456	131 525	591 022	192 698	337 793
Sum Gjeld	479 909	847 178	1 468 855	749 456	1 166 991
SUM EGENKAPITAL OG GJELD	1 072 428	1 586 570	2 503 749	2 191 324	2 674 290

Forklaring endring i egenkapital

	2004	2005	2006	2007	2008
IB EK	571 832	592 519	739 392	1 034 893	1 441 868
Estimatavvik pensjoner ført dir mot egenkapital					-1 260
Endring i regnskapsprinsipper og estimater		-584	-9 111	-31	
Innbetaling av egenkapital			8 924		
Innbetaling av egenkapital - minoritetsinteresser			283 720		
Omregningsdifferanse -skip	-45 172	62 240	-33 994	11 619	137 825
Omregningsdifferanse -skipsbyggingskontrakter	-1 490	2 640		15 230	
Omregningsdifferanse - langsiktig gjeld og andre pengeposter	6 171	-57 314	14 199		-45 863
Inntekter og kostnader direkte ført mot EK	531 341	599 501	1 003 130	1 061 711	1 532 570
Årets resultat	72 903	152 386	31 763	630 478	176 783
Sum Inntekter og kostnader	604 244	751 887	1 034 893	1 692 189	1 709 353
Innbetalinger av egenkapital				16 480	10 507
Tilgang EK ved kjøp av datterselskap					48 664
Avhendet virksomhet				-249 352	
Salg av egne aksjer		533		4 285	304
Utbytte til aksjonærer	-11 725	-13 028		-21 733	-261 528
UB EK	592 519	739 392	1 034 893	1 441 869	1 507 300

	2004	2005	2006	2007	2008
EK IB 01.01	571 832	592 519	739 392	1 034 893	1 441 868
Fullstendig nettoresultat	32 412	159 901	2 857	412 229	267 789
Netto betalt utbytte	-11 725	-13 028	292 644	-5 253	-202 357
EK UB 31.12	592 519	739 392	1 034 893	1 441 869	1 507 300

7.3. OMGRUPPERING FOR ANALYSE

For å kunne analysere verdiskapningen og finne et estimat på verdien av inntjeningen til egenkapitalen i fremtiden må vi omgruppere selskapets resultatregnskaper og balanse, som i utgangspunktet er kreditororienterte, slik at de egner seg til dette formålet.

Nedenfor omgrupperer vi GC Rieber Shipping's tall i følgende trinn¹⁹.

Trinn 1: Omgruppering av avsatt utbytte (Avsatt utbytte = Egenkapital)

I et investororientert perspektiv kan man ikke se på avsatt utbytte som gjeld, dette fordi utbytte er noe eierne får utbetalt til seg selv. Ettersom GC Rieber Shipping's regnskaper er ført etter IFRS prinsippet trenger vi ikke omgruppere avsatt utbytte.

Dersom avsatt utbytte er ført som kortsiktig gjeld må man for å omgruppere til et investororientert perspektiv trekke dette fra kortsiktig gjeld og legge det til egenkapitalen.

Trinn 2: *Dirty Surplus*

Dirty surplus innebærer føring av inntekter og kostnader direkte mot egenkapitalen, noe som er et brudd på kongruensprinsippet om at alle inntekter og kostnader skal resultatføres og inngå i årsresultatet. Dette har vært akseptert etter IFRS de siste årene, men det er ventet en endring i IFRS der alle endringer i egenkapitalen skal reflekteres gjennom resultatregnskapet.

Eksempel på *dirty surplus* forekomster i regnskapet til selskapet er estimatavvik pensjoner, omregningsdifferanser, resultatendring som følge av omlegging til å regnskapsføre i henhold til IFRS og andre endringer av regnskapsprinsipp.

Trinn 3: Normale kontra unormale poster

De normale postene i finansregnskapet kan sies å være de postene som er permanente, dvs. at de er ventet å forekomme gjentatte ganger. De normale postene er relevante i forhold til budsjettering og fremskriving av regnskapet. Unormale poster er poster som fremkommer en eller et fåtall ganger. Disse postene vil derfor ikke være relevante for budsjetteringen og fremskrivningen og skilles følgelig fra de normale postene. De unormale postene kan deles inn i ekstraordinære poster, diskontinuerlige (som følge av f.eks. avhendet virksomhet) og andre unormale poster. Unormale poster kan blant annet være; *dirty surplus*, engangsvinning/-tap ved salg av anleggsmidler og virksomhet, nedskrivning eller valutagevinst/tap.

¹⁹ Pennman (2004)

De unormale postene som er oppdaget i GC Rieber Shipping's tallmateriale over analyseperioden er driftsrelatert *dirty surplus*, samt at det i årene 2004, 2005 og 2008 var unormale driftskostnader relatert til nedskrivning av anleggsmidler. Disse postene har vi følgelig omgruppert, og de inngår i det unormale netto driftsresultatet.

Som følge av salget av Arrow Seismic i 2007 oppstår det en diskontinuerlig post som må korrigeres. For å komme frem til unormalt nettofinansresultat antas det en skattesats på 28 % og at alt dirty surplus er driftsrelatert. Vi har også beregnet unormalt netto driftsresultat. Følgende formel er brukt for å finne driftsskattesatsen (dss):

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

Hvor SK er rapportert skattekostnad, FR er normalt finansresultat, UFR er unormalt finansresultat, DR er normalt driftsresultat og UDR er unormalt driftsresultat. Videre har vi beregnet den normaliserte driftsskattesatsen (ndss) som er gjennomsnittet av de årlige driftsskattesatsene.

$$ndss = \frac{\sum_{t=1}^T dss_t}{T}$$

Nedenfor presenterer vi hvordan skattekostnaden kan fordeles over analyseperioden.

(1 000 NOK)	2004	2005	2006	2007	2008
Driftrelatert skattesats	-9 456	20 714	-18 331	-171 322	55 586
- Skatt på Normalt Finansresultat	4 052	6 031	6 302	5 963	-1 846
- Skatt på Unormalt Finansresultat	-10 784	2 684	2 816	-2 867	-806
= Driftsrelatert skattekostnad	-2 724	11 999	-27 449	-174 419	58 238
Driftsresultat	58317	162796	82657	171398	107421
Unormalt driftsresultat	-22000	93343	-9054	0	-10384
Normalt Driftsresultat før skatt	36317	69453	91711	171398	117805
dss= driftsrelatert skatt/driftsresultat	-4,67 %	7,37 %	-33,21 %	-101,76 %	54,22 %
ndss=gjennomsnittlig dss	-15,61 %				
ndss - dss = unormal driftsskattesats	10,94 %	22,98 %	-17,60 %	-86,15 %	69,83 %

Trinn 4: Drift kontra finans

Det er formålstjenelig å skille mellom drift og driftsinvestering, og finansiering og finansiell investering, for å finne kildene til verdiskapning. Dette gjøres for å isolere avkastning fra driften og for å synligghøre hvor mye finansieringen koster. Følgelig har vi omgruppert balansen til selskapet slik at det er fokus på drifts- og finansiell kapital istedet for likviditet. Omgruppert resultatregnskap, balanse og kontantstrøm for GC Rieber Shipping presenteres i det følgende.

7.4. PRESENTASJON AV OMGRUPPERTE REGNSKAPER OG BALANSE

Omgruppert resultatregnskap

	2004	2005	2006	2007	2008
Charterinntekt	184 608	227 133	304 089	513 190	485 458
Andre driftsinntekter	102 577	75 859	29 458	67 469	87 592
Driftsinntekter	287 185	302 992	333 547	580 659	573 050
Reiseavhengige kostnader	-5 043	-9 721	-8 048	-74 498	-56 485
Driftskostnader skip	-42 177	-45 458	-60 927	-76 137	-78 587
Mannskaps og proviantkostnader	-48 499	-65 385	-70 436	-113 511	-143 601
Administrasjonskostnader	-33 266	-30 795	-47 941	-77 866	-96 894
Driftskostnader	-128 985	-151 359	-187 352	-342 012	-375 567
EBITDA	158 200	151 633	146 195	238 647	197 483
Avskrivninger	-77 883	-82 180	-54 484	-67 249	-79 678
Driftsresultat normalt	80 317	69 453	91 711	171 398	117 805
Skatt på normalt driftsresultat	-12 538	-10 842	-14 317	-26 757	-18 391
Netto driftsresultat normalt	67 779	58 611	77 394	144 641	99 414
Resultat investering i tilknyttet selskap	0	0	0	0	4 304
Netto Finansinntekter	6 312	4 172	6 846	17 610	34 810
Netto resultat til Sysselsatt kapital	74 091	62 783	84 240	162 251	138 528
Netto Finanskostnader	-16 731	-19 680	-23 050	-32 944	-30 063
Netto minoritetsresultat	0	0	-19 143	-9 257	-4 119
Netto resultat til Egenkapitalen	57 359	43 102	61 189	129 307	108 465
Unormalt Netto Driftsresultat	-52 677	123 699	-51 091	275 549	157 251
Unormalt Netto Finansresultat	27 729	-6 903	-7 241	7 371	2 074
Fullstendig nettoresultat til Egenkapital	32 412	159 899	2 857	412 227	267 790
Netto betalt utbytte	-11 725	-13 028	292 644	-5 253	-202 357
Endring i Egenkapital	20 687	146 871	295 501	406 974	65 433

Omgruppert balanse

(1 000 NOK)	2004	2005	2006	2007	2008
Driftsrelaterte anleggsmidler	689 647	1 061 234	1 766 334	915 834	1 659 681
Driftsrelaterte omløpsmidler	136 686	71 333	257 777	136 070	267 581
Driftsrelaterte eiendeler	826 333	1 132 567	2 024 111	1 051 904	1 927 262
Finansielle anleggsmidler	8	8	41 639	8	4 273
Finansielle omløpsmidler	246 089	453 996	437 999	1 139 411	742 754
Finansielle eiendeler	246 097	454 004	479 638	1 139 419	747 027
Total Eiendeler	1 072 430	1 586 571	2 503 749	2 191 323	2 674 289
Egenkapital	592 519	739 392	774 441	1 425 224	1 423 324
Minoritetsinteresser	0	0	260 453	16 644	83 975
Langsiktig driftsrelatert gjeld	25 104	5 740	24 991	164 346	229 806
Kortsiktig driftsrelatert gjeld	92 633	73 086	218 117	155 193	248 768
Driftsrelatert gjeld	117 737	78 826	243 108	319 539	478 574
Langsiktig finansiell gjeld	315 349	709 913	852 842	392 412	599 392
Kortsiktig finansiell gjeld	46 823	58 439	372 905	37 505	89 025
Finansiell gjeld	362 172	768 352	1 225 747	429 917	688 417
Total kapital	1 072 428	1 586 570	2 503 749	2 191 324	2 674 290

Sysselsatt balanse

(1 000 NOK)	2004	2005	2006	2007	2008
Driftsrelaterte anleggsmidler	689 647	1 061 234	1 766 334	915 834	1 659 681
Langsiktig driftsrelatert gjeld	25 104	5 740	24 991	164 346	229 806
Netto anleggsmidler	664 543	1 055 494	1 741 343	751 488	1 429 875
Driftsrelaterte omløpsmidler	136 686	71 333	257 777	136 070	267 581
Kortsiktig driftsrelatert gjeld	92 633	73 086	218 117	155 193	248 768
Netto driftsrelatert arbeidskapital	44 053	-1 753	39 660	-19 123	18 813
Netto driftseiendeler	708 596	1 053 741	1 781 003	732 365	1 448 688
Finansielle anleggsmidler	8	8	41 639	8	4 273
Finansielle omløpsmidler	246 089	453 996	437 999	1 139 411	742 754
Finansielle eiendeler	246 097	454 004	479 638	1 139 419	747 027
Sysselsatte eiendeler	954 693	1 507 745	2 260 641	1 871 784	2 195 715
Egenkapital	592 519	739 392	774 441	1 425 224	1 423 324
Minoritetsinteresser	0	0	260 453	16 644	83 975
Langsiktig finansiell gjeld	315 349	709 913	852 842	392 412	599 392
kortsiktig finansiell gjeld	46 823	58 439	372 905	37 505	89 025
Finansiell gjeld	362 172	768 352	1 225 747	429 917	688 417
Sysselsatt kapital	954 691	1 507 744	2 260 641	1 871 785	2 195 716

Omgruppert balanse – netto driftskapital

(1 000 NOK)	2004	2005	2006	2007	2008
Netto driftseiendeler	708 596	1 053 741	1 781 003	732 365	1 448 688
Egenkapital	592 519	739 392	774 441	1 425 224	1 423 324
Minoritetsinteresser	0	0	260 453	16 644	83 975
Finansiell gjeld	362 172	768 352	1 225 747	429 917	688 417
Finansielle eiendeler	246 097	454 004	479 638	1 139 419	747 027
Netto finansiell gjeld	116 075	314 348	746 109	-709 502	-58 610
Netto driftskapital	708 594	1 053 740	1 781 003	732 366	1 448 689

Omgruppert kontantstrøm

NOK 1000	2004	2005	2006	2007	2008
Resultat før skattekostnad	67 779	58 611	96 537	153 898	103 533
Unormalt netto driftsresultat	-52 677	123 699	-51 091	275 549	157 251
Endring i netto driftseiendeler		-345 145	-727 262	1 048 638	-716 323
Fri kontantstrøm til sysselsatt kapital fra drift		-162 835	-681 817	1 478 084	-455 539
Netto finansinntekter	6 312	4 172	6 846	17 610	34 810
Resultat fra investering i tilknyttet virksomhet		0	0	0	4 304
Fri kontantstrøm fra sysselsatt kapital		-158 663	-674 971	1 495 695	-416 425
Netto finanskostnader	-16 731	-19 680	-23 050	-32 944	-30 063
Endring i finansiell gjeld		406 180	457 395	-795 830	258 500
Netto minoritetsresultat	0	0	-19 143	-9 257	-4 119
Endring minoritetsinteresser		0	260 453	-243 809	67 331
Fri kontantstrøm til EK fra drift		227 837	684	413 855	-124 776
Netto betalt utbytte	-11 725	-13 028	32 191	238 556	-269 688
Unormalt netto finansresultat	27 729	-6 903	-7 241	7 371	2 074
Netto kontantstrøm til finansiell investering		207 906	25 634	659 782	-392 390
Finansielle eiendeler 01.01		246 097	454 003	479 637	1 139 419
Finansielle eiendeler 31.12	246 097	454 003	479 637	1 139 419	747 029

7.5. ANALYSE OG JUSTERING AV MÅLEFEIL

Formålet med årsregnskapet er at det skal gi et best mulig bilde av virksomheten til de ulike interessentene; det være seg blant annet eiere, långivere og ulike offentlige instanser. Det er følgelig ønskelig at tallmaterialet presenterer de underliggende forholdene så korrekt som mulig ved at størrelser rapporteres til virkelig verdi. For de fleste eiendeler finnes ikke slike objektive vurderinger da det ikke finnes noe likvid marked og dermed må man basere seg på en subjektiv vurdering. Norsk regnskapslov bygger på historisk-kost prinsippet, mens IFRS bygger på virkelig verdi. For førstnevnte regnskapsprinsipp er det positivt at verdier blir objektivt målt, men en konsekvens er at verdiene som blir presentert i regnskapene er substansielt forskjellig fra den virkelige verdien. Slike målefeil kan minimeres gjennom justeringer. IFRS prinsippet derimot søker å minimere disse målefeilene ved å tillate at eiendeler vurderes til virkelig verdi.

Ulike type målefeil

- § Type 1: Avvik mellom korrekt historisk kost og virkelig verdi.
- § Type 2: Avvik mellom regnskapsføring etter god regnskapsskikk og korrekt historisk kost.
- § Type 3: Målefeil pga. kreativ regnskapsføring.

Frem til og med 2004 førte GC Rieber Shipping sine regnskaper etter NGAAP prinsippet og i 2005 ble det lagt om til IFRS. Vår analyseperiode starter i 2004 hvor selskapet fortsatt rapporterte etter NGAAP prinsippet. For regnskapsåret 2004 har selskapet utformet et proforma IFRS regnskap som vi har benyttet i våre analyser.

GC Rieber Shipping har valgt å avskrive anleggsmidler lineært²⁰. For skip, som er en substansiell del av balansen til selskapet, er den lineære metode for avskrivninger benyttet basert på 20-25 år økonomisk levetid fra skipet var nytt. En slik avskrivning er bare fornuftig dersom den frie kontantstrømmen er lineært fallende. Dette er nokså usannsynlig. Justering fra lineær til korrekt historisk kost avskrivning, hvor rentabiliteten reflekterer internrenten, er imidlertid svært vanskelig ettersom vi ikke har informasjon om kontantstrømprofilen eller den underliggende internrenten. På grunn av manglende informasjon har vi derfor valgt ikke å justere for dette.

Konsernet har videre løpende leieavtaler, både i form av finansielle og operasjonelle leasingavtaler. Føring av finansiell leie som operasjonell leie er en klassisk måte å blåse opp rentabiliteten på. Ved analyse kan det derfor være aktuelt å føre en avtale som er ført som operasjonell som en finansiell leieavtale, for å justere for målefeil. Ettersom notene til GC Rieber Shipping's regnskaper ikke

²⁰ RISH årsrapport 2008, side 47 avsnitt 2.8

inneholder detaljert informasjon om de forskjellige leieavtalene, men kun en generell kommentar om at disse blir behandlet korrekt i regnskapene og balansen basert på om de defineres som en finansiell eller operasjonell leieavtale, har vi valgt å ikke justere for dette.

Kreativ regnskapsføring (type 3 målefeil) betyr at man benytter seg av metoder som ikke er i samsvar med rammeverket for god regnskapsskikk. Faresignaler kan være bytte av regnskapsprinsipp, skifte av revisor eller uvanlig økning i varelager eller kundefordringer. Selskapet har i perioden byttet fra NGAAP til IFRS, men det er urimelig å anta at det er motivert av å kunne benytte seg av kreativ regnskapsføring. For børsnoterte foretak listet Oslo Børs er det et formelt krav at konsernregnskapet føres etter IFRS prinsippet fra 2005. I analyseperioden ser vi ingen incentiver for GC Rieber Shipping til å benytte seg av kreativ regnskapsføring og vi velger ikke å analysere dette nærmere.

8. ANALYSE AV RISIKO

Ut ifra kapitalverdimodellen, omtalt CAPM, er total risiko i en portefølje av investeringer definert ved variansen til porteføljens verdi. Total risiko kan så dekomponeres i en systematisk og en usystematisk komponent²¹. Den systematiske risikoen er et mål for markedets svingninger og risiko og kan per definisjon ikke diversifiseres bort. Den usystematiske risikoen kan, gitt CAPM's forutsetninger om blant annet et perfekt kapitalmarked diversifiseres bort, ved å spre investeringene sine utover flere selskaper. Porteføljens totale risiko vil da bevege seg mot systematisk risiko.

Den systematiske risikoen blir analysert under avsnittet om analyse av avkastningskravet. I de følgende avsnittene vil vi se nærmere på det usystematiske risikobildet på kort og lang sikt og hvordan GC Rieber Shippings finansieringsstrategi har utviklet seg de siste fem årene.

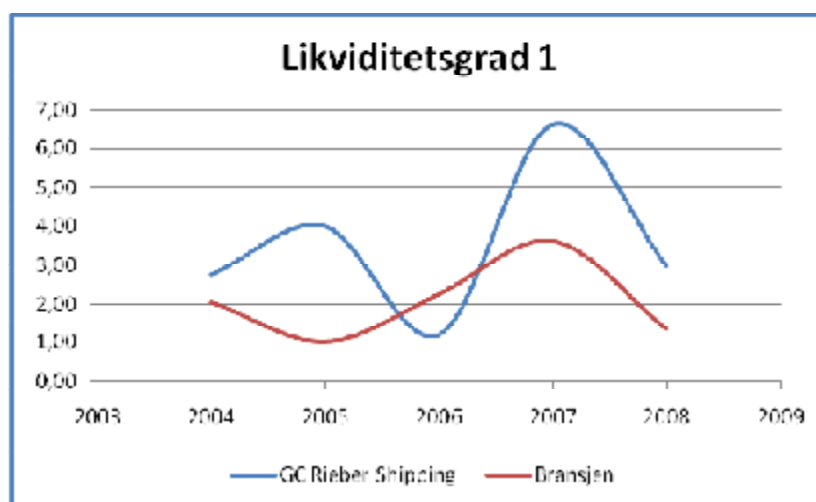
8.1. LIKVIDITETSANALYSE

På kort sikt vil vi utarbeide en likviditetsanalyse. En likviditetsanalyse fokuserer på hvorvidt selskapet har likvide midler til å gjøre opp krav etterhvert som de forfaller. Analysen er todelt hvor vi først ser nærmere på forholdstallene likviditetsgrad 1 og 2 og rentedekningsgraden før vi gjør en kontantstrømanalyse.

Likviditetsgrad 1 retter fokus mot hvorvidt selskapet er i stand til å betjene sin kortsiktige gjeld med omløpsmidler og er definert som:

$$\frac{\text{Omløpsmidler (OM)}}{\text{Kortsiktig gjeld (KG)}}$$

Likviditetsgrad bør ligge i området rundt to for at selskapet skal være i en komfortabel situasjon.



²¹ FIE400N – Finansmarkeder. Svein-Arne Persson. Høst 2007.

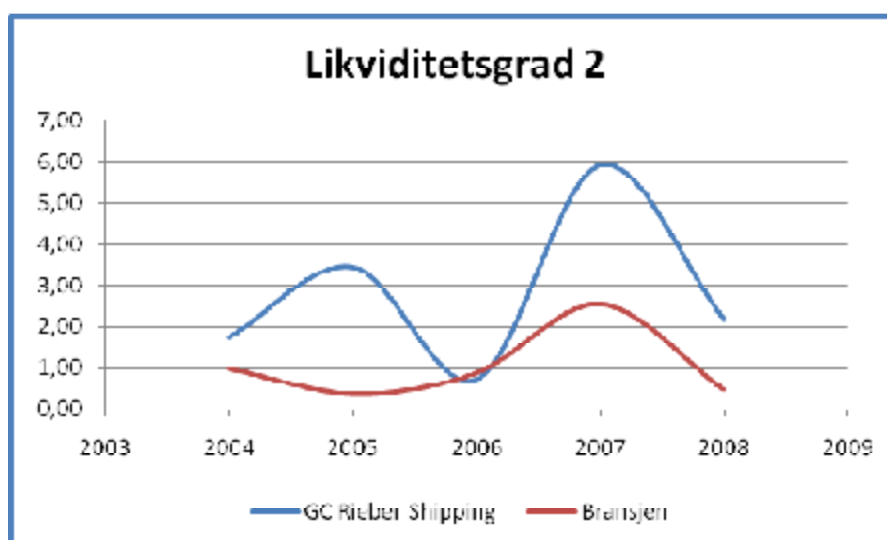
Likviditetsgrad 1	2004	2005	2006	2007	2008	Snitt
GC Rieber Shipping	2,74	3,99	1,18	6,62	2,99	3,51
Bransjen	2,06	1,01	2,25	3,65	1,34	2,06

Vi ser at GC Rieber Shipping er godt posisjonert til å gjøre opp sine kortsiktige forpliktelser. Med unntakt av 2006 har selskapet en likviditetsgrad 1 på over 2, som tilsier at selskapet er i en komfortabel situasjon dersom man ser på totale omløpsmidler i forhold til kortsiktig gjeld. Vi observerer at man ved utgangen av 2005 og 2007 hadde svært god dekning for kortsiktig gjeld. Dette skyldes i all hovedsak avhending av Exploration Resources og Arrow Seismic. Videre observerer vi at selskapet i snitt er bedre stilt enn bransjen og a det samme gjelder i fire av fem observasjoner.

Likviditetsgrad 2 indikerer i hvilken grad de mest likvide omløpsmidlene er i stand til å dekke den kortsiktige gjelden. I vår sammenheng er de mest likvide omløpsmidlene de finansielle. Følgelig er likviditetsgrad 2 definert som:

$$\frac{\text{Finansielle omløpsmidler (FOM)}}{\text{Kortsiktig gjeld (KG)}}$$

Forholdstallet bør være over 1 for at den korte risikoen ikke skal være for høy.



Likviditetsgrad 2	2004	2005	2006	2007	2008	Snitt
GC Rieber Shipping	1,76	3,45	0,74	5,91	2,20	2,81
Bransjen	0,99	0,39	0,89	2,55	0,49	1,06

I likhet med likviditetsgrad 1 blir forholdstallet likviditetsgrad 2 sterkt påvirket av de to avhendingene man har gjort i analyseperioden. De to avhendingene har imidlertid bidratt til at den kortsiktige

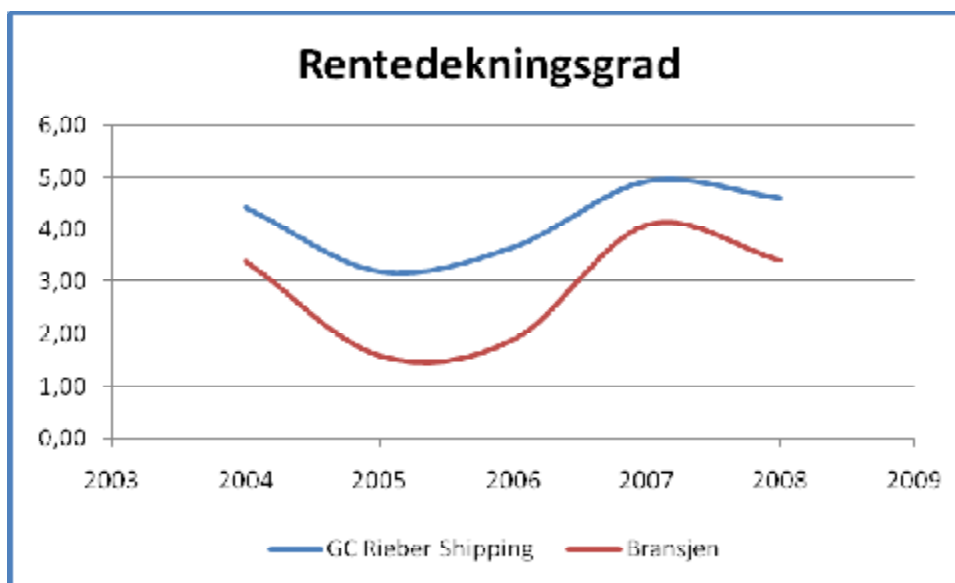
risikoen har vært veldig lav. Man har med unntak av 2006 hatt over 100% dekning av kortsiktig gjeld med finansielle omløpsmidler. Sammenlignet med bransjen har man hatt vesentlig lavere risiko i analyseperioden, med et snitt på nesten tre.

Det siste års trend på likviditetsgrad 1 og 2 kan sees på som at den kortsiktige risikoen er stigende. Dette har en sammenheng med at man har betalt ut utbytte til eierne og følgelig har man valgt et ønskelig nivå i forhold til tilgjengelig likviditet. Dette ser vi mer på som en normalisering av den kortsiktige risikoen mot et nivå på 2-300 %dekning, enn at den kortsiktige risikoen er stigende.

Rentedekningsgrad er i hovedsak et mål på i hvilken grad selskapet er i stand til å dekke sine finanskostnader gjennom drift. Det kan imidlertid også gi en indikasjon på hvor mye gjeld selskapet er i stand til å ta opp de kommende årene. Rentedekningsgrad er definert som:

$$\frac{\text{Netto Resultat til sysselsatt kapital}}{\text{Netto Finanskostnad}}$$

Rentedekningsgraden bør ifølge Lindorff reflektere at finanskostnader ikke utgjør mer enn en tredjedel av resultatet. Med andre ord bør forholdstallet være høyere enn 3.



Rentedekningsgrad	2004	2005	2006	2007	2008	Snitt
GC Rieber Shipping	4,43	3,19	3,65	4,93	4,61	4,16
Bransjen	3,40	1,58	1,88	4,10	3,42	2,88

Som de to første forholdstallene viser rentedekningsgraden at den kortsiktige risikoen i analyseperioden har vært svært lav. Med unntakt av 2005 hvor man var like under forholdstallet

anbefalte mål har GC Rieber Shipping en solid rentedekningsgrad. Sammenlignet med bransjen er alle observasjoner og følgelig gjennomsnittet høyere.

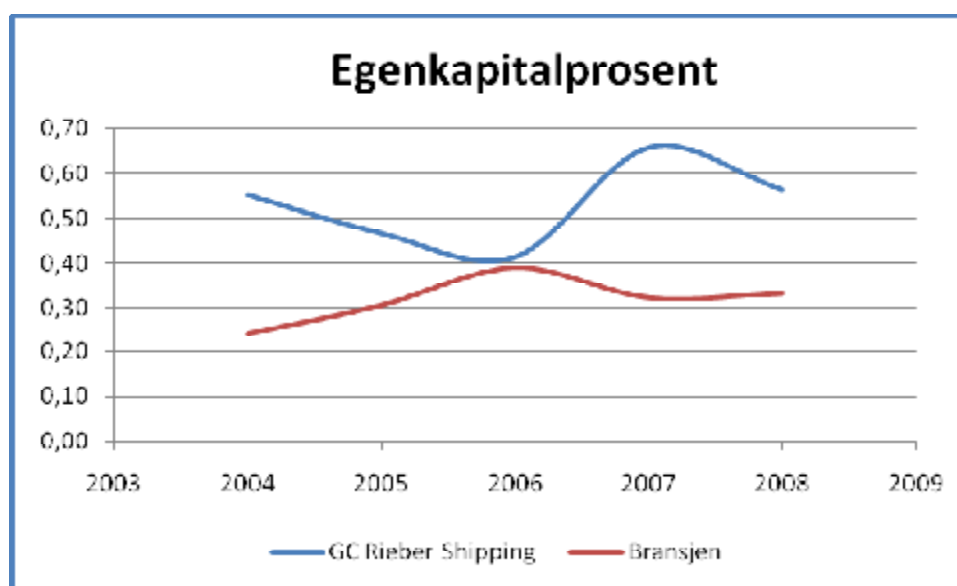
8.2. SOLIDITETSANALYSE

I soliditetsanalysen vil vi se nærmere på den langsiktige risikoen. Den langsiktige risikoen er her beskrevet i hvilken grad selskapet har økonomiske ressurser til å stå imot fremtidige tap. Ettersom tap blir ført mot egenkapitalen fungerer egenkapitalen som en sikkerhet for fremtidige tap og konkurs. Vi vil under dette avsnittet se nærmere på utviklingen i egenkapitalandelen både for GC Rieber Shipping og bransjen.

Egenkapitalprosent

Som begrepet tilsier er dette forholdstallet et mål på hvor stor andel av eiendelene som er finansiert med egenkapital i forhold til total kapitalen i selskapet. Forholdstallet er definert som:

$$\frac{\text{Egenkapital} + \text{Minoritetsinteresser}}{\text{Total Kapital}}$$



Egenkapitalprosent	2004	2005	2006	2007	2008	Snitt
GC Rieber Shipping	0,55	0,47	0,41	0,66	0,56	0,53
Bransjen	0,24	0,31	0,39	0,32	0,33	0,32

GC Rieber Shipping har gjennom hele analyseperioden hatt en høyere egenkapital andel enn øvrige selskap i bransjen og det samme ser vi ved utgangen av år 2008. Selskapet ser ut til å være meget solid i forhold til fremtidige tap. Det er heller ingen trend som tyder på at dette skal endre seg, ettersom man i begynnelsen og utgangen av analyseperioden hadde lik egenkapitalprosent.

8.3. OPPSUMMERING AV RISIKOANALYSE – SYNTETISK RATING

Som oppsummering og en sammenfatning av den kortsiktige og langsiktige risikoanalysen vil vi lage en syntetisk rating for GC Rieber Shipping. Målet med den syntetiske ratingen er å plassere konsernet i en overordnet risikoklassifisering basert på forholdstallene vi har beregnet i analysen. Den syntetiske ratingen blir gjort i tråd med Standard & Poor's modell. Modellen innbefatter følgende måltall²²:

1. Likviditetsgrad 1
2. Rentedekningsgrad
3. Egenkapitalprosent
4. Netto driftsrentabilitet

Sistnevnte måltall er ikke inkludert i risikoanalysen. Netto driftsrentabilitet er definert som:

$$\frac{\text{Netto driftsresultat}}{\text{Netto driftskapital}_{t-1} + (\Delta\text{Netto driftskapital} - \text{Netto driftsresultat})/2}$$

Den syntetiske ratingen blir oppsummert i følgende tabell og oppsummeres etter hvor stor sannsynlighet det er for at et selskap går konkurs. Den syntetiske ratingen basert på 2008 tall for GC Rieber Shipping er definert med tall som er understreket og merket med fet skrift. For 2008 er det relativt stor spredning for parametrene, men det er rimelig å anta at snittet vil gi en rating på BBB. Gitt BBB er det ifølge Standard & Poors bare 0,37 % sjanse for at GC Rieber Shipping går konkurs. Følgelig er den selskapsspesifikke risikoen ved investeringer i konsernet relativt lav.

Ratingklasse	Årlig konkurs	Likviditetsgrad 1	Rentedekningsgrad	EK andel	Netto driftsrentabilitet
AAA	0,00010	8,900	11,600	0,895	0,308
AA Investment grade	0,00120	4,600	4,825	0,755	0,216
A	0,00240	<u>2,350</u>	<u>2,755</u>	<u>0,550</u>	0,131
BBB	0,00370	1,450	1,690	0,380	<u>0,082</u>
BB Speculative	0,01360	1,050	1,060	0,270	0,054
B	0,06080	0,750	0,485	0,175	0,026
CCC	0,33850	0,550	-0,345	0,105	-0,002
CC High yield & junk	0,54180	0,450	-1,170	0,030	-0,030
C	0,77520	0,350	-1,885	-0,100	-0,058
D Default	0,99990	0,300	-2,410	-0,180	-0,072

Hvis vi ser nærmere på analysen er de langsiktige parametrene gitt ved Egenkapital andelen, mens de kortsiktige er gitt ved likviditetsgrad 1 og rentedekningsgraden. Den kortsiktige risikoen er følgelig litt lavere enn den langsiktige. Selv om man ser ut til å være rangert lavere på lang sikt er det viktig å se parametrene i lys av hvilket type selskap GC Rieber Shipping er. For å være et eiendelbasert selskap er GC Rieber Shipping lavt gearert og har et potensial til å øke gjelden sin betraktelig dersom man skulle komme i en kortsiktig likviditetsskvis i frem. Det er heller ikke overraskende netto

²² Standard & Poor's. Nettside: www.standardandpoors.com. Besøkt 11. September 2009

driftsrentabilitet har falt sterkt i 2008. Offshore markedet er for tiden, som følge av en fallende oljepris, svært tøft og dette har gått sterkt utover marginene til leverandører i oljebransjen.

De siste fem årene har utviklingen i den syntetiske ratingen har vært stabil mellom A og BBB, noe som tilsier en stabilitet i risikobildet.

9. ANALYSE AV HISTORISK AVKASTNINGSKRAV

I tråd med investerings og finansteori vil en investor være fornøyd med en investering som gir tilsvarende eller bedre avkastning enn alternative sammenliknbare investeringer. For å kunne sammenlikne investeringer på tvers av selskap og bransjer må man identifisere et avkastningskrav som reflekterer relevant risikoeksponering. Hvilken risiko som er relevant avhenger av hvilken rolle og portefølje investoren har. Dersom selskapet har en avkastning på egenkapitalen eller total kapitalen som er høyere enn kravet kan man hevde at selskapet skaper verdier for investorene og visa versa.

Vi skal i neste avsnitt gjøre en historisk lønnsomhetsanalyse av GC Rieber Shipping. Som sammenlikningsgrunnlag vil vi benytte avkastningskrav for de ulike lønnsomhetsområder.

Egenkapitalkrav

Den mest anerkjente modellen for rentabilitetskravet til egenkapital er kapitalverdimodellen (CAPM). Modellen bygger på moderne portefølje teori og diversifikasjon og vil under følgende forutsetninger gi et estimat på hvilket avkastningsbidrag en investor kan forvente seg at selskapet vil gi til porteføljen:

- § Investorene maksimerer nytte
- § Investorene er risikoaverse
- § Investorene er pristakere
- § Man kan låne og plassere til risikofri rente
- § Ingen transaksjonskost eller skattekost
- § Handle med alle verdipapirer
- § Perfekt informasjon

Kapitalverdimodellen defineres som:

$$E(R_i) = R_f + \beta_i [E(R_m) - R_f] + \varepsilon$$

Modellens risiko fri rente er i all hovedsak et teoretisk begrep ettersom det ikke finnes et verdipapir man kan investere betydelige beløp uten å ta risiko. *Beste praksis* i bransjen er å bruke tre måneders NIBOR rente etter skatt i måleperioden²³:

Risikofri rente

	2004	2005	2006	2007	2008 Snitt	
3Mnd Nibor	2,00 %	2,22 %	3,10 %	4,96 %	6,23 %	3,70 %
Skatt	0,56 %	0,62 %	0,87 %	1,39 %	1,75 %	1,04 %
Risikofri rente e/skatt	1,44 %	1,60 %	2,23 %	3,57 %	4,49 %	2,67 %

²³ Norges Bank. Nettside: www.norges-bank.no. Besøkt 12. August 2009.

Markedspremie

Kapitalverdimodellen forutsetter at investorene er risikoaverse og krever en meravkastning utover risikofri rente. Ved siden av dette antas investorene å holde en veldiversifisert portefølje og at man følgelig bare er opptatt av hvilken avkastning man kan oppnå i markedet. Det er gjort mange studier av hvilken markedspremie som er et hensiktsmessig estimat. En studie gjort av Thore Johnsen argumenterer for en risikopremie e/ skatt på 5 %. Samtidig har Ivo Welch i 1998 gjort en studie av hvilke forventninger man hadde til gjennomsnittlig markedspremie de neste 30 årene. Undersøkelsen viste en forventning om 7,2 %. Vi har likevel valgt å følge Thore Johnsens studie og bruke 5 % som et estimat på markedspremie i måleperioden²⁴.

Beta

Beta er modellens mål på systematisk risiko. Ved å sammenligne verdipapirets svingninger med markedets svingninger identifiserer man i hvor stor grad verdien på selskapet svinger med totalverdien på markedet. I et porteføljeperspektiv vil man ønske å diversifisere bort selskapsspesifikk eller usystematisk risiko. Ettersom CAPM forutsetter at kapitalmarkedet er perfekt vil man ikke få betalt for usystematisk risiko. Risikobidraget fra markedet, den systematiske risikoen vil man ikke kunne diversifisere vekk. Beta er i så måte et relativt mål på den systematiske risikoen man får betalt for ved å investere i verdipapiret.

Estimater på beta er meget sensitiv for antall observasjoner. Som tabellen under viser er GC Rieber Shipping lite likvid. En rekke større eiere begrenser handelen i aksjen, noe som vil gjøre eventuelle beta estimater lite statistisk signifikante når man skal estimere avkastningskrav til egenkapitalen. Sammenlignet med handelen av tilsvarende selskaper på Oslo Børs er dette svært lavt.

Handelsvolum av GC Rieber på Oslo Børs:

År	Omsetning
2005	1 438 820
2006	1 494 200
2007	30 854 432
2008	7 279 024

For å få et mer signifikant estimat på beta velger vi derfor å estimere en bransjebeta basert på gjennomsnittet av selskapene vi har definert som komparative. For å få et troverdig estimat på GC

²⁴ Forelesningslide. FIE 426 Kapitalforvaltning. Thore Johnsen. Vår 2008.

Riebers beta kalkulerer vi eiendelsbeta for hvert av selskapene²⁵. Sammenhengen mellom egenkapitalbeta og eiendelsbeta er gitt ved:

$$\beta_{eiendel} = \beta_{ek} * \frac{EK}{EK + Gjeld}$$

Videre tar vi gjennomsnittet av eiendelsbeta og justerer for GC Rieber Shippins kapitalstruktur, som gir oss et estimat på GC Riebers Shippings egenkapitalbeta.

Likviditetspremie

Det argumenteres i mange sammenhenger for at man ved beregning av egenkapitalkrav for verdipapirer som er lite omsatt på børsen skal legge til en likviditetspremie. Ved å bruke en tilnærming hvor vi benytter bransjens beta vil vi få et avkastningskrav man skal kunne forvente ved å investere i dette segmentet. Det er følgelig ikke passende å legge til noen likviditetspremie for å komme nærmere et avkastningskrav man skulle forvente ved å investere i denne typen selskaper.

Krav til egenkapital

	2004	2005	2006	2007	2008	Snitt
3Mnd Nibor	2,00 %	2,22 %	3,10 %	4,96 %	6,23 %	3,70 %
Skatt	0,56 %	0,62 %	0,87 %	1,39 %	1,75 %	1,04 %
Risikofri rente e/skatt	1,44 %	1,60 %	2,23 %	3,57 %	4,49 %	2,67 %
Sektor Beta	0,94	1,12	1,35	0,40	0,76	0,77
Risikopremie etter skatt	5,00 %	5,00 %	5,00 %	5,00 %	5,00 %	5,00 %
EK krav	6,14 %	7,20 %	9,00 %	5,57 %	8,27 %	6,50 %

Historiske avkastningskrav i perioden 2004-2008

Det gjennomsnittlige avkastningskravet til egenkapitalen i perioden 2004 til 2008 danner nå et utgangspunkt for å estimere avkastningskrav til egenkapitalen for hvert av årene i måleperioden. For å estimere avkastningskravet til egenkapitalen for hvert av de ulike årene baserer vi oss på Miller og Modigliani²⁶ og forutsetter at netto driftsbeta er uavhengig av finansieringen og holdes konstant gjennom perioden

Netto driftskrav er definert som:

$$ndk = ekk * \left(\frac{EK}{NDK}\right) + mik * \left(\frac{MI}{NDK}\right) + nfk * \left(\frac{NFG}{NDK}\right)$$

Hvor

ndk = Netto driftskrav

ekk = Egenkapitalkrav

EK = Egenkapital

NDK = Nette driftskapital

mik = minoritetskrav

²⁵ Forelesningsslide. FIE402N Foretakets finansiering. Thore Johnsen. Høst 2007.

²⁶ Forelesningsslide. FIE402N Foretakets finansiering. Thore Johnsen. Høst 2007.

MI = minoritetsandel
nfk = netto finansielt gjeldskrav
NFG = netto finansiell gjeld

Ved å holde netto driftsbeta konstant vil beta til egenkapital variere med den finansielle gearingen i analyseperioden.

Netto driftsbeta

	2004	2005	2006	2007	2008	Snitt
EK Beta	0,94	1,12	1,35	0,40	0,76	0,77
EK/NDK	0,84	0,70	0,43	1,95	0,98	0,98
EK Beta						0,77
MI/NDK	-	-	0,15	0,02	0,06	0,05
Netto finans beta	-	-	-	-	-	-
NFG/NDK	0,16	0,30	0,42	0,97	0,04	0,03
Netto driftsbeta	0,79	0,79	0,79	0,79	0,79	0,79

For å kunne estimere selskapets driftskrav må vi først estimere krav til minoritetsandeler og krav til netto finansiell gjeld.

Minoritetskrav (mik)

Minoritetsinvesteringer er i sin natur egenkapitalinvesteringer. Investeringsformen avviker ofte noe ifra investeringer på børs ettersom de typisk er illikvide. Investorer som investerer i illikvide papirer vil i så måte kreve en likviditetspremie. *Beste metode* er å legge til en skjønsmessig likviditetspremie på egenkapitalkravet tilsvarende 2 %. Dette tilsier at minoritetskravet blir 9,27%

Netto finansielt gjeldskrav

Netto finansiell gjeld er definert som finansiell gjeld minus finansielle eiendeler. Følgelig vil kravet til netto finansiell gjeld være et vektet snitt av kravet til finansiell gjeld og finansielle eiendeler:

$$nfk = fgk * \left(\frac{FGJ}{NFG}\right) + fek * \left(\frac{FE}{NFG}\right)$$

Hvor

fgk = Krav til finansiell gjeld
FGJ = Finansiell gjeld
fek = krav til finansielle eiendeler
FE = Finansielle eiendeler

Kravet til finansiell gjeld blir estimert basert på risikofri rente etter skatt og en kredittrisikopremie basert på den syntetiske ratingen fra risikoanalysen. Kredittrisikopremien er gitt ved den historiske

risikofrie renten multiplisert med en kredittrisikofaktor basert på hvilken ratingklasse selskapet befant seg i. Se tabell for konkurssansynlighet og kredittrisikofaktor i appendix.

Krav til finansiell gjeld

	2004	2005	2006	2007	2008
Syntetisk rating	A	AA	BBB	BBB	A
Risikofri rente e/skatt	1,44 %	1,60 %	2,23 %	3,57 %	4,49 %
Kredittrisikopremie	0,36 %	0,24 %	0,89 %	1,43 %	1,12 %
Krav til finansiell gjeld	1,80 %	1,84 %	3,13 %	5,00 %	5,61 %

Krav til finansielle eiendeler

	2004	2005	2006	2007	2008
Krav til kontanter	1,44 %	1,60 %	2,23 %	3,57 %	4,49 %
Andel kontanter	44,14 %	80,60 %	65,09 %	89,27 %	77,74 %
Krav til investeringer	2,02 %	2,24 %	3,13 %	5,00 %	6,28 %
Andel investeringer	55,85 %	19,40 %	26,22 %	10,73 %	21,69 %
Krav til fordringer	1,80 %	1,84 %	3,13 %	5,00 %	5,61 %
Andel fordringer	0,00 %	0,00 %	8,68 %	0,00 %	0,57 %
Krav til finansielle eiendeler	1,77 %	1,72 %	2,54 %	3,72 %	4,88 %

Som vi konkluderte under den kortsiktige risikoanalysen er og har GC Rieber Shipping vært godt posisjonert likviditetsmessig. En naturlig konsekvens av dette er at man besitter ulike finansielle eiendeler. Kravet til finansielle eiendeler vil i så måte avhenge av hvilke finansielle eiendeler konsernet besitter. Under analysen av kravet til finansielle eiendeler vil vi gruppere de finansielle eiendelene slik:

- § Kontanter
- § Investeringer
- § Finansielle fordringer

Ettersom kontanter er relativt likvide vil kravet for disse avhenge av den risikofrie renten. Store deler av konsernets investeringer er plassert i obligasjoner. Denne typen investeringer vil typisk ikke gi tilsvarende avkastningen i aksjemarkedet ettersom man har lavere risiko enn egenkapitaleierne. Vi antar at GC Rieber Shipping bare investerer i obligasjoner med investment grade tilsvarende rating A og kravet blir basert på dette. Finansielle fordringer antas å ha krav lik netto finansielt krav.

De finansielle eiendelene fordeler seg som illustrert i tabellen under og danner grunnlag for vektene når vi beregner gjennomsnittlig krav til finansielle eiendeler.

Fordeling finansielle eiendeler

	2004	2005	2006	2007	2008
Kontanter	108 636,00	365 940,00	312 220,00	1 017 163,00	580 702,00
Investeringer	137 453,00	88 056,00	125 779,00	122 248,00	162 052,00
Finansielle fordringer	8,00	8,00	41 639,00	8,00	4 273,00
Finansielle eiendeler	246 097,00	454 004,00	479 638,00	1 139 419,00	747 027,00

Kravet til de finansielle eiendelene utvikler seg som vist i tabellen under og er i tråd med tidligere beskrivelse. Kravet til de finansielle eiendelene er definert som:

$$fek = r_f * \left(\frac{Kontanter}{FE} \right) + (r_f + (r_f + K \cdot P_A)) * \left(\frac{INV}{FE} \right) + fgk * \left(\frac{Fin Fordr}{FE} \right)$$

Hvor

$K \cdot P_A$ = kredittrisikopremie gitt investeringer i obligasjoner med ratingklasse A

INV = Investeringer

$Fin Fordr$ = finansielle fordringer

Gjennom å vekte kravet til finansiell gjeld og finansielle eiendeler kan vi nå estimere kravet til netto finansiell gjeld.

Fordeling netto finansiell gjeld

	2004	2005	2006	2007	2008
Finansiell gjeld	362 172,00	768 352,00	1 225 747,00	429 917,00	688 417,00
Finansielle eiendeler	246 097,00	454 004,00	479 638,00	1 139 419,00	747 027,00
Netto finansiell gjeld	116 075,00	314 348,00	746 109,00	-709 502,00	-58 610,00

Krav til netto finansiell gjeld

	2004	2005	2006	2007	2008
Krav til finansiell gjeld	1,80 %	1,84 %	3,13 %	5,00 %	5,61 %
Finansiell gjeld/NFG	3,12	2,44	1,64	-0,61	-11,75
Krav til finansielle eiendeler	1,77 %	1,72 %	2,54 %	3,72 %	4,88 %
Finansielle eiendeler/NFG	2,12	1,44	0,64	-1,61	-12,75
Krav til NFG	1,88 %	2,00 %	3,50 %	2,95 %	-3,65 %

Grunnet salg av deler av virksomheten har selskapet som tidligere nevnt hatt en meget gunstig likviditetssituasjon. Den gunstige likviditetssituasjonen ha til tider medført at selskapet har hatt negativ netto finansiell gjeld, som igjen gir seg utslag i et negativt krav eller kostnad knyttet til netto finansiell gjeld.

Fordeling netto driftskapital

	2004	2005	2006	2007	2008
Egenkapital	592 519,00	739 392,00	774 441,00	1 425 224,00	1 423 324,00
Minoritet	-	-	260 453,00	16 644,00	83 975,00
NFG	116 075,00	314 348,00	746 109,00	-709 502,00	-58 610,00
Netto driftskapital	708 594,00	1 053 740,00	1 781 003,00	732 366,00	1 448 689,00

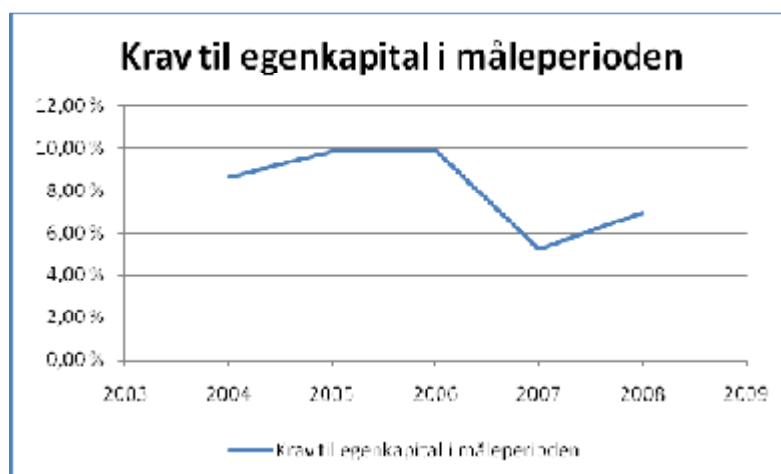
Vi tar over utgangspunkt i vårt estimat på avkastning til egenkapitalen og beregner oss frem til netto driftskravet. Observerer at det faktisk at kapitalstrukturen har endret seg vesentlig de to siste årene får en negativ innvirkning på vårt estimerte netto driftskrav. Bakgrunnen for dette er at effektene er så sterke at det trekker hele gjennomsnittet under 0.

Krav til egenkapital

	2004	2005	2006	2007	2008	Snitt
Egenkapitalkrav	6,14 %	7,20 %	9,00 %	5,57 %	8,27 %	7,23 %
Andel EK	83,62 %	70,17 %	43,48 %	194,61 %	98,25 %	98,03 %
Minoritetskrav	8,14 %	9,20 %	11,00 %	7,57 %	10,27 %	9,23 %
Andel minoritet	0,00 %	0,00 %	14,62 %	2,27 %	5,80 %	4,54 %
Krav til NFG	1,88 %	2,00 %	3,50 %	2,95 %	-3,65 %	1,34 %
Andel NFG	16,38 %	29,83 %	41,89 %	-96,88 %	-4,05 %	-2,56 %
Netto driftskrav	5,45 %	5,65 %	6,99 %	8,15 %	8,86 %	7,02 %

Kravet til egenkapitalen har som forventet endret seg vesentlig sammen med de strukturelle endringene i konsernet. I fra 2004 til 2006 var kravene relativt stabile mellom 8 og 10%.

Egenkapitalens relative andel ift driftskapital endret seg vesentlig i 2007 og 2008 og gir utslag i et lavere avkastningskrav til egenkapitalen. Dette har sammenheng med at den finansielle risikoen i selskapet faller.



10. ANALYSE AV LØNNSOMHET OG VEKST

10.1. ANALYSE AV LØNNSOMHET

I dette avsnittet vil vi kartlegge hvorvidt lønnsomheten til selskapet har vært på et akseptablelt nivå relativt sett til bransjen og i forhold til ulike krav (eksempelvis krav til egenkapitalavkastning). Vi vil også se på lønnsomhetens utvikling over analyseperioden for å avdekke om selskapet er inne i en spesiell trend. Denne analysen vil gi et godt datagrunnlag når vi senere skal vurdere den fremtidige utviklingen ved fremskrivning av regnskapene. Til sist ønsker vi også å dekomponere rentabiliteten for å undersøke hvilke deler av drift og finansiering som bidrar eller reduserer lønnsomheten til selskapet.

Rentabilitetsanalyse

Rentabilitet er mål på hvor mye kapitalen gir i avkastning i relativt til investert kapital. Ved beregning av rentabilitet kan man velge å benytte fullstendig nettoresultat eller normalisert nettoresultat. Sistnevnte mener vi er det som er mest relevant i en verdsettelse og vi velger følgelig å nytte dette. I nevneren bruker vi da den kapitalen som genererer resultatet. Ved å dele nevneren på 2 implementerer vi en antakelse om at at innbetalinger og utbetalinger i snitt skjer midt i året, dette ansees som en nødvendig forenkling gitt de dataene vi har tilgjengelig til analyseformål.

Formelen for rentabilitet er som følger:

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

I analysen legger vi i all hovedsak vekt på egenkapitalrentabiliteten som fokuserer på avkastningen eierne får på sine investerte midler. Dette er i tråd med vårt fokus på investor orientert analyse.

Analyse av Egenkapitalrentabilitet (ekr)

Egenkapitalrentabiliteten beregnes utifra formelen angitt nedenfor:

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

	2004	2005	2006	2007	2008	Snitt
NRE		43 102,46	61 189,48	129 306,85	108 465,17	
Egenkapital (t-1)		592 519	739 392	774 441	1 425 224	
Endring egenkapital		146 873	35 049	650 783	- 1 900	
Egenkapitalrentabilitet		6,69 %	8,42 %	12,49 %	7,92 %	8,88 %

Det fremgår av tabellen over at egenkapitalrentabiliteten varierer mellom 6,69% og 12,49% i analyseperioden. Trenden er nedadgående fra toppåret 2007, hvor Arrow ble avhendet, til 2008.

	2004	2005	2006	2007	2008	Snitt
Egenkapitalrentabilitet		6,69 %	8,42 %	12,49 %	7,92 %	8,88 %
Egenkapitalkrav		7,20 %	9,00 %	5,57 %	8,27 %	7,51 %
Superprofitt		-0,51 %	-0,57 %	6,93 %	-0,35 %	1,37 %

Tabellen viser at selskapets egenkapitalrentabilitet ligger over kravet til egenkapitalavkastning for året 2007, og dette indikerer at selskapet driver lønnsomt i den siste delen av perioden. Det tidvektet gjennomsnittet for superprofitt over egenkapitalkravet er 1,37 %.

	2004	2005	2006	2007	2008	Snitt
Egenkapitalrentabilitet		6,69 %	8,42 %	12,49 %	7,92 %	8,88 %
Bransjen		24,41 %	33,32 %	25,56 %	25,98 %	27,32 %
Superprofitt		-17,72 %	-24,89 %	-13,07 %	-18,07 %	-18,44 %

Sammenlignet med bransjen, er selskapet mindre lønnsomt i snitt tidsvektet over analyseperioden. En kan se at egenkapitalrentabiliteten til selskapet varierer omtrent like mye som bransjen i snitt og at trenden er den samme for selskapet som for bransjen, med unntak av 2007. Bransjens topp finner vi i 2006, mens selskapets i 2007. Forklaring på dette kan være salget av Arrow i 2007 og overgang til nytt skatteregime for bransjen.

Dekomponering av egenkapitalrentabilitet

Som nevnt innledningsvis i dette kapitlet ønsker vi å dekomponere egenkapitalrentabiliteten i virkninger fra drift og finansiering.

Analyse av drift henviser til netto driftsrentabiliteten og viser avkastningen på netto driftskapital. Finansieringen kan deles i to, hvor den ene er virkningen av netto finansiell gearing og den andre er virkningen av minoritetsinteressene.

Følgende sammenheng legges til grunn for dekomponering av egenkapitalrentabilitet:

$$ekr = ndr + (ndr - nfg) nfg + (ndr - mir) * mig$$

Hvor

ndr = Netto driftsrentabilitet

nfgr = Netto finansiell gjeldsrente

nfgg = Netto finansiell gjeldsgrad

mir = Minoritetsrentabilitet

mig = Minoritetsgearing

Netto driftsrentabilitet

Netto driftsrentabilitet er en størrelse som sier noe om hvor stort netto driftsresultat er i forhold til netto driftskapital. Sammenlignes med netto driftskrav for å se på driftens lønnsomhet.

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

ndr = Netto driftsrentabilitet

NDR = Netto Driftsresultat

NDK = Netto Driftskapital

DI = Driftsinntekter

	2004	2005	2006	2007	2008	Snitt
Netto driftsmargin	23,60 %	19,34 %	23,20 %	24,91 %	17,35 %	21,20 %
	708 594	1 053 740	1 781 003	732 366	1 448 689	
Omløpet til nettodriftseiendeler		35,57 %	24,19 %	49,03 %	55,06 %	40,96 %
Netto driftsrentabilitet		6,88 %	5,61 %	12,21 %	9,55 %	8,56 %
Netto driftskrav		5,65 %	6,99 %	8,15 %	8,86 %	7,41 %
Superprofitt		1,23 %	-1,37 %	4,07 %	0,69 %	1,15 %

Nettodriftsrentabiliteten ligger over kravet for alle årene untatt 2006. Superprofitten i driften er i snitt 1,15 % over hele analyseperioden. Vi mener det er grunnlag for å argumentere for at driften til selskapet er lønnsom.

Netto Finansiell Gearing

Netto Finansiell Gearing er en størrelse som uttrykker gjeldsfinansieringens bidrag til egenkapitalrentabiliteten. Driverne bak dette nøkkeltallet er netto finansiell gjeldsrente og netto finansiell gjeldsgrad.

Matematisk kan det formuleres som:

$$nfggr = \frac{NFK_t - NFI_t}{NFG_{t-1} + (\Delta NFG - (NFK_t - NFI_t))/2}$$

$$nfgg = \frac{NFG_{t-1} + (\Delta NFG - (NFK_t - NFI_t))/2}{EK_{t-1} + (\Delta EK_{t-1} - NRE_t)/2}$$

hvor

nfggr = netto finansiell gjeldsrente

nfgg = netto finansiell gjeldsgrad

NFK_t = netto finanskostnad

NFI_t = netto finansinntekt

NFG_{t-1} = inngående netto finansiell gjeld

ΔNFG = endring netto finansiell gjeld

EK_{t-1} = inngående egenkapital

ΔEK_t = endring egenkapital (utgående – inngående)

NRE_t = netto resultat til egenkapital

	2004	2005	2006	2007	2008	Snitt
Netto driftsrentabilitet		6,88 %	5,61 %	12,21 %	9,55 %	8,56 %
Netto finansiell gjeldsrente		7,48 %	3,10 %	144,16 %	1,24 %	39,00 %
Netto rentemargin		-0,60 %	2,51 %	-131,95 %	8,31 %	-30,43 %
Netto finansiell gjeldsgrad		32,19 %	71,89 %	1,03 %	-27,86 %	19,31 %
Netto finansiell gearing		-0,19 %	1,80 %	-1,36 %	-2,31 %	-0,51 %

Gjeldsfinansieringen bidrar negativt til egenkapitalrentabiliteten for alle årene i analyseperioden, med unntak av 2006. Dette er en følge av at netto finansiell gjeldsrente er høyere enn netto driftsrentabilitet, altså at rentemarginen er negativ.

Den finansielle gjeldsgraden er relativt lav igjennom hele analyseperioden, med unntak av 2006. Ettersom rentamarginen er negativ for de fleste årene er det positivt for selskapet med lav

gearing/lav finansiell gjeldsgrad. For 2006 kan det kommenteres at det er positivt med høyere finansiell gjeldsgrad ettersom rentemarginen er positiv for dette året.

Det bør også kommenteres at salget av Arrow i 2007 får en stor innvirkning på rentemarginen i 2007 og netto finansiell gjeldsgrad i 2008 (negativ gjeld).

Netto Minoritetsgearing

Netto Minoritetsgearing er en størrelse som uttrykker minoritetsinteressenes bidrag til egenkapitalrentabiliteten. Driverne bak dette nøkkeltallet er minoritetsrente og minoritetsgrad.

Matematisk kan dette uttrykkes som:

$$mir = \frac{NMR_t}{MI_{t-1} + (\Delta MI_t - NMR_t)/2}$$

$$mig = \frac{MI_{t-1} + (\Delta MI_t - NMR_t)/2}{EK_{t-1} + (\Delta EK_t - NRE_t)/2}$$

Hvor

mir	=	minoritetsrente
mig	=	minoritetsgrad
MI _{t-1}	=	inngående minoritetsinteresser
NMR _t	=	netto minoritetsresultat
ΔMI _t	=	endring i minoritetsinteresser (utgående – inngående)
EK _{t-1}	=	inngående egenkapital
ΔEK _t	=	endring egenkapital (utgående – inngående)
NRE _t	=	nettoresultat til egenkapital

	2004	2005	2006	2007	2008	Snitt
Netto driftsrentabilitet		6,88 %	5,61 %	12,21 %	9,55 %	8,56 %
Minoritetsrentabilitet		0,00 %	-13,69 %	-6,47 %	-7,87 %	-7,01 %
ndr - mir		6,88 %	19,31 %	18,68 %	17,42 %	15,57 %
mig		0,00 %	19,25 %	13,83 %	3,82 %	9,23 %
Netto minoritetsgearing		0,00 %	3,72 %	2,58 %	0,67 %	1,74 %

Igjennom hele analyseperioden er minoritetsrentabiliteten lavere enn netto driftsrentabilitet, og dette virker følgelig positivt inn på egenkapitalrentabiliteten. Vektet over analyseperioden bidrar minoritetsinteressene i snitt med 1,74 % til egenkapitalrentabiliteten.

Oppsummering

Over analyseperioden har selskapet levert en gjennomsnittlig superprofitt, sammenlignet med kravet, i størrelsen 1,15 %. Selv om det kan virke som om at selskapet er inne i en positiv trend bør det kommenteres at toppåret 2007 er den viktigste årsakene til at snittet er positivt. Den gjennomsnittlige superprofitten sammenlignet med bransjen er negativ og dette kan tyde på at selskapene i bransjen er mer lønnsomme.

Ved dekomponering av egenkapitalrentabiliteten så vi at driften i snitt bidro positivt, finansiering bidro negativt og minoritetsinteressene bidro positivt til egenkapitalrentabiliteten.

10.2. FUNDAMENTAL ANALYSE AV VEKST

I det følgende vil vi analysere selskapets vekst over analyseperioden. Vekst er en underliggende verdidriver i den fundamentale verdsettelsen (Penman 2007). Vekst defineres som den prosentvise endring i en størrelse fra en periode til neste. Vi ønsker å analysere vekst i egenkapital, netto driftskapital og andre vesentlige verdidrivere som driftsinntekter.

Når vi analyserer veksten, vil vi se på selskapets historisk vekst og veksten hos de andre aktørene i bransjen. For veksten i fremtiden vil vi i tillegg ta hensyn til vår strategiske analyse. På lang sikt vil vi argumentere for at det ikke vil være mulig for selskapet å vokse mer enn bransjen uten å kapre markedsandeler fra de andre aktørene. Det vil over tid heller ikke være mulig for et selskap å vokse mer enn ventet realvekst i økonomien + forventet inflasjon. På sikt vil altså veksten i en bransje konvergere mot veksten i økonomien (Penman 1994).

Egenkapitalvekst

For å finne kilder til vekst tas det utgangspunkt i endringen i egenkapitalen. Vi skiller normalt mellom to typer egenkapitalvekst, *fundamental* og *normalisert*. Sistnevnte er mest relevant i forhold til verdsettelse, da denne trekker ut veksten som følge av kapitalinnskudd og -uttak, samt det unormale nettoresultatet til egenkapitalen.

Fundamental egenkapitalvekst

	2004	2005	2006	2007	2008	Gj snitt
GC Rieber Shipping		24,79 %	39,97 %	39,33 %	4,54 %	27,15 %
Bransjen		64,64 %	71,54 %	48,46 %	42,90 %	56,88 %

Den fundamentale egenkapitalveksten har vært svært sterk i store deler av analyseperioden for selskapet. Veksten har avtok i 2008. I snitt har den fundamentale egenkapitalveksten til selskapet vært 27,15%, mens bransjens vekst har lagt på 56,88%.

Normalisert egenkapitalvekst

Den normaliserte egenkapitalveksten finnes ved å multiplisere den normaliserte egenkapitalrentabiliteten med den normaliserte tilbakeholdelsesgrad.

	2005	2006	2007	2008	Gj snitt
Egenkapitalrentabilitet	6,69 %	8,42 %	12,49 %	7,92 %	8,88 %
Normalisert utdelingsforhold	20,44 %	30,23 %	0,00 %	4,06 %	13,68 %
Normalisert EK vekst	5,32 %	5,88 %	12,49 %	7,60 %	7,82 %
Bransjen	17,17 %	21,98 %	19,94 %	8,50 %	16,90 %

Den normaliserte egenkapitalveksten har i snitt lagt på 7.82% for selskapet igjennom analyseperioden. I analyseperioden har veksten variert mellom 5.32% og 12,49%. 2007 peker seg ut som et spesielt år med salg av Arrow og påfølgende utbytte.

Vekst i netto driftskapital

Vekst netto driftskapital	2005	2006	2007	2008	Gj snitt
GC Rieber Shipping	48,71 %	69,02 %	-58,88 %	97,81 %	39,16 %
Bransjen	46,06 %	35,78 %	92,11 %	26,95 %	50,22 %

Vekst i netto driftskapital vokser i analyseperioden i snitt rett under 40 %, mens bransjen ligger rundt 50%. Igjen peker 2007 seg ut med ekstremverdier som følge av salget av Arrow.

Vekst i driftsinntekter

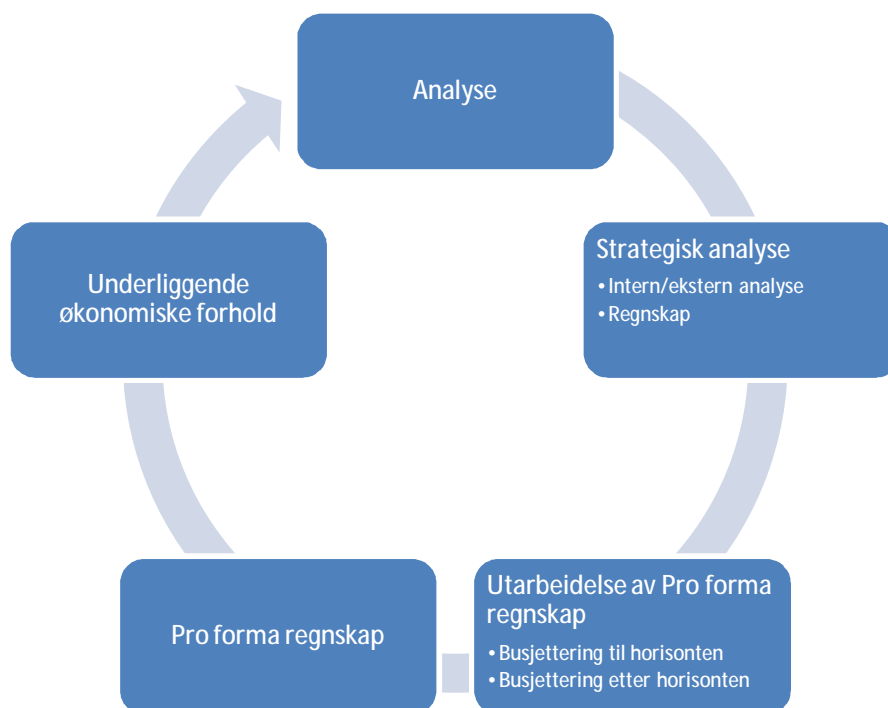
	2005	2006	2007	2008	Gj snitt
GC Rieber Shipping	5,50 %	10,08 %	74,09 %	-1,31 %	22,09 %
Bransjen	41,52 %	55,75 %	20,61 %	20,10 %	34,50 %

Veksten i driftsinntektene har vært positiv for alle årene unntatt 2008. I snitt har topplinjen vokst med 22,09 %, mens bransjen har hatt en vekst rett under 35 %.

11. BUDSJETTERING / FREMTIDSREGNSKAP

I dette kapitlet vil vi benytte innsikt fra den strategiske analysen og historiske regnskapstall til budsjettering av finansregnskapet frem mot budsjettthorizonten, T, og en enkel fremskrivning etter dette.

11.1. RAMMEVERK



Som figuren over viser er det tre momenter som står i fokus i denne delen; budsjettering, fremskrivning og fremtidsregnskap. Hensikten er å produsere et pro forma regnskap, ote omtalt som fremtidsregnskap, og å fremskrive avkastningskrav, rentabilitet og vekst utover budsjettthorizonten.

Disse analysene vil i neste omgang nyttes til å finne et verdianslag på egenkapitalen til GC Rieber Shipping per 31.12.2008. Dette verdianslaget står naturligvis i fokus ved utarbeidelsen av en handlingsstrategi.

11.2. BUDSJETTERING

Valg av budsjettthorison

Valg av budsjettthorison, T, avhenger av to faktorer, tid til *steady state* og kvaliteten på regnskapsføringen. Med *steady state* mener vi fasen hvor man observerer tilnærmet konstantvekst nær den generelle veksten i økonomien. Dette henger sammen med hvilken fase bransjen er i, og vi tar her utgangspunkt i den strategiske analysen hvor vi argumenterte for at bransjen fortsatt er

preget av vekst, og at den er i en tidlig modningsfase. Selskapet isolert sett har historisk sett vært preget av hyppige strukturelle endringer, oppkjøp og salg av forretningsenheter som Arrow. Hva angår regnskapsføringen kan vi argumentere for at selskapets regnskaper ført etter IFRS prinsippet og våre justeringer fører til en tilnærming til virkelige verdier, noe som taler for kort budsjetteringsperiode enn tradisjonelle historisk kost regnskaper.

Basert på argumentasjonen over mener vi at en fornuftig budsjetteringshorisont vil ligge mellom 5 og 7 år og vi velger 6 år som utgangspunkt for våre videre analyser.

Valg av budsjett drivere

Vi har valgt å ta utgangspunkt i følgende ni budsjett drivere, som er i tråd med Penman's (2004) anbefaling:

1. Driftsinntekter
2. Netto driftseiendeler
3. Netto driftsresultat
4. Finansiell gjeld
5. Finansielle eiendeler
6. Netto finanskostnader
7. Netto finansinntekter
8. Minoritetsinteresser
9. Netto minoritetsresultat

I selskapets årsrapport for 2008 kommenteres den antatte utviklingen til enkelte av disse nøkkeltallene og det er naturlig å ta utgangspunkt i dette for 2009. Etter dette frem mot budsjett horisonten er det ambisiøst å ha en konkret oppfatning om verdien til hver enkelt av disse budsjett driverne og vi velger følgelig en tilnærming hvor vi kombinerer subjektive anslag basert på våre analyser og en lineær utvikling mellom budsjett punktene hvor verdiene konvergerer mot det tidsvektede bransjegjennomsnittet.

1. Driftsinntekter

Driveren for GC Rieber Shippings fremtidige driftsinntekter er vekst, definert som:

$$Vekst_{DI} = \frac{DI_t - DI_{t-1}}{DI_{t-1}}$$

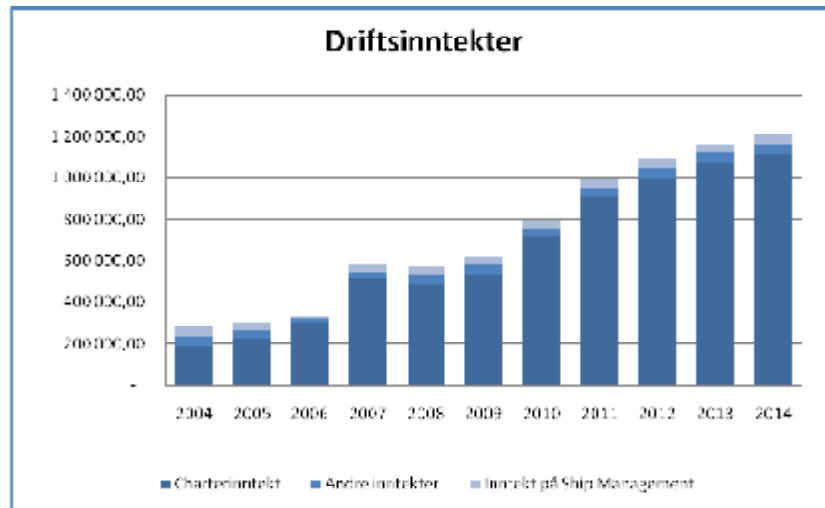
GC Rieber Shippings vekst vil i all hovedsak avhenge av hvordan bransjen eller oljeprisen utvikler seg og i hvilken grad de planlagte nybygg leveres i henhold til forventet tidspunkt og kontrahering av

dem. Vekstanalysen av GC Rieber Shipping og bransjen viste at man i analyseperioden og frem mot finanskrisen hadde hatt en særdeles sterk vekst i inntektene. Dette henger sammen med en sterkt stigende oljepris med tilhørende økt etterspørsel etter oljeservice tjenester og en eskalerende utbygging av flåten til GC Rieber og selskapene vi har definert som bransjen. Mot slutten av 2008 og i begynnelsen av 2009 har oljeprisen lagt på vesentlig lavere nivå. Ledelsen i GC Rieber Shipping har i de seneste kvartalsrapportene bekreftet det tøffe markedet, men at man på lengre sikt er positive til utviklingen for selskapet. Dette har sammenheng med at konsernet har sterk likviditet og allerede har startet et omfattende investeringsprogram. Med basis i dette har vi i hovedsak valgt å eskalere inntektene ut ifra vekst i inntekt per skip og antall skip man har i flåten. Utover dette har man mindre vesentlige inntektsdrivere i ship management og andre inntekter. Ettersom 2004 var et meget spesielt år med store omstruktureringer har vi beregnet snitt inntjening per skip for perioden 2005-2008 (MNOK 55).

Driftsinntekter

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	T
Antall skip i drift	9	11	13	13	13	13	13
Årlig vekst i inntekt pr skip	8%	8%	8%	10%	7%	4%	4%
Inntekt pr skip	59 940,00	64 735,20	69 914,02	76 905,42	82 288,80	85 580,35	89 003,56
Charterinntekt	539 460,00	712 087,20	908 882,21	999 770,43	1 069 754,36	1 112 544,53	1 157 046,31
Vekst charterinntekt	11%	32%	28%	10%	7%	4%	4%
Antall skip på Ship Management	11	11	11	11	11	11	11
Årlig vekst per skip på Ship Management	4%	4%	3%	3%	3%	3%	3%
Inntekt pr skip på Ship Management	3 640,00	3 785,60	3 899,17	4 016,14	4 136,63	4 260,73	4 388,55
Inntekt på Ship Management	40 040,00	41 641,60	42 890,85	44 177,57	45 502,90	46 867,99	48 274,03
Vekst andre innt	2%	2%	2%	2%	3%	3%	4%
Andre inntekter	44 671,92	45 565,36	46 476,67	47 406,20	48 828,38	50 293,24	52 304,97
Driftsinntekter	624 171,92	799 294,16	998 249,72	1 091 354,20	1 164 085,64	1 209 705,76	1 257 625,31
Vekst totalinntekter	9%	28%	25%	9%	7%	4%	4%

Ettersom man forventer en stigende oljepris og høykonjunktur de neste årene etter finanskrisen har vi eskalert inntekt per skip til 10 % frem mot 2012 før veksten blir avtagende mot horisonten til en langsiktig vekst i inntektene på 4 %. Videre har vi eskalert antall skip på charterinntekt i tråd med GC Riebers nybyggsprogram. I analysen og utarbeidelse har vi lagt mest vekt på veksten i charterinntekt. Som illustrert under har charterinntekt i all hovedsak vært og vil være hoveddriveren for hvordan driftsinntektene utvikler seg. Veksten i driftsinntektene vil følgelig vokse særdeles mye de neste årene før den avtar mot horisonten.



2. Netto driftseiendeler

Hvilke antagelser vi gjorde under veksten i driftsinntektene vil også påvirke hvordan vi ser for å utviklingen i netto driftseiendeler. Sammenhengen mellom driftsinntektene og vekst i netto driftseiendeler er definert som omløpet til netto driftseiendeler:

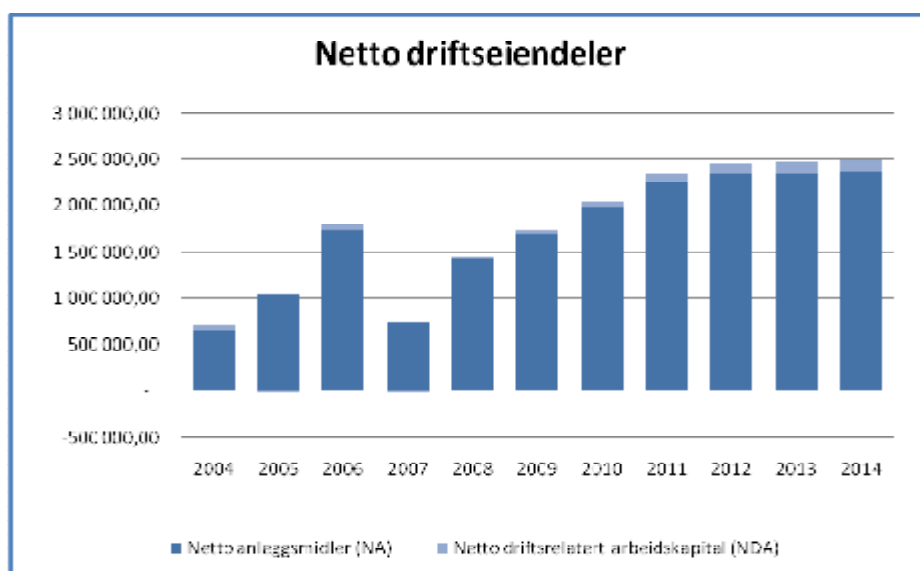
$$Omløpet_{NDE} = \frac{DI_t}{NDK_{t-1} + (\Delta NDK_t - NDR_t)/2}$$

Omløpet til netto driftseiendeler vil være sterkt korrelert med hvilken utnyttelsesgrad konsernet klarer å oppnå på sine eksisterende og nye skip. I tillegg har vi tatt høyde for konsernets nybyggsprogram når vi har sett på hvordan vårt estimat på utviklingen i netto driftseiendeler er i budsjettperioden.

Utvikling i netto driftseiendeler

	2009	2010	2011	2012	2013	2014 T	
Omløpet til NDE	0,35	0,40	0,45	0,48	0,51	0,53	0,55
Netto driftseiendeler (NDE)	1 745 367,43	2 043 577,10	2 340 612,11	2 450 949,56	2 477 046,86	2 488 535,74	2 537 830,39
Endring NDE	296 679,43	298 209,67	297 035,01	110 337,44	26 097,30	11 488,88	49 294,65
Vekst NDE	20,48 %	17,09 %	14,54 %	4,71 %	1,06 %	0,46 %	1,98 %

Vi forventer at den eksisterende flåten utnyttelsesgrad vil være påvirket av markedets utvikling i begynnelsen av 2009. Levering av et ytterligere skip i et tøft marked vil også kunne virke negativt inn på utnyttelsesgraden og omløpet til netto driftseiendeler. I 2007 og 2008 hadde man et omløp på henholdsvis 0,49 og 0,55. Vi estimerer at omløpet til netto driftseiendeler gradvis vil styrke seg i tråd med en sterkere oljepris og stabilisert drift av nybygg. Frem mot horisonten vil denne stabilisere seg på 2007 – 2008 nivået på mellom 0,5 og 0,55. Vi ser også av endringen i netto driftseiendeler at denne vil utvikle seg i tråd med at konsernet tar levering på nybygg.



3. Netto driftsresultat

For å holde en konsekvent tråd gjennom fremskrivningen vil netto driftsmargin danne basis for hvordan netto driftsresultat utvikler seg mot horisonten:

$$NDM_t = \frac{NDR_t}{DI_t}$$

NDM_t = Netto driftsmargin på tidspunkt t

Netto driftsmargin har i årene frem mot 2008 stabilisert seg rundt 20% gitt normal drift. Ledelsen i GC Rieber og nyere kvartalsrapporter har gitt signaler om en sterkt fallende driftsmargin for 2009. Vi har valgt å reflektere dette i våre estimater for budsjettperioden. Før konsernet får konsolidert sine nyinvesteringer inn i verdikjeden forventer vi at netto driftsmargin vil være stigende mot det normaliserte nivået på rundt 20 % på horisonten. Dette er gitt at man klarer å utnytte sine strategiske styrker og utvide verdikjeden sin på en måte som markedet verdsetter.

Utvikling i netto driftsresultat

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	T
Netto driftsmargin	10 %	12 %	14 %	16 %	17 %	18 %	20 %
Driftsinntekter	624 171,92	799 294,16	998 249,72	1 091 354,20	1 164 085,64	1 209 705,76	1 257 625,31
DR	62 417,19	95 915,30	139 754,96	174 616,67	197 894,56	217 747,04	251 525,06

4. Finansiell gjeld

Utvikling i fremtidig finansiell gjeld vil bli estimert på basis av forholdet mellom netto driftseiendeler og finansiell gjeld. Forholdet vil være en direkte indikator på hvilken faktisk finansiell gearing konsernet har:

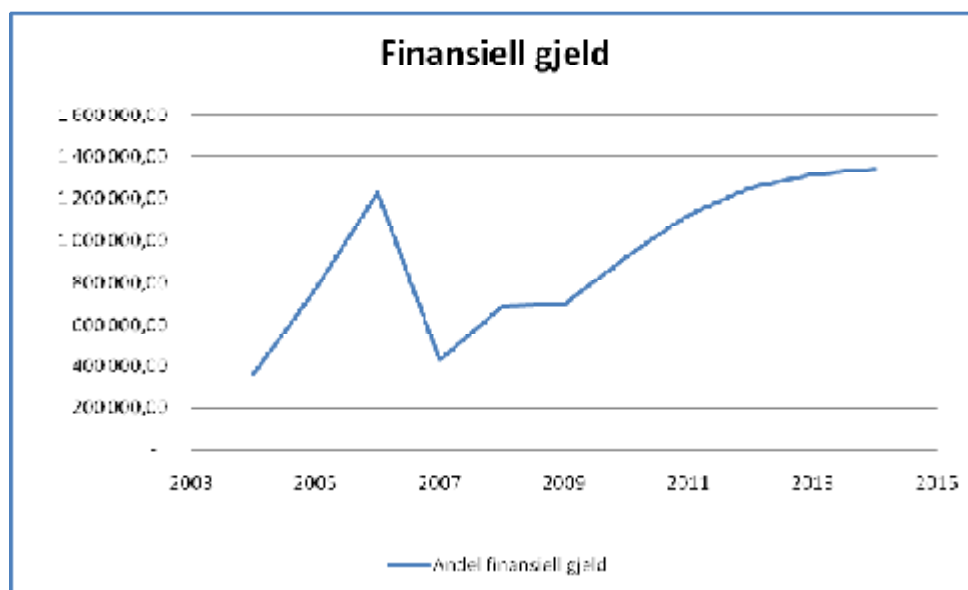
$$Andel_{Finansiell\ gjeld} = \frac{FG}{NDE}$$

Utviklingen i finansiell gjeld vil være essensiell for selskapets videre vekst og utvikling. En av selskapets selvutnevnte strategiske styrker er deres nåværende netto finans posisjon og deres fleksibilitet i forhold til fremtidige investeringer. Dette er også en indikasjon på at man per idag tar for lite risiko sett i lys av investorenes preferanser. Det er derfor rimelig å anta a selskapet gradvis vil benytte investeringsfasen til å endre sin kapitalstruktur til en posisjon hvor man øker risiki og følgelig forventet avkastning på egenkapitalen.

Utvikling i finansiell gjeld

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	T
Andel finansiell gjeld	698 146,97	919 609,70	1 123 493,81	1 249 984,28	1 312 834,83	1 343 809,30	1 395 806,71
Finansiell gjeld vs NDE	40 %	45 %	48 %	51 %	53 %	54 %	55 %

Vi estimerer at man gradvis vil øke andelen av finansiell gjeld gjennom fremskrivningsperioden. Dette er i tråd med at man ved levering av nybygg typisk vil ha en høyere finansiell gearing på investeringer i anlegg enn det man har for konsernet totalt sett. Vi forventer at andelen finansiell gjeld i forhold til netto driftseiendeler vil normalisere seg på et nivå som ligger mellom 50% og 60% (55% på horisonten).



5. Finansielle eiendeler

Utviklingen i finansielle eiendeler blir estimert basert på forholdet mellom finansielle eiendeler og netto driftseiendeler:

$$Andel_{\text{Finansielle eiendeler}} = \frac{FE}{NDE}$$

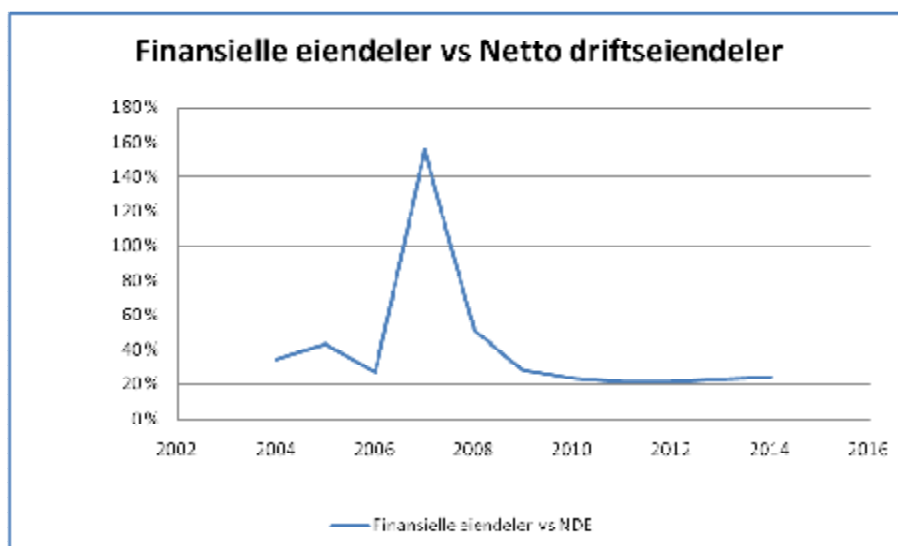
Finansielle eiendeler er en av driverne det er vanskeligst å estimere fremover grunnet de siste års restrukturering og endring. Vi antar at deler av de finansielle eiendelene vil bli reinvestert i

anleggsmidler i ekspansjonsfasen for å stimulere vekst og risikobildet for konsernet. Vi antar at konsernet vil betale ut utbytte, tilsvarende de 4 % man betalte ut i 2008, frem til 2011. I denne perioden vil kontantstrøm som ikke går til eller kommer fra kontantstrøm balanseres mot finansielle eiendeler. De finansielle eiendelene antas så å stegvis utvikle seg til 25% av netto driftseiendeler mot horisonten. Kontantstrøm utover dette vil bli utbetalt som utbytte og per definisjon være fri kontantstrøm.

Utvikling i finansiell eiendeler

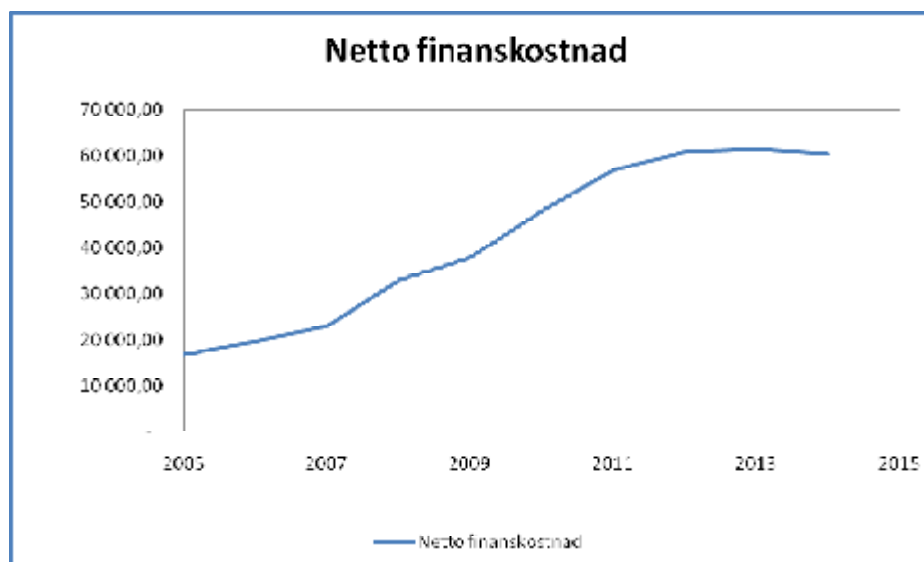
	2009	2010	2011	2012	2013	2014	T
Andel finansielle eiendeler	494 390,72	476 880,46	491 475,78	514 699,41	569 720,78	597 248,58	634 457,60
Finansielle eiendeler vs NDE	28 %	23 %	21 %	21 %	23 %	24 %	25 %

Etter å ha vært i en meget gunstig likviditetssituasjon i 2007-2008 ser vi at forholdet mellom finansielle eiendeler og netto driftseiendeler stabiliserer seg på et lavere nivå på horisonten. Dette henger også sammen med analysen av selskapet, hvor det er definert som et shipping/offshore selskap som ikke driver finansiell forvaltning.



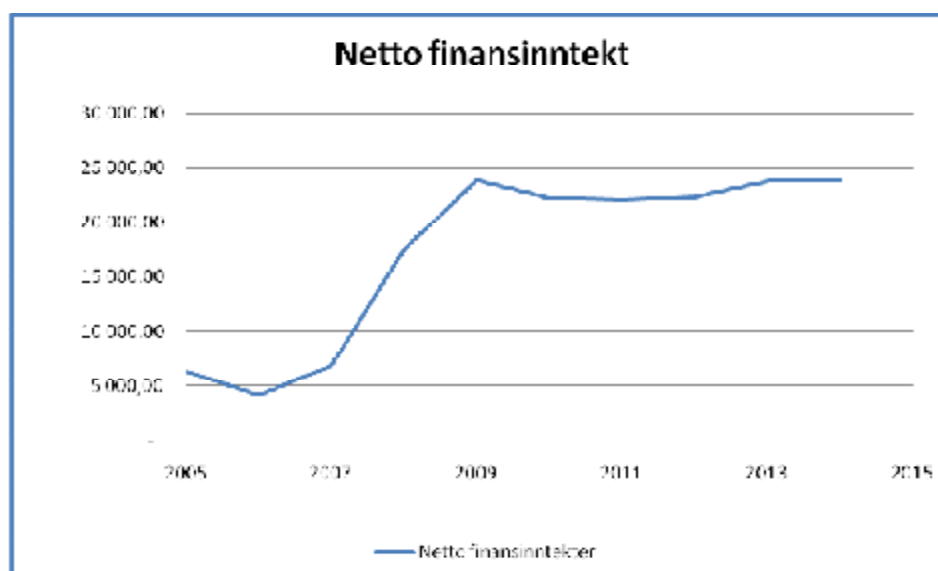
6. Netto finanskostnader

Netto finanskostnader vil i fremskrivningsperioden være et produkt av utviklingen i finansiell gjeld og prognoser på kravet til finansiell gjeld. Som forventet er den sterkt korrelert med utviklingen i finansiell gjeld.



7. Netto finansinntekter

Netto finansinntekter vil i fremskrivningsperioden være et produkt av utviklingen i finansielle eiendeler og prognoser på kravet til finansielle eiendeler. Vi ser at den fra perioden 2009 og utover er relativt stabil, noe som henger godt sammen at den absolutte størrelsen på finansielle eiendeler er relativt konstant, mens den relative endrer seg.



8. Minoritetsinteresser

Minoritetsinteressene i GC Rieber Shipping er relativt små. Likevel gir selskapet gjennom sine investeringer og samarbeid med ulike aktører signal om at samarbeidspartnerne er viktige for dem i utviklingen av konsernet. Driveren for utviklingen av minoritetsinteressene er forholdet mellom minoritetsinteresser og netto driftseiendeler. I analyseperioden har dette lagt rundt et gjennomsnitt

på 4,5%, men med store variasjoner. Vi forventer at selskapet fremdeles vil beholde deler av sine samarbeidspartnere, men at disse relativt til GC Rieber Shippings netto driftseiendeler vil være avtagende. Andelen minoritetsinteresser vil avta mot horisontverdien på 3%.

Utvikling i minoritetsinteresser

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	T
Minoritetsinteresser	69 814,70	61 307,31	70 218,36	73 528,49	74 311,41	74 656,07	76 134,91
Minoritetinteresser vs NDE	4,00 %	4,00 %	3,50 %	3,50 %	3,00 %	3,00 %	3,00 %

9. Netto Minoritetsresultat

Driveren til utviklingen i netto minoritetsresultat i perioden frem mot horisonten er rentabilitet på minoritetsinteressene. I analyseperioden har minoritetsresultatet vært relativt svakt og langt under minoritetskraveti de ulike årene. For at minoritetsinteressene skal ha et videre ønske om å samarbeide med GC Rieber Shipping er det rimelig å anta at minoritetene vil kreve en avkastning i henhold til kravet på horisonten. Gjennomsnittlig krav til minoritetsresultat i fremskrivningsperioden er 11,86%.

Utvikling i minoritetsresultat

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	T
Minoritetsresultat	- 2 094,44	- 613,07	2 106,55	3 676,42	5 201,80	6 719,05	9 030,87
krav til minoritetsinteresser	-3,00 %	-1,00 %	3,00 %	5,00 %	7,00 %	9,00 %	11,86 %

11.3. PROFORMA REGNSKAP

Resultat i fremskrivningsperioden

Resultatregnskap

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	T
Driftsinntekter	624 171,92	799 294,16	998 249,72	1 091 354,20	1 164 085,64	1 209 705,76	1 257 625,31
Netto driftsresultat	62 417,19	95 915,30	139 754,96	174 616,67	197 894,56	217 747,04	251 525,06
Netto finansinntekt	23 852,87	22 223,66	22 095,44	22 292,91	23 738,93	23 903,57	25 392,78
Resultat til sysselsatt kapital	86 270,07	118 138,96	161 850,40	196 909,59	221 633,49	241 650,61	276 917,84
Netto finanskostnad	37 872,34	48 185,30	56 790,55	60 872,70	61 505,51	60 471,42	62 811,30
Netto minoritetsresultat	- 2 094,44	- 613,07	2 106,55	3 676,42	5 201,80	6 719,05	9 030,87
Netto resultat til EK	50 492,17	70 566,74	102 953,30	132 360,46	154 926,18	174 460,14	205 075,67
Unormalt netto DR	-	-	-	-	-	-	-
Unormalt netto finans	-	-	-	-	-	-	-
Netto utbytte	- 2 019,69	- 2 822,67	- 4 118,13	- 128 599,97	- 137 440,99	- 166 762,59	- 172 048,26
Endring i EK	48 472,48	67 744,07	98 835,17	3 760,48	17 485,19	7 697,55	33 027,42

Fremtidig balanse for sysselsatt kapital

Balanse til sysselsatt kap

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	T
Netto driftseiendeler	1 745 367,43	2 043 577,10	2 340 612,11	2 450 949,56	2 477 046,86	2 488 535,74	2 537 830,39
Finansielle eiendeler	494 390,72	476 880,46	491 475,78	514 699,41	569 720,78	597 248,58	634 457,60
Sysselsatte eiendeler	2 239 758,15	2 520 457,56	2 832 087,90	2 965 648,97	3 046 767,63	3 085 784,32	3 172 287,99
EK	1 471 796,48	1 539 540,55	1 638 375,72	1 642 136,20	1 659 621,39	1 667 318,95	1 700 346,36
Minoritetsinteresser	69 814,70	61 307,31	70 218,36	73 528,49	74 311,41	74 656,07	76 134,91
Finansiell gjeld	698 146,97	919 609,70	1 123 493,81	1 249 984,28	1 312 834,83	1 343 809,30	1 395 806,71
Sysselsatt kapital	2 239 758,15	2 520 457,56	2 832 087,90	2 965 648,97	3 046 767,63	3 085 784,32	3 172 287,99

Fremtidig balanse for netto driftskapital

Balanse netto driftskap

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	T
Netto driftseiendeler	1 745 367,43	2 043 577,10	2 340 612,11	2 450 949,56	2 477 046,86	2 488 535,74	2 537 830,39
EK	1 471 796,48	1 539 540,55	1 638 375,72	1 642 136,20	1 659 621,39	1 667 318,95	1 700 346,36
Minoritetsinteresser	69 814,70	61 307,31	70 218,36	73 528,49	74 311,41	74 656,07	76 134,91
Netto Finansiell gjeld	203 756,25	442 729,24	632 018,03	735 284,87	743 114,06	746 560,72	761 349,12
Netto driftskapital	1 745 367,43	2 043 577,10	2 340 612,11	2 450 949,56	2 477 046,86	2 488 535,74	2 537 830,39

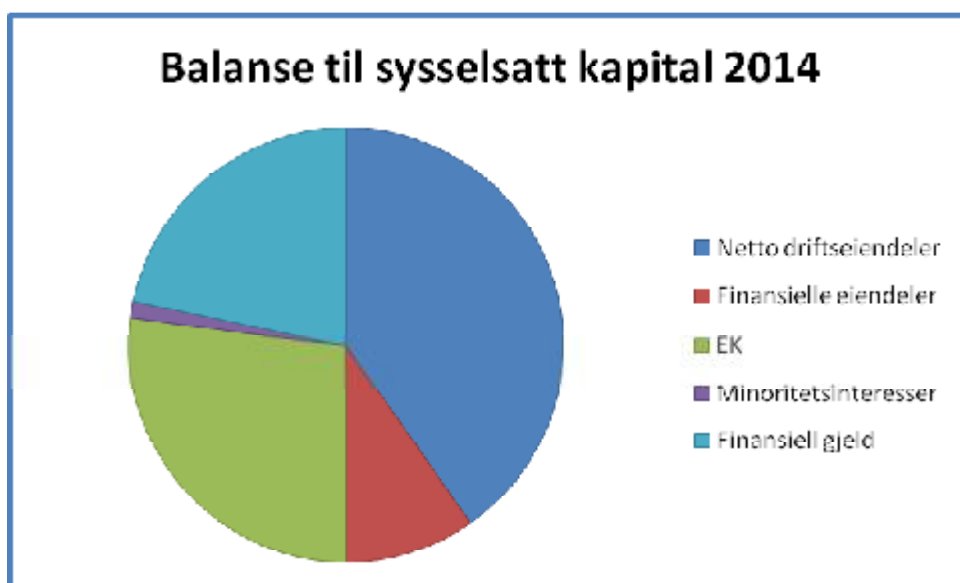
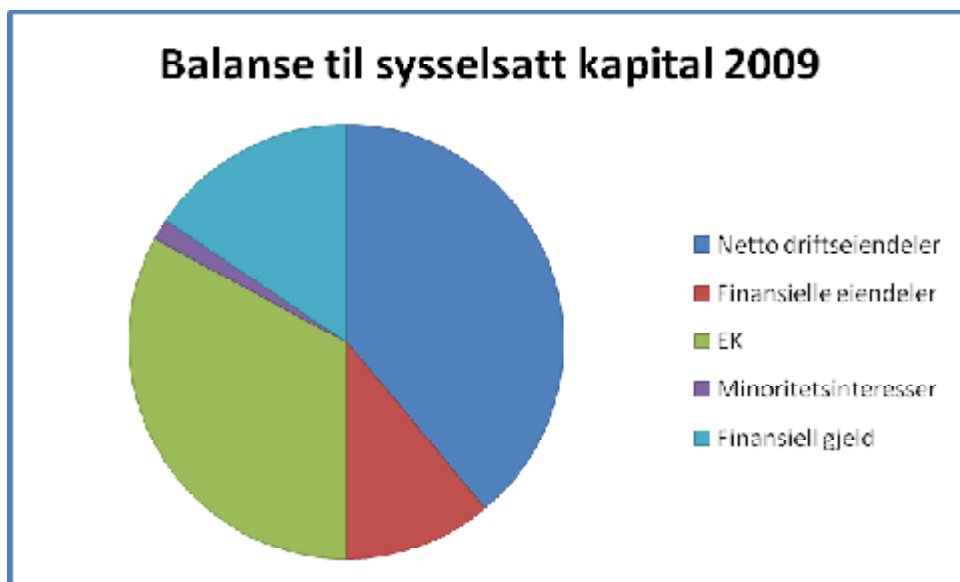
Fremtidig kontantstrøm

Kontantstrøm

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	T
Netto driftsresultat	62 417,19	95 915,30	139 754,96	174 616,67	197 894,56	217 747,04	251 525,06
Unormalt netto driftsresultat	-	-	-	-	-	-	-
Endring netto driftseiendeler	296 679,43	298 209,67	297 035,01	110 337,44	26 097,30	11 488,88	49 294,65
Fri kontantstrøm fra drift	- 234 262,24	- 202 294,37	- 157 280,05	64 279,23	171 797,26	206 258,15	202 230,41
Netto finansinntekter	23 852,87	22 223,66	22 095,44	22 292,91	23 738,93	23 903,57	25 392,78
Unormale netto finansinntekter	-	-	-	-	-	-	-
Endring i finansielle eiendeler	- 252 636,28	- 17 510,26	14 595,33	23 223,62	55 021,37	27 527,80	37 209,02
Fri kontantstrøm fra SSK	42 226,91	- 162 560,45	- 149 779,94	63 348,52	140 514,82	202 633,92	190 414,17
Netto finanskostnader	37 872,34	48 185,30	56 790,55	60 872,70	61 505,51	60 471,42	62 811,30
Endring finansiell gjeld	9 729,97	221 462,72	203 884,12	126 490,46	62 850,56	30 974,47	51 997,41
Netto minoritetsresultat	- 2 094,44	- 613,07	2 106,55	3 676,42	5 201,80	6 719,05	9 030,87
Endring i minoritetsinteresser	- 14 160,30	- 8 507,38	8 911,05	3 310,12	782,92	344,67	1 478,84
Fri kontantstrøm til EK	2 018,69	2 822,67	4 118,13	128 599,97	137 440,99	166 762,59	172 048,26
Netto utbetalt utbytte	2 018,69	2 822,67	4 118,13	128 599,97	137 440,99	166 762,59	172 048,26

Utvikling i sysselsatt balanse

For å få en indikasjon på at det totale proforma regnskapet utvikler seg i tråd med selskapets uttalelser og den strategiske analysen er det nyttig å se på hvordan den sysselsatte balansen utvikler seg ifra inngang til fremskrivningsperioden og frem mot horisonten. Som ventet øker andelen netto driftseiendeler og finansiell gjeld vesentlig relativt til egenkapitalen og de finansielle eiendeler.



11.4. FREMSKRIVNING AV AVKASTNINGSKRAV

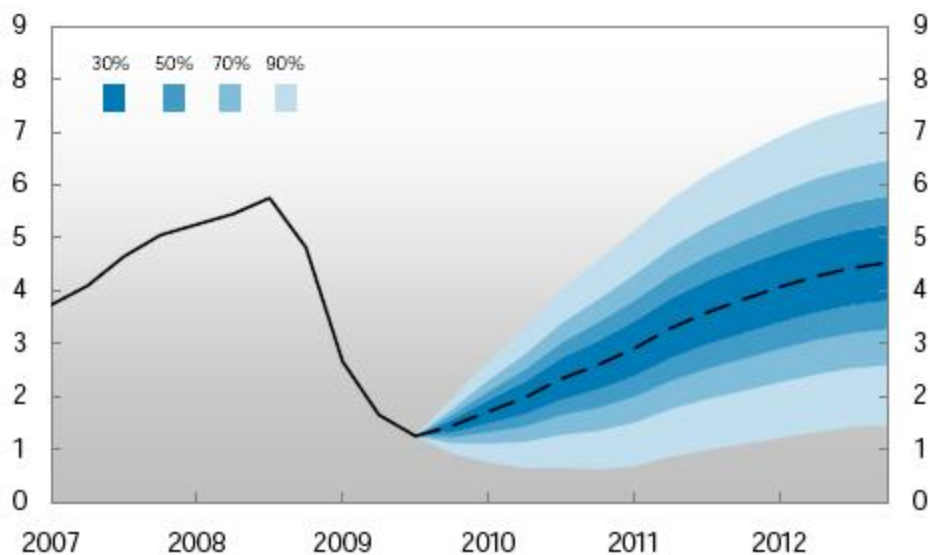
For å kunne estimere verdien av RISH må avkastningskravene som er beregnet under kapittelet om historiske avkastningskrav fremskrives inn i budsjettperioden mot horisonten.

Egenkapital krav

Fremskrivning av egenkapitalkravet inn i analyseperioden vil i all hovedsak bygge på forutsetninger om den risikofrie renten, markedets risikopremie og egenkapitalbeta.

Risikofri rente

Risikofri rente, gitt ved 3 måneders NIBOR var ved inngangen til fremskrivningsperioden 6,23 % før skatt. Norges bank har uttalt at man forventer et normalnivå på 3 måneders NIBOR på rundt 5 % på lang sikt. Figuren under illustrerer dette²⁷. Horisontverdien på risikofri rente er følgelig satt til 5 % med lineær konvergering frem mot horisonten.



Markedets risikopremie

I valget av forventet markedspremie de neste årene støtter vi oss på studie gjort av Thore Johnsen som viser en gjennomsnittlig risikopremie i markedet på 5 %²⁸. Det kan godt argumenteres for en høyere risikopremie de nærmeste årene basert på situasjonen i dagens finansmarked, men for å være konsekvent velger vi å bruke 5 % igjennom både analyse- og fremskrivningsperioden.

²⁷ Pengepolitisk rapport 03/2009, http://www.norges-bank.no/upload/77323/figurer_ppr309.pdf

²⁸ Forelesningslide – FIE426 Kapitalforvaltning, Thore Johnsen, januar 2008.

Egenkapital beta

Egenkapital beta blir beregnet ut ifra forutsetningen til Miller Modigliani om at netto driftsbeta er konstant og uavhengig av finansieringen. Ved å holde netto driftsbeta konstant gjennom perioden vil egenkapital beta stige frem mot horisonten i tråd med at man øker den finansielle gearingen. Dette fører følgelig også til et høyere krav til egenkapitalen.

Netto driftsbeta

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Snitt
EK Beta	0,94	1,12	1,35	0,40	0,76	0,89	1,00	1,08	1,12	1,12	1,12	0,77
EK/NDK	0,84	0,70	0,43	1,95	0,98	0,84	0,75	0,70	0,67	0,67	0,67	0,98
EK Beta												0,77
M/NDK	-	-	0,15	0,02	0,06	0,04	0,03	0,03	0,03	0,03	0,03	0,05
Netto finans beta	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
NFG/NDK	0,16	0,30	0,42	0,97	0,04	0,12	0,22	0,27	0,30	0,30	0,30	0,03
Netto driftsbeta	0,79	0,79	0,79	0,79	0,79	0,79	0,79	0,79	0,79	0,79	0,79	0,79

Minoritetskrav

Vi ser ingen grunn til å endre på forholdet mellom kravet til avkastning på egenkapital og kravet til avkastning på minoritetsinteressene. Forholdet vil følgelig fortsatt være krav til egenkapital pluss to prosent.

Netto finansielt krav

Vi har valgt å bruke samme modell for netto finansielt krav som vi gjorde i analyseperioden. Driveren for endring er følgelig endring i risikofri rente gjennom fremskrivningsperioden frem mot horisonten. I analyseperioden hadde konsernet en gjennomsnittlig syntetisk rating på A. Vi har valgt å bruke denne syntetiske ratingen som basis for kredittrisikopremie i fremskrivningsperioden. Samtidig har vi valgt å holde det relative forholdet mellom kontanter, investeringer og finansielle fordringer lik gjennomsnittet av analyseperioden. Vektingen dem imellom blir følgelig ikke endret. Dette gir følgende krav til netto finansiell gjeld:

Krav til netto finansiell gjeld

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Krav til finansiell gjeld	1,80 %	1,84 %	3,13 %	5,00 %	5,61 %	5,42 %	5,24 %	5,05 %	4,87 %	4,68 %	4,50 %
Finansiell gjeld/NFG	3,12	2,44	1,64	-0,61	-11,75	3,43	2,08	1,78	1,70	1,77	1,80
Krav til finansielle eiendeler	1,77 %	1,72 %	2,54 %	3,72 %	4,88 %	4,82 %	4,66 %	4,50 %	4,33 %	4,17 %	4,00 %
Finansielle eiendeler/NFG	2,12	1,44	0,64	-1,61	-12,75	2,43	1,08	0,78	0,70	0,77	0,80
Krav til NFG	1,88 %	2,00 %	3,50 %	2,95 %	-3,65 %	6,88 %	5,86 %	5,49 %	5,25 %	5,08 %	4,90 %

Netto driftskrav

Netto driftskrav er beregnet som en vektet residual av kravet til egenkapital, minoritetskrav og krav til netto finansiell gjeld.

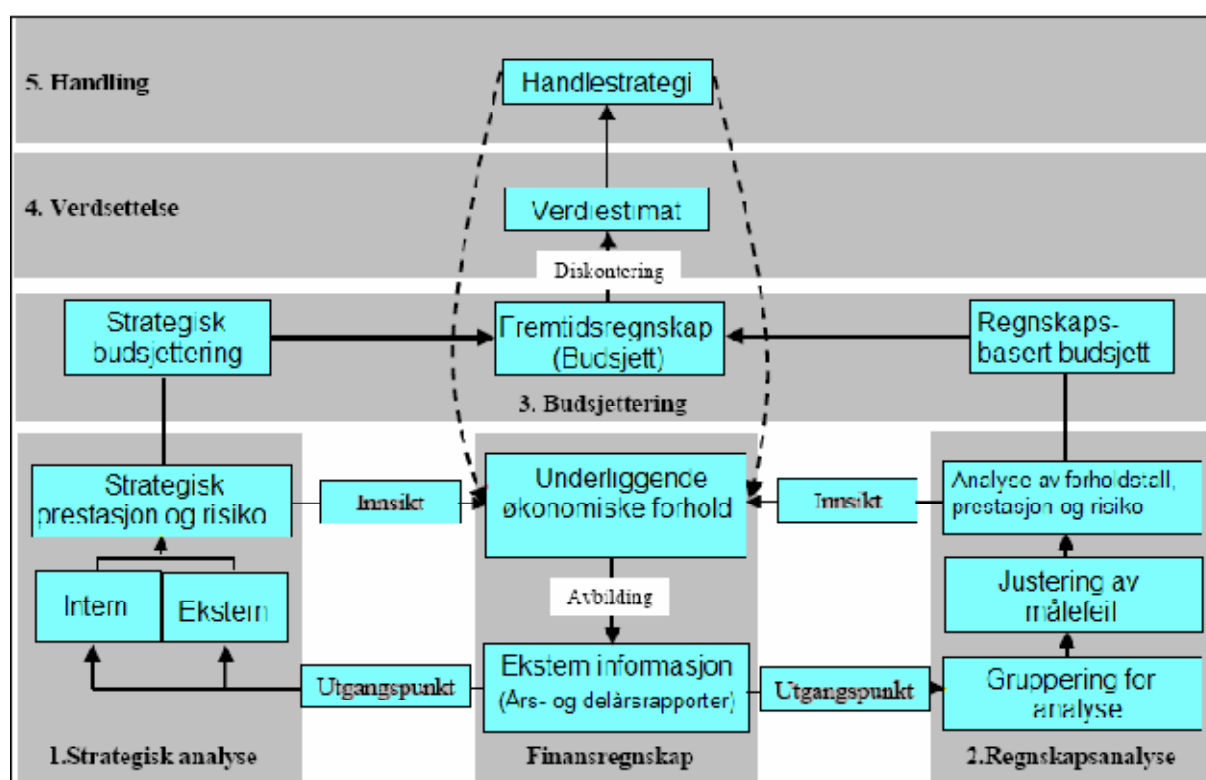
12. VERDSETTELSE

I denne delen av utredningen er hensikten å finne et verdiesimat på egenkapitalen til GC Rieber Shipping. Den estimerte verdien danner grunnlaget for en handlingsstrategi, herunder Hold, Kjøp eller Selg.

12.1. FUNDAMENTAL VERDSETTELSE

I kapittel 5 argumenterte vi for at Fundamental verdsettelse er den mest passende teknikken for å vurdere selskapet og vi presenterte denne teknikken kortfattet.

Fra figuren under ser vi at fundamental verdsettelse er trinn 4 i prosessen²⁹.



Fundamental verdsettelse er basert på fremskrivning av avkastningskrav, resultatregnskap, balanse og kontantstrøm. Denne innsikten er igjen basert på den strategiske analysen (kapittel 6) og regnskapsanalysene (kapittel 7, 8, 9 og 10).

Innen fundamental verdsettelse er det to metoder som kan nyttes: egenkapitalmetoden og totalkapitalmetoden³⁰. Den førstnevnte verdsetter egenkapitalen direkte, mens den sistnevnte er en indirekte beregning av verdien til egenkapitalen.

²⁹ Knivsflå

³⁰ Penman (2004)

Dersom egenkapitalmetoden velges finnes det fire ulike varianter av denne:

1. Dividendemodellen
Egenkapitalen verdsettes til nåverdien av fremtidige dividender.
2. Fri kontantstrøm modellen
Egenkapitalen verdsettes til nåverdien av de frie kontantstrømmene til egenkapitalen.
3. Superprofittmodellen
Egenkapitalen verdsettes til balanseført verdi av egenkapitalen med tillegg for eventuell superprofitt til egenkapitalen.
4. Superprofitt til vekst modellen
Egenkapitalen verdsettes til den kapitaliserte verdien av nettoresultatet pluss nåverdien av superprofittveksten (nåverdien av netto vekstmuligheter).

De to første variantene over er kontantstrømbaserte, mens de to sistnevnte er regnskapsbaserte. Den frie kontantstrøm modellen antar at den frie kontantstrømmen tilsvarer det som betales ut til eierne. Dividendemodellen fungerer best når utdelingsforholdet holdes konstant slik at utbytte kun er en funksjon av verdiskapning det aktuelle året. I de to regnskapsbaserte variantene (3 og 4) antas det at all endring i egenkapitalen kommer fra resultatet, altså at kongruensprippet er gjelder. Ulempen med disse modellene er at de er mer komplekse enn de kontantstrømbaserte variantene. Ved konsistente forutsetninger skal alltid de kontantstrømbaserte og regnskapsbaserte variantene være ekvivalenter og gi samme resultat.

Totalkapitalmetoden er som tidligere nevnt en indirekte metode. I denne metoden verdsettes først sysselsatt kapital eller netto driftskapital, deretter trekkes minoritetsinteresser og finansiell gjeld fra.

Ved konsistent bruk og med riktige forutsetninger vil totalkapitalmetoden gi samme verdiestimat som egenkapitalmetoden.

For alle verdsettelsesmetodene foretas verdsettelsen i to steg. Først diskonteres størrelsene fra budsjettperioden, deretter fremskrives horisontleddet med konstant vekst i all fremtid.

Egenkapitalmetoden

Vi velger å nytte fri kontantstrøm-modellen og superprofittmodellen under *Egenkapitalmetoden*. Ved å nytte disse to modellene, både en kontantstrømbasert og en regnskapsbasert metode, får vi kontrollert våre beregninger.

Fri kontantstrøm modellen

Verdien av egenkapitalen under fri kontantstrøm modellen beregnes ved følgende formel:

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

I det første leddet, i formelen over, er nåverdien til *fri kontantstrøm til egenkapital* over budsjettperioden diskontert med egenkapitalkravet. I det siste leddet beregnes nåverdien til horisontleddet, hvor det antas konstant vekst i fremskrivningsperioden. Verdien per aksje finnes ved å dividere verdiestimatet til egenkapitalen, VEK_0 , med antall utestående aksjer per 31.12.2008³¹.

Fri kontantstrøm til EK

	2009	2010	2011	2012	2013	2014 T	
Fri KS til EK	2 018,69	2 822,67	4 118,13	128 599,97	137 440,99	166 762,59	172 048,26
EK krav	8,79 %	9,21 %	9,43 %	9,51 %	9,36 %	9,22 %	9,22 %
Akkumulert ekk	1,09	1,19	1,30	1,42	1,56	1,70	1,86
NPV (2009-2014)	284 041,76	1 855,57	2 375,76	3 167,44	90 320,64	88 264,66	98 057,68

NPV horisontverdien 1 398 131,62
VEK 1 682 173,38

Antall aksjer 43812,8
Verdiestimat per aksje 38,39

Ved bruk av fri konantstrøm til egenkapital modellen estimerer vi verdien pr aksje i GC Rieber Shipping til NOK 38,39 (~NOK 38,40).

Superprofittmodellen

Verdien av egenkapitalen ved bruk av superprofittmodellen beregnes med følgende formel:

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

Denne modellen tar utgangspunkt i den omgrupperte balansen, fra regnskapsanalysen i kapittel 7. Det første leddet er balanseført egenkapital pr 31.12.2008. I det ander leddet er nåverdien til *superprofitten til egenkapitalen* over budsjettperioden diskontert med egenkapitalkravet. I det siste leddet beregnes nåverdien til horisontleddet, hvor det antas konstant vekst.

³¹ Fra selskapets årsrapport for 2008, antall utestående aksjer (i snitt).

Superprofittmodellen

	2009	2010	2011	2012	2013	2014 T	2015 T
Nettoresultat til EK	50 492,17	70 566,74	102 953,30	132 360,46	154 926,18	174 460,14	205 075,67
EK krav	8,79 %	9,21 %	9,43 %	9,51 %	9,36 %	9,22 %	9,22 %
Inngående EK	1 423 324,00	1 471 796,48	1 539 540,55	1 638 375,72	1 642 136,20	1 659 621,39	1 667 318,95
Superprofitt	- 74 629,54	- 64 993,25	- 42 218,36	- 23 485,70	1 151,88	21 503,90	51 410,00
Akkumulert ekk	1,09	1,19	1,30	1,42	1,56	1,70	1,86
Nåverdi	- 68 599,12	- 54 703,06	- 32 472,08	- 16 494,90	739,73	12 644,46	417 777,80

EK pr 31.12.2008	1 423 324,00
NPV Budsjettperioden	- 158 884,97
NPV Horisontverdien	417 777,80
VEK	1 682 216,83

Antall aksjer	43812,8
Verdiestimat	38,40

Ved bruk av superprofittmodellen estimerer vi verdien pr aksje i GC Rieber Shipping til NOK 38,40. Som ventet ga begge modellene det samme resultatet, NOK 38,40 per aksje.

Totalkapitalmetoden

I det følgende vil vi verdsette egenkapitalen til GC Rieber Shipping ved å nytte totalkapitalmetoden. Vi velger å nytte de samme modellene som under egenkapitalmetoden.

Fri kontantstrøm (fra drift) modellen

Verdien av egenkapitalen under fri kontantstrøm (fra drift) modellen beregnes ved følgende formel:

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

Modellen er ekvivalent med fri kontantstrøm modellen under egenkapitalmetoden, med logiske endringer. Man nytter fri kontantstrøm fra drift i telleren og nåverdien beregnes ved å diskontere med netto driftskravet istedet for egenkapitalkravet. Egenkapitalveksten erstattes med netto driftsvekst. For å finne et verdiestimat på egenkapitalen må Netto Finansiell Gjeld og Minoritetsinteressene trekkes fra. Verdien per aksje finnes så ved å dividere verdiestimatet til egenkapitalen, VEK_0 , med antall utestående aksjer per 31.12.2008.

Fri kontantstrøm til TK

	2009	2010	2011	2012	2013	2014 T	2015 T
Fri KS fra drift	- 234 262,24	- 202 294,37	- 157 280,05	64 279,23	171 797,26	206 258,15	202 230,41
Netto driftskrav	8,61 %	8,53 %	8,45 %	8,33 %	8,18 %	8,03 %	8,03 %
Akkumulert ndk	1,09	1,18	1,28	1,38	1,50	1,62	1,75
NPV (2008-2014)	- 221 811,37	- 215 697,25	- 171 616,85	- 123 037,05	46 419,02	114 677,64	127 443,13

NPV Horisontverdien	2 064 565,36
Verdi netto driftskap	1 842 753,99
Netto finansiell gjeld	-58 610
Minoritetsinteresser	83 975
VEK	1 817 389

Antall aksjer	43 813
Verdiestimat	41,48

Ved bruk av fri konantstrøm til total kapital modellen estimerer vi verdien pr aksje i GC Rieber Shipping til NOK 41,48.

Superprofittmodellen

Verdien av egenkapitalen ved bruk av superprofittmodellen beregnes med følgende formel:

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

Modellen er ekvivalent med fri kontantstrøm modellen under egenkapitalmetoden, med logiske endringer. Forskjellen er at man nytter Netto driftskapital istedet for egenkapital, og at nåverdien beregnes ved å diskontere med netto driftskravet istedet for egenkapitalkravet. Egenkapitalveksten erstattes med netto driftsvekst. For å finne et verdiestimat på egenkapitalen må Netto Finansiell Gjeld og Minoritetsinteressene trekkes fra. Verdien per aksje finnes så ved å dividere verdiestimatet til egenkapitalen, VEK_0 , med antall utestående aksjer per 31.12.2008.

Superprofittmodellen

	2009	2010	2011	2012	2013	2014 T	
Netto driftsresultat	62 417,19	95 915,30	139 754,96	174 616,67	197 894,56	217 747,04	251 525,06
Netto driftskrav	8,61 %	8,53 %	8,45 %	8,33 %	8,18 %	8,03 %	8,03 %
IB Netto driftskapital	1 448 689,00	1 745 367,43	2 043 577,10	2 340 612,11	2 450 949,56	2 477 046,86	2 488 535,74
Superprofitt fra drift	- 62 270,99	- 53 035,99	- 32 847,15	- 20 287,81	- 2 689,49	18 761,01	51 616,11
Akkumulert ndk	1,09	1,18	1,28	1,38	1,50	1,62	1,75
Nåverdi	- 57 336,09	- 44 993,19	- 25 695,68	- 14 650,77	- 1 795,28	11 592,08	

NDK pr 31.12.2008	1 448 689,00
NPV Budsjettperioden	- 132 878,92
NPV Horisontverdien	526 947,64
Verdi av NDK	1 842 757,72
Netto finansiell gjeld	- 58 610,00
Minoritetsinteresser	83 975,00
Verdi av EK	1 817 392,72
Antall aksjer	43 812,80
Verdiestimat	41,48

Ved bruk av superprofittmodellen estimerer vi verdien pr aksje i GC Rieber Shipping til NOK 41,48.

Første verdiestimat

Egenkapitalmetoden og totalkapitalmetoden gav oss to forskjellige resultater og vi velger å nytte dette som vårt første verdiestimat.

	Egenkapitalmetoden	Totalkapitalmetoden	Gjennomsnitt
Fri kontantstrøm	NOK 38,40	NOK 41,48	NOK 39,94
Superprofitt	NOK 38,40	NOK 41,48	NOK 39,94
Gjennomsnitt	NOK 38,40	NOK 41,48	NOK 39,94

Årsaken til at de to metodene avviker noe fra hverandre er at vi har benyttet et avkastningskrav som har blitt vektet med budsjettet kapital istedenfor virkelig verdi. Dersom avviket hadde vært større enn det vi har funnet burde det vært foretatt en konvergering av estimatene. Dette gjøres ved at man sekvensielt oppdaterer fremtidsregnskapet med estimerte verdier for egenkapitalen. Denne prosessen gjentas til verdien av egenkapitalen i egenkapitalmetoden og totalkapitalmetoden konvergerer mot samme verdi.

Ettersom estimatene er nokså nær hverandre velger vi å benytte gjennomsnittet av de to metodene som verdiestimat på egenkapitalen. Begrunnelsen for dette er at konvergering, etter vårt skjønn, ikke vil gi et mer nøyaktig verdiestimat enn gjennomsnittet ved så små avvik mellom metodene.

Vårt endelige fundamentale verdiestimat pr utestående aksje pr 31.12.2008 er følgelig NOK 39,94. For å kunne sammenligne med dagens aksjekurs velger vi å fremskrive verdiestimatet pr aksje til 02.11.2009 ved å nytte følgende formel:

$$VEK \text{ pr aksje} = \text{estimert kurs} * (1 + ekk_t)^{\frac{m}{n}}$$

Fremskrivningen til 02.11.2009 gir oss en verdi pr utestående aksje på NOK 42,67. Til sammenligning var sluttkursen samme dag NOK 27,50³².

³² Netfonds.no

12.2. SENSITIVITETSANALYSE

Verdiestimatet til GC Rieber Shipping er basert på estimerte og usikre verdier for budsjett- og avkastningsdrivere. Budsjettdriverne bygger i vesentlig grad på den innsikten vi fikk fra den strategiske analysen samt regnskapsanalysen. Avkastningskravene er indirekte påvirket av disse verdidriverne igjennom budsjetterte og fremskrevne verdier.

I det følgende ønsker vi, ved hjelp av en sensitivitetsanalyse, å belyse hvordan endringer i kritiske budsjett- og verdidrivere slår ut i verdiestimatet. Budsjettdriverne er variabler som påvirker kontantstrømmen, mens verdidrivere er variabler som påvirker diskonteringsfaktoren. Vi velger å analysere følgende variabler:

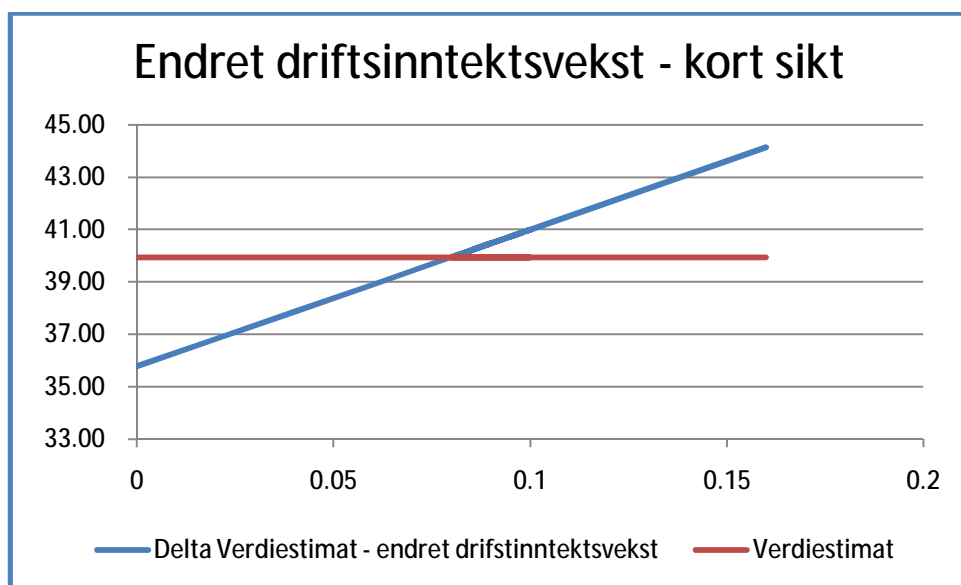
Budsjettdriverne: driftsinntektsvekst, netto driftsmargin og omløpshastigheten til netto driftseiendeler.

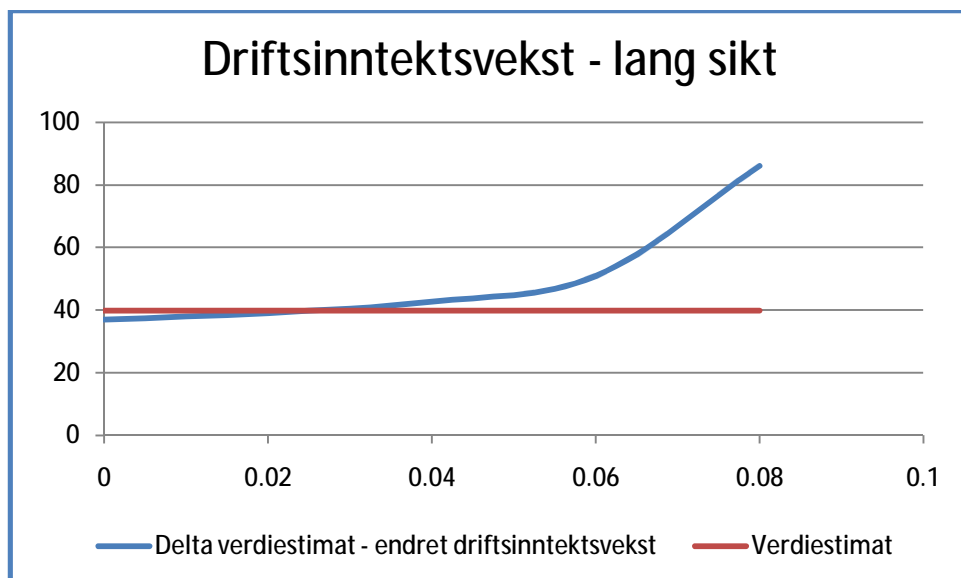
Verdidrivere: risikofri rente og markedets risikopremie.

I sensitivitetsanalysen tar vi utgangspunkt i verdiestimatet pr aksje fra egenkapitalmetoden basert på fri kontantstrøm modellen. Analysen baseres dessuten på å endre en og en variabel om gangen, altså ikke simultane endringer. Vi gjør analysen i to steg ved først å se på hvilken innvirkning det har på verdien om vi endrer variabelen i 2011 – kort sikt. Deretter ser vi på hvilke effekter det har på verdien om vi endrer den i terminalleddet – lang sikt. Analysene er basert på Simon Benninga's oppsett.

Budsjettdriverne

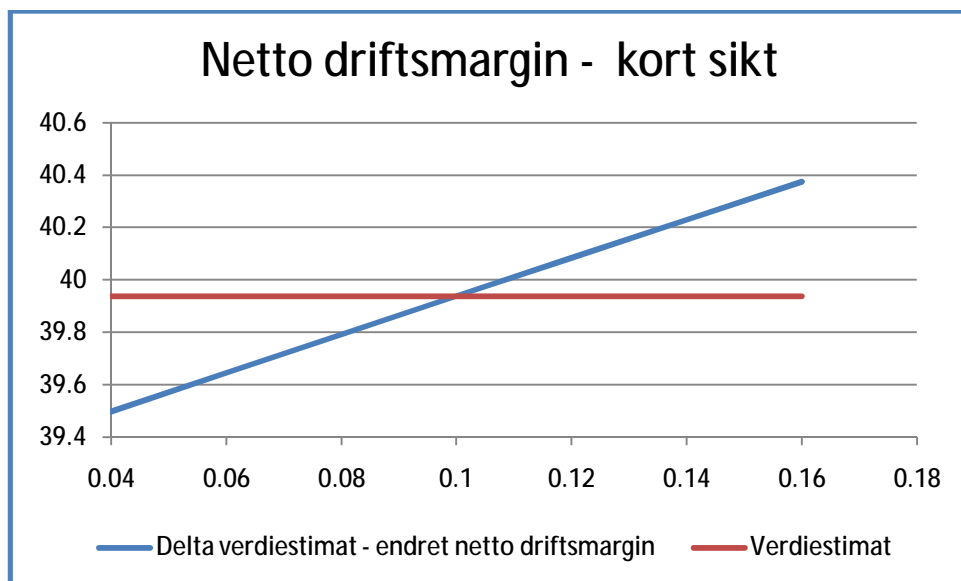
Driftsinntektsvekst

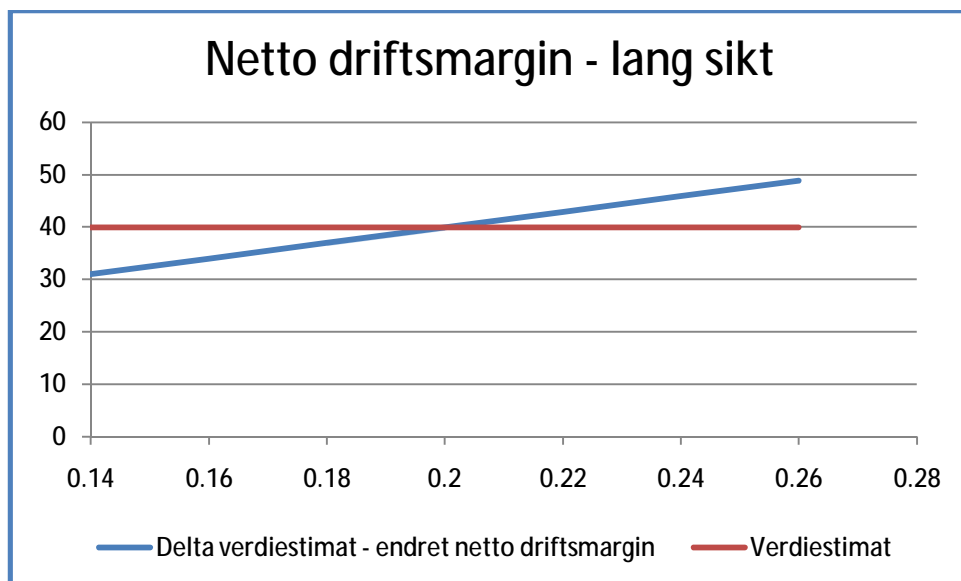




Ettersom vi i utgangspunktet har estimert en lav vekst på horisonten har vi valgt et relativt lite intervall. Vi ser også at nedsiden er relativt liten gitt at veksten holder seg positiv på horisonten. Som ventet er vårt estimat meget sensitivt for høy vekst i terminalleddet.

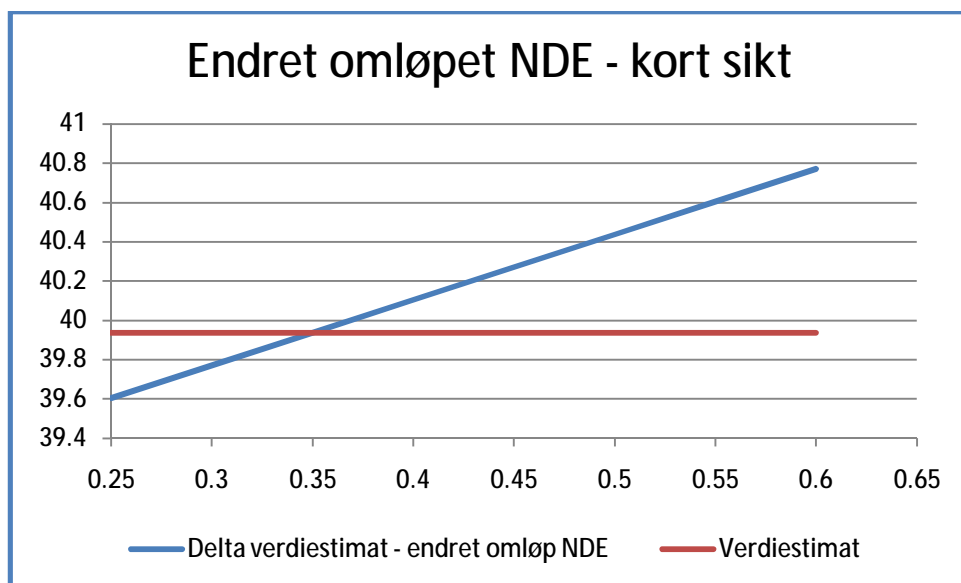
Netto driftsmargin

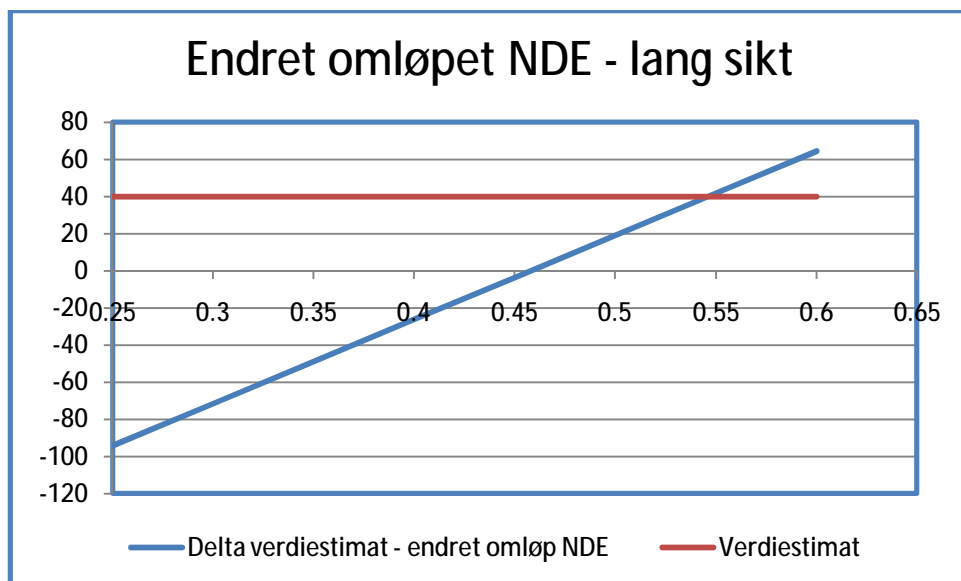




Vi ser at vårt estimat er relativt lite sensitivt på kort sikt, men at sensitiviteten, som ventet, er sterkt stigende på horisonten. Vi ser at dersom man klarer å øke netto driftsmargin opp mot 26% i evig tid vil anslaget på aksjekursen være nærmere NOK 50.

Omløpshastigheten til nde

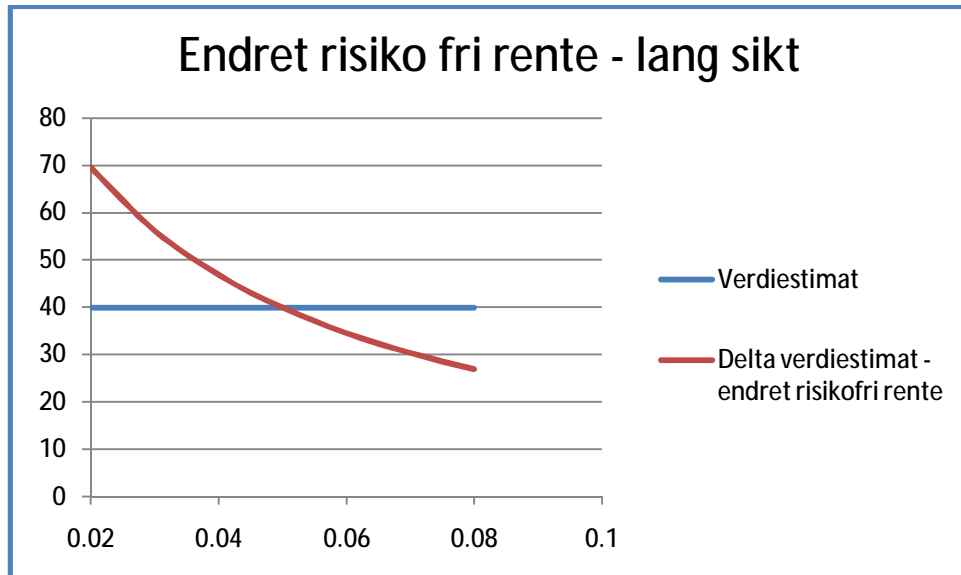




Omløpet til netto driftseiendeler vil ha en vesentlig innvirkning på akjekursen på lang sikt. Dette har sammenheng med at selskapet med en synkende omløpshastighet på eiendelene sine vil måtte investere vesentlig mer for å opprettholde inntektsnivået lagt til grunn for vårt verdiestimat.

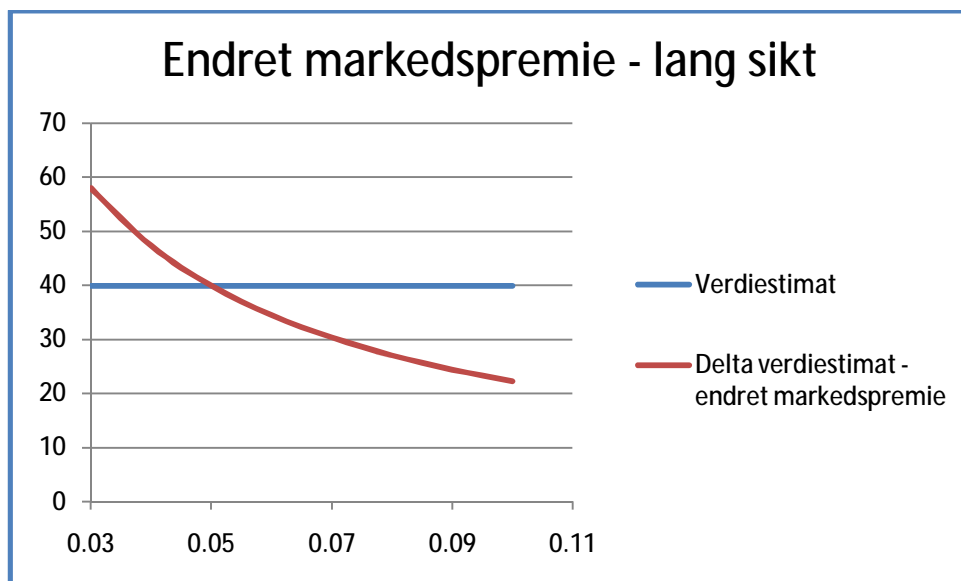
Verdidrivere

Risikofri rente



I analysen av risikofri rente og markedspremie har vi valgt å se på hvordan verdien endrer seg ved at vi endrer parameteret på horisonten - lang sikt. Som ventet har en økt risikofri rente negativ innvirkning på vårt verdiestimat. Vi ser at dersom den stiger til rundt 6 %, som ikke er helt utenkelig, vil vårt verdiestimat falle med rundt 10-20 prosent.

Markedets risikopremie



Som ventet er også markedspremien en viktig driver for hva vårt estimat på aksjekurs vil være. Vi har brukt 5 % i både analyseperioden og fremskrivningsperioden ettersom dette blir vist til i flere studier. Dette er trolig et estimat som verken er for høyt eller for lavt på lang sikt. Dersom situasjonen endrer seg vil det som vist i sensitivitetsanalysen kunne ha sterk innvirkning på prising av verdipapirer. Dersom markedspremien skulle stige til 7 % over en lengre periode utover horisonten vil vårt verdiestimert endre seg til rundt NOK 30.

Oppsummering sensitivitetsanalyse

Analysen viser at det er terminal value som påvirkes i størst grad av endringer i variablene. Av verdidriverne er størst risiko knyttet til endringen i omløpshastigheten til netto driftseiendeler, men vårt estimat på aksjekurs er også svært sensitivt for de andre verdidriverne. Det tyder på at verdiestimert er veldig sensitivt og at sensitivitetsanalysen må sees i sammenheng med verdiestimert ettersom forholdene og utsiktene for selskapet og bransjen endrer seg på kort og lang sikt.

12.3. KOMPARATIV VERDSETTELSE

Som nevnt tidligere har vi valgt å utføre en multiplikatoranalyse som supplement til den fundamentale analysen. Fordelen med en slik analyse er at den er vesentlig enklere og mindre omfattende enn den fundamentale analysen, og den brukes følgelig mye i praksis av analytikere etc. Vi har tidligere i utredningen valgt DOF, PGS og Subsea 7 som de sammenlignbare selskapene og det er naturlig å bruke disse selskapene også i denne analysen for å være konsekvent.

Vi velger å basere analysen på multiplikatorene pris/bok (P/B) og pris/fortjeneste (P/E). Basisen for (P/B) er netto driftskapital, mens den for (P/E) er netto driftsresultat. Pris er definert som aksjekursen ved stengtid 02.11.2009 for alle selskapene.

Pris/Bok – (P/B)

Multiplikatoren pris/bok er definert ved følgende formel:

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

Vi velger å ta utgangspunkt i selskapskapitalmetoden med fokus på nettodriftskapital for å ta høyde for ulikheter i selskapenes kapitalstruktur. Vi implementerer en antakelse om at netto finansiell gjeld og minoritetsinteresser er balanseført til virkelig verdi.

Pris/bok forholdet kan følgelig beregnes ut fra følgende formel:

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

Hvor VNDK = virkelig verdi av nettodriftskapital, VEK = virkelig verdi av egenkapital.

VEK finnes ved å multiplisere aksjekursen pr 02.11.2009 med antall utestående aksjer³³. I tabellen under vises virkelig verdi av egenkapitalen.

Selskap	Aksjekurs pr 02.11.2009	Utestående aksjer	VEK
DOF	32,50	82 767,98	2 689 959
Subsea 7	81,55	146 938,20	11 982 810
PGS	53,95	176014,248	9 495 969

Den balanseførte verdien av egenkapitalen er hentet fra selskapenes årsrapporter og netto driftskapital er funnet ved å omgruppere selskapenes balanser etter samme metode som vi gjorde

³³ Informasjon om antall utestående aksjer er hentet fra selskapenes årsrapporter.

for GC Rieber Shipping under regnskapsanalysen. Tabellen under illustrerer denne beregningen av komparativ multiplikator.

	DOF	Subsea 7	PGS
NDK	14 233 776	5 875 662	7 849 023
+ VEK	2 689 959	11 982 810	9 495 969
- EK	5 498 819	4 625 397	6 430 530
= VNDK	11 424 916	13 233 076	10 914 461
VNDK/aksje	138,04	90,06	62,01
/ NDK/aksje	171,97	39,99	44,59
= m	0,80	2,25	1,39

Average m 1,48

Vi har valgt å nytte gjennomsnittet av disse multiplikatorene (P/B: 1,48) som bransjemultiplikator. For å komme frem til et verdiestimat med denne metoden multipliseres multiplikatoren med netto driftskapital (beregnet tidligere). Produktet av disse faktorene er den estimerte verdien på netto driftskapitalen. For å komme frem til et verdiestimat på egenkapitalen trekkes netto finansiell gjeld og minoritetsinteressene fra.

Verdiestimatet på egenkapitalen basert på P/B presenteres i tabellen under.

Rieber	
Komparativ multiplikator	1,48
* Netto driftskapital	1 448 688
= Estimert virkelig verdi NDK	2 146 664,51
- NFG	-58 610,00
- Minoritetsinteresser	83 975,00
= Estimert virkelig verdi EK	2 121 299,51
/ Utestående aksjer	43 812,80
= Verdi per aksje	48,42

Verdiestimatet på egenkapitalen (NOK 48,42) basert på P/B er 26,1% høyere enn det opprinnelige verdiestimatet (under egenkapitalmetoden basert på fri kontantstrøm). Dette kan være et signal om at vårt opprinnelige estimat er undervurdert. En årsak kan være at aksjonærene i de komparative selskapene har høyere forventninger til inntjening, dette vil følgelig øke verdien på disse selskapene.

at vårt opprinnelige estimat er overvurdert eller at 2008 ikke var et normalår. Det bør påpekes at 2008 definitivt ikke var noe normal år med et svakt offshore marked på grunn av markant fall i oljeprisen og turbulens i finansmarkedene. Vårt opprinnelige verdiestimat impliserer $P/E = 17,7$ basert på inntjeningen i 2008, en verdi som er vesentlig høyere enn for konkurrentene pr 02.11.2009. På samme tid prises Oslo Børs i snitt rundt 16 ganger inntjeningen til selskapene.

Konklusjon komparativ verdsettelse

I tabellen under presenterer vi gjennomsnittet av de to benyttede metodene.

Rieber	
P/B	48,42
P/E	21,69
Gjennomsnitt	35,06

Vårt endelige komparative verdiestimat per aksje i GC Rieber Shipping per 02.11.2009 er NOK 35,06. Dette verdiestimatet er noe lavere enn det fundamentale verdiestimatet på NOK 42,67, mens det er nærmere den virkelige aksjekursen på Oslo Børs per 02.11.2009 (NOK 25,75).

Multippelanalysen er ekstremt sensitiv for input og de store avvikene mellom Pris/Bok og Pris/Earnings viser dette. Vi erkjenner at det kan være en svakhet å basere spesielt P/E på et unntaksår ettersom midlertidig bortfall av Earnings gir store utslag i verdiestimatet. For å omgå dette kan en nytte en gjennomsnittsverdi for input verdiene, men da mener vi resultatene fra modellen gir begrenset verdi.

Ettersom vi kun inkluderte få selskaper i denne verdsettelsen og multippelanalysen er basert på et unormalt år, fikk vi begrenset innsikt i selskapets verdi fra den komparative analysen. Vi vil følgelig tillegge denne analysen mindre vekt enn den fundamentale analysen for vårt endelige verdiestimat.

13. KONKLUSJON VERDSETTELSE

I denne utredningen har vi gjort en grundig strategisk analyse av selskapet og en regnskapsanalyse som har gitt oss verdifull innsikt og et grunnlag for å utarbeide et verdiestimat for egenkapitalen til GC Rieber Shipping. Før vi presenterer resultatene og konkluderer med en handlingsstrategi ønsker vi å presentere en kort oppsummering av de viktigste funnene eller delkonklusjonene i utredningen.

13.1. OPPSUMMERING

Ved å gjennomføre både strategisk analyse og regnskapsanalyse av GC Rieber Shipping opparbeidet vi oss kvalitativ og kvantitativ innsikt om underliggende i selskap.

I den strategiske analysen konkluderte vi med at selskapets unge flåte og evnen til å inngå langsiktige kontrakter med viktige samarbeidspartnere, som oil majors, er et viktig konkurransefortrinn. Og i regnskapsanalysen og risikoanalysene fant vi at selskapet har en tilfredstillende struktur med relativt moderat risiko. Selskapet har dessuten levert generelt god lønnsomhet igjennom driften i snitt, og det har levert superprofitt i forhold til krav – men ikke bransjen.

Innsikten fra disse analysene ble så brukt til å budsjettere og fremskrive regnskap, balanse og kontantstrøm etter budsjett horisonten. Basert på dette har vi gjennomført en fundamental verdsettelse hvor vi har nyttet både egenkapitalmetoden og selskapskapitalmetoden. Egenkapitalmetoden og Selskapskapitalmetoden resulterte i et verdiestimat på egenkapitalen på henholdsvis NOK 38,40 og NOK 41,48. Siden avviket mellom de to metodene var marginalt valgte vi å ikke utarbeide et verdibasert fremtidsregnskap og gjennomføre konvergering av estimatene. For å kunne sammenligne med dagens aksjekurs ble verdiestimatet på egenkapitalen til selskapet fremskrevet til 02.11.2009. Den endelige verdien ble beregnet til NOK 42,67.

Vi erkjenner at det er knyttet stor usikkerhet til verdiestimatet ettersom dette er utelukkende basert på offentlig tilgjengelig informasjon. For å illustrere dette utarbeidet vi en sensitivitetsanalyse som viser endringer i verdiestimatet ved endrede forutsetninger.

Den komparativ verdsettelse hvor vi benyttet DOF, PGS og Subsea 7 som benchmark ga oss et verdiestimat på NOK 35,06.

13.2. HANDLESTRATEGI

Det siste trinnet i Knivflå sitt rammeverk og i en verdsettelse generelt er handlestrategien. All innsikt som er opparbeidet igjennom prosessen nyttes for å velge en slik strategi.

For å finne det endelige verdiestimatet på egenkapitalen til GC Rieber Shipping velger vi å tillegge den fundamentale verdsettelsen 75% vekt og den komparative verdsettelsen 25%. Det endelige verdiestimatet er beregnet til NOK 40,77.

	Vekt	Verdi
Fundamentalt	75 %	42,67
Komparativt	25 %	35,06
Snitt	100 %	40,77

Til sammenligning er aksjen priset til NOK 27,50 pr 02.11.2009 på Oslo Børs. Det virker altså som om at den er kraftig underpriset. Hvorvidt dette delvis skyldes at det er dårlig likviditet i aksjen er vanskelig å si, men det er rimelig å anta at en del av differansen mellom vårt verdiestimat og reell kurs skyldes nettopp dette. Vi antar følgelig at aksjen omsettes med en betydelig kontroll og likviditetsrabatt.

Selv om det er dårlig likviditet i aksjen vil det være naturlig å anta at den vil svinge over tid. For å ta dette med i beregningen lager vi et handlingsrom på $\pm 15\%$ rundt det endelige kursmålet som vi presenterer i tabellen under.

Kjøp	Hold	Selg
34,65	40,77	46,88

Vi vil anbefale investorer å holde aksjen når verdien er mellom 34,65 og 46,88, kjøpe når den faller under dette intervallet og selg når den omsettes over. Basert på den nåværende aksjekursen vil vi isolert sett, uavhengig av investorens portefølje (herunder eksponering i sektoren etc), anbefale kjøp av aksjen.

På bakgrunn av våre analyser vil vi hevde at kursmålet på 40,77 per 02.11.2009 er et fornuftig verdiestimat. Årsaken til denne kraftige underprisingen er noe usikker, men kontroll- og likviditetsrabatt (som følge av Rieber familiens dominans på eiersiden) og at markedet ikke har priset inn vekstmulighetene som følge av nybyggingsprogrammet er begge plausible teorier.

14. KILDER

14.1. BØKER

- § Barney, J.B. 2007. Gaining and sustaining competitive advantage 3rd ed. New Jersey: Pearson Prentice Hall.
- § Benninga, Simon (2008): Financial Modeling. 3rd ed. The MIT Press Cambridge, Massachusetts London, England
- § Bodie, Zwi and Kane, Alex et al. (2005): Investment. 6th ed. McGraw – Hill, New York
- § Brealey, Richard A. and Myers, Stewart C. et al. (2006): Principals of Corporate Finance. 8th ed. McGraw – Hill, New York
- § Koller, Goedhart, Wessels (2005) Valuation - Wiley
- § Pennman (2004): Financial Statement Analysis and Security Valuation

14.2. ÅRSRAPPORTER

- § DOF ASA
- § GC Rieber Shipping ASA
- § Petroleum Geo-Services ASA (PGS)
- § Subsea 7 Inc

14.3. NETTSIDER

- § DOF, www.dof.no
- § GC Rieber Shipping ASA, www.riber-shipping.no
- § Lovdata, regnskapsloven.
http://www.lovdata.no/cgi-wift/wiftldles?doc=/usr/www/lovdata/all/nl-19980717-056.html&emne=regnskapslov*
- § Netfonds, www.netfonds.no
- § Norges Bank, www.norgesbank.no
- § Oslo Børs, www.oslobors.no
- § PGS, www.pgs.com
- § Standard & Poor's, www.standardandpoors.com
- § Subsea 7 Inc, www.subsea7.com

14.4. FORELESNINGSNOTATER

- § FIE400N – Kapitalmarkeder, høst 2007
- § FIE402N – Foretakets finansiering, høst 2007
- § FIE426 – Kapitalforvaltning, vår 2008
- § FIE435 – Applied Finance, vår 2008
- § BUS424 – Strategisk regnskapsanalyse
- § BUS425 – Bedriftsverdsettelse og strategisk regnskapsanalyse
- § BUS437 – Valuation, financial analysis and accounting

14.5. PERSONER

§ Thore Johnsen

§ Tore Leite, veileder

15. APPENDIX

Konkurssannsynlighet og kredittrisikofaktor

Ratingklasse	Rating	Årlig konkurssannsynlighet	Kredittrisikofaktor
Investment grade	AAA	0,0001	0,1
	AA	0,0012	0,15
	A	0,0024	0,25
Junk bonds/Speculative	BBB	0,0037	0,4
	BB	0,0136	0,6
	B	0,0608	1
	CCC	0,3085	3
	CC	0,5418	9
	C	0,7752	27
In default	D	0,9999	1000

