

Farstad Shipping ASA

Strategisk regnskapsanalyse og fundamental verdivurdering

Hege Grøndahl

Veileder: Jøril Mæland

Selvstendig arbeid innen masterstudiet i økonomi og administrasjon

Hovedprofil: Finansiell økonomi

NORGES HANDELSHØYSKOLE



Denne utredningen er gjennomført som et ledd i masterstudiet i økonomi og administrasjon ved Norges Handelshøyskole og godkjent som sådan. Godkjenningen innebærer ikke at høyskolen inntår for de metoder som er anvendt, de resultater som er fremkommet eller de konklusjoner som er trukket i arbeidet.

Sammendrag

I denne masterutredningen er det gjennomført strategisk regnskapsanalyse og fundamental verdivurdering av Farstad Shipping ASA. Utredningen bygger på offentlig tilgjengelig informasjon og har som formål å analysere de underliggende verdiene i selskapet og forventninger til fremtidig inntjening. Basert på analysen presenteres en vurdering av Farstads fundamentale verdi i forhold til børskursen til selskapet.

Utredningen innleder med å presentere Farstad Shipping ASA og bransjen selskapet opererer i. Basert på analyse av selskapets historiske regnskap, samt strategisk analyse av selskapet og bransjen, budsjetteres selskapets fremtidsregnskap. I fremtidsregnskapet budsjetteres fremtidige kontantstrømmer fra drift og terminalverdien. Kontantstrømmene og terminalverdien diskonteres med avkastningskravet for å finne dagens verdi på selskapet. Verdiestimat på egenkapitalen finnes ved å trekke verdien av netto finansiell gjeld fra selskapsverdien.

Den fundamentale verdivurderingen gir et estimat på aksjeverdien per 31.12.2011 på 174,86 kroner. Ved å fremskrive estimatet til 1.6.2012 blir aksjeverdien 178,72 kroner. I forhold til børskursen 1.6.2012 på 152,00 kroner utgjør estimatet en oppside på 17,6 %. Verdiestimatet avhenger av de forutsetningene som er lagt til grunn for den fundamentale verdivurderingen. Effekten av endringer i forutsetningene, analyseres gjennom sensitivitetsanalyser. Verdiestimatet sammenlignes også med et verdiestimat fra komparativ verdivurdering og analytikerestimater hentet fra Bloomberg. Utredningen konkluderer med en kjøpsanbefaling, basert på verdiestimatet på selskapets egenkapital i forhold til børskursen.

Forord

Denne masterutredningen er skrevet som et ledd i min mastergrad i økonomi og administrasjon ved Norges Handelshøyskole (NHH). I utredningen gjennomføres en strategisk analyse og fundamental verdivurdering av Farstad Shipping ASA, et norsk offshore serviceselskap som er notert på Oslo Børs. I denne oppgaven har jeg fått muligheten til å benytte den faglige forståelsen jeg har opparbeidet meg gjennom bachelor- og masterstudier ved NHH. Oppgaven kombinerer, i tillegg til finans, fagområdene regnskap og strategi, noe jeg vil ha god nytte av i praksis. Jeg har i tillegg fått muligheten til å øke min kunnskap om den norske offshorenæringen. Det har vært utfordrende, og svært lærerikt å arbeide med denne utredningen.

Oppgaven og forutsetningene verdivurderingen er basert på bygger på offentlig tilgjengelig informasjon om Farstad Shipping ASA og bransjen de opererer i. Ytterligere informasjon kunne vært med på å gi et mer komplett bilde av driften og fremtidsutsiktene til selskapet, og den begrensede informasjonstilgangen kan være en svakhet ved oppgaven. Men en potensiell ekstern investor ville ikke hatt tilgang til ytterligere informasjon, og oppgaven kan således gi et fornuftig bilde av hvordan en strategisk regnskapsanalyse og fundamental verdivurdering kan gjennomføres basert på offentlig tilgjengelig informasjon.

Jeg ønsker spesielt å takke min veileder, Jøril Mæland for gode og konstruktive tilbakemeldinger på utredningen underveis.

Oslo, 3. desember 2012

Hege Grøndahl

Innhold

SAMMENDRAG	2
FORORD	3
INNHold	4
FIGUROVERSIKT	7
1. INNLEDNING	10
1.1 HENSIKT OG VALG AV TEMA.....	10
1.2 STRUKTUR.....	10
2. PRESENTASJON AV BRANSJEN OG FARSTAD SHIPPING ASA	12
2.1 AVGRENSNING AV BRANSJE	12
2.2 OM OFFSHORE SERVICEFARTØY	12
2.3 OM FARSTAD SHIPPING ASA	16
3. VERDIVURDERINGSMETODER	19
3.1 FUNDAMENTAL VERDIVURDERING	19
3.2 KOMPARATIV VERDIVURDERING	20
3.3 OPSJONSBASERT VERDIVURDERING.....	21
3.4 VALG AV METODE	21
3.5 RAMMEVERK FOR FUNDAMENTAL VERDSETTELSE	21
4. REGNSKAPSANALYSE	23
4.1 RAMMEVERK.....	23
4.2 PRESENTASJON AV ÅRSREGNSKAPET	25
4.3 OMGRUPPERING AV RESULTATREGNSKAPET FOR INVESTORORIENTERT ANALYSE.....	27
4.4 OMGRUPPERING AV BALANSEN FOR INVESTORORIENTERT ANALYSE	34
4.5 ANALYSE AV MÅLEFEIL OG JUSTERING.....	36

4.6	OMGRUPPERT OG JUSTERT REGNSKAP OG BALANSE	39
5.	ANALYSE AV KREDITTRISIKO.....	41
5.1	LIKVIDITETSANALYSE	42
5.2	SOLIDITETSANALYSE	46
5.3	SYNTETISK RATING	50
6.	AVKASTNINGSKRAV	52
6.1	EGENKAPITALKRAV	52
6.2	KRAV TIL NETTO FINANSIELL GJELD.....	58
6.3	KRAV TIL NETTO DRIFTSKAPITAL	59
7.	LØNNSOMHETSANALYSE.....	60
7.1	EGENKAPITALRENTABILITET.....	60
8.	STRATEGISK ANALYSE OG PROGNOSE.....	69
8.1	MAKROFORHOLD	69
8.2	EKSTERN BRANSJEANALYSE.....	74
8.3	INTERN RESSURSBASERT ANALYSE	78
8.4	OPPSUMMERING AV STRATEGISK ANALYSE.....	80
9.	FREMTIDSBUDSJETT OG FUNDAMENTAL VERDSETTELSE	83
9.1	BUDSJETTERINGSHORISONT	83
9.2	UTVIKLING I BUDSJETTDRIVERE.....	84
9.3	DRIFTSINNTEKTER	85
9.4	OMLØP TIL NETTO DRIFTSEIENDELER.....	92
9.5	NETTO DRIFTSMARGIN	93
9.6	FINANSIELL GJELDSANDEL	94
9.7	FINANSIELL EIENDELSANDEL	94
9.8	FREMTIDIGE AVKASTNINGSKRAV.....	94

9.9	FUNDAMENTAL VERDIVURDERING	95
10.	SENSITIVITETSANALYSE.....	96
11.	KOMPARATIV VERDIVURDERING.....	101
12.	KONKLUSJON OG HANDLINGSSTRATEGI.....	104
12.1	KONKLUSJON	104
12.2	HANDLINGSSTRATEGI	105
LITTERATURLISTE .....	.....	106
LÆREBØKER .....	.....	106
FORELESNINGER .....	.....	106
ARTIKLER OG RAPPORTER .....	.....	107
AVISARTIKLER.....	.....	108
NETTSTEDER.....	.....	108

Figuroversikt

Figur 1 Fem største operatører etter geografisk marked	14
Figur 2 De ti største rederiene innen store og mellomstore servicefartøy (inkludert nybygg)	14
Figur 3 Organisasjonskart Farstad Shipping ASA	17
Figur 4 Flåte fordelt mellom segment	17
Figur 5 Flåte inndelt etter geografisk segment	18
Figur 6 Kursutvikling Farstad Shipping ASA de siste fem årene	18
Figur 7 Farstads resultatregnskap 2005-2011 ('000 kr)	25
Figur 8 Farstads eiendeler 2005-2011 ('000 kr).....	26
Figur 9 Farstads egenkapital og gjeld 2005-2011 ('000 kr).....	27
Figur 10 Farstads totalresultat 2005-2011 ('000 kr)	28
Figur 11 Farstads “dirty surplus” 2005-2011 ('000 kr).....	29
Figur 12 Farstads fullstendige nettoresultat 2005-2011 ('000 kr).....	29
Figur 13 Fullstendig driftsresultat 2005-2011 ('000 kr)	30
Figur 14 Fullstendig finansresultat 2005-2011 ('000 kr)	30
Figur 15 Unormale driftsposter 2005-2011 ('000 kr)	31
Figur 16 Unormale finansposter 2005-2011 ('000 kr)	31
Figur 17 Farstads unormale skattekostnad 2005-2011 ('000 kr)	32
Figur 18 Unormal driftsskattesats 2005-2011 ('000 kr).....	33
Figur 19: Fordeling av skattekostnad ('000 kr).....	34
Figur 20 Investororientert balanse.....	36
Figur 21 Effekt av justeringene på balansen til Farstad ('000 kr).....	38
Figur 22 Effekt av justeringene på regnskapet til Farstad ('000 kr)	38
Figur 23 Omgruppert og justert resultatregnskap 2005-2011 ('000 kr).....	39
Figur 24 Omgruppert og justert balanse med fokus på sysselsatt kapital 2005-2011 ('000 kr)	39
Figur 25 Omgruppert og justert balanse med fokus på netto driftskapital 2005-2011 ('000 kr)	40
Figur 26 Likviditetsgrad 1 for Farstad og bransjen	43
Figur 27 Likviditetsgrad 2 for Farstad og bransjen	44
Figur 28 Rentedekningsgrad for Farstad og bransjen	45

Figur 29 Egenkapitalandel for Farstad og bransjen	47
Figur 30 Netto driftsrentabilitet for Farstad og bransjen.....	48
Figur 31 Farstad sin finansiering per 31.12.2011 ('000 kr).....	48
Figur 32 Farstad sin finansiering per 31.12.2011 (%).....	49
Figur 33 Bransjens finansiering per 31.12.2011 (%)	49
Figur 34 Syntetisk rating basert på historiske nøkkeltall	50
Figur 35 Syntetisk rating av Farstad basert på historiske nøkkeltall.....	51
Figur 36 Risikofri rente etter skatt i analyseperioden	53
Figur 37 Farstads gjennomsnittlige egenkapitalkrav 2005-2011	55
Figur 38 Finansiell gjeldsbeta 2005-2011	56
Figur 39 Finansiell eiendelsbeta 2005-2011	57
Figur 40 Beta til netto finansiell gjeld 2005-2011	57
Figur 41 Beta til netto driftskapital 2005-2011	58
Figur 42 Historisk egenkapitalkrav 2005-2011	58
Figur 43 Historisk krav til netto finansiell gjeld 2005-2011	59
Figur 44 Historisk krav til netto driftskapital 2005-2011	59
Figur 45 Egenkapitalrentabilitet i forhold til egenkapitalkrav for Farstad og bransjen.....	60
Figur 46 Analyse av superrentabilitet 2005-2011	61
Figur 47 Dekkomponering av netto driftsrentabilitet 2005-2011	63
Figur 48 Netto driftsmargin for Farstad og bransjen.....	63
Figur 49 Omløp til netto driftseiendeler for Farstad og bransjen.....	64
Figur 50 Effekt av finansiering 2005-2011	65
Figur 51 Driftsspread for Farstad og bransjen	66
Figur 52 Netto finansiell gjeldsgrad for Farstad og bransjen.....	67
Figur 53 Fordeling av superrentabilitet knyttet til egenkapitalrentabilitet mellom bransjefordel og ressursfordel 2005-2011	68
Figur 54 Porter's Five Forces	75
Figur 55 Oppsummering av intern ressursbasert analyse.....	80
Figur 56 Oppsummering av strategisk analyse	81
Figur 57 Farstad sine driftsinntekter i perioden 2005-2011 (mill, kr.)	85
Figur 58 Farstad sin oppnådde utnyttelsesgrad på fartøyene i perioden 2005-2011.....	86
Figur 59 Driftsinntekter og driftskostnader - AHTS-markedet (mill. kr.)	87
Figur 60 Utvikling i dagrater og utnyttelsesgrad for AHTS globalt	87
Figur 61 Driftsinntekter og driftskostnader - PSV-markedet (mill. kr.)	89

Figur 62 Utvikling i dagrater og utnyttelsesgrad for PSV globalt	89
Figur 63 Driftsinntekter og driftskostnader - subsea-markedet (mill. kr.)	91
Figur 64 Historisk og forventet fremtidig vekst i driftsinntekter fra AHTS- og PSV-markedet	91
Figur 65 Historisk og forventet fremtidig vekst i totale driftsinntekter	92
Figur 66 Historisk og forventet fremtidig omløp til netto driftseiendeler for Farstad	93
Figur 67 Historisk og forventet fremtidig netto driftsmargin for Farstad	93
Figur 68 Farstads fremtidige avkastningskrav	94
Figur 69 Fundamental verdivurdering av Farstads egenkapital (verdi i '000 kroner for alle verdier unntatt antall aksjer og verdiestimat per aksje).....	95
Figur 70 Endring i aksjepris ved endring av vekst i driftsinntekter i 2012-2022.....	96
Figur 71 Endring i aksjepris ved endring av vekst i driftsinntekter i terminalåret.....	97
Figur 72 Endring i aksjepris ved endring i netto driftsmargin i 2012-2022.....	98
Figur 73 Endring i aksjepris ved endring i netto driftsmargin i terminalåret.....	98
Figur 74 Endring i aksjepris ved endring i egenkapitalkrav i terminalåret.....	99
Figur 75 Sensitivitet i aksjepris for endring i risikofri rente etter skatt og egenkapitalbeta	100
Figur 76 Konsensusmultipler per 31.12.2011 hentet fra Bloomberg (*Siem er utelatt grunnet ekstrem verdi).....	102
Figur 77 Verdivurdering ved bruk av multiplikatormodeller, sammenlignet med verdi ved fundamental verdivurdering	102
Figur 78 Analytikerdekning per 31.12.2011 hentet fra Bloomberg.....	103

1. Innledning

1.1 Hensikt og valg av tema

Hensikten med utredningen er å gjøre en verdivurdering av Farstad Shipping ASA ("Farstad"). Farstad er notert på Oslo Børs, og utredningen har som mål å kunne vurdere hvordan markedet priser selskapets aksje i forhold til den fundamentale verdien per aksje.

Utredningen er et ledd i min mastergrad i finansiell økonomi, og temaet strategisk regnskapsanalyse og verdivurdering er valgt på bakgrunn av mitt ønske om å få bedre innsikt i metodene som benyttes ved regnskapsanalyse og verdivurdering. Interesse for norsk offshore- og shippingvirksomhet er årsaken til at jeg har valgt å analysere Farstad. Gjennom denne utredningen har jeg hatt muligheten til å øke min bransjekunnskap og sette meg inn i fundamentale verdidrivere for offshore servicevirksomhet, både i Norge og i resten av verden. Utredningen bygger hovedsakelig på forelesningsnotater i fagene BUS 425 Verdsettelse og SOL 040 Strategisk Ledelse. Andre kilder er også benyttet.

1.2 Struktur

Utredningen innleder med å presentere Farstad og bransjen selskapet opererer i. Å forstå hvordan selskapet og bransjen har utviklet seg historisk vil danne et viktig bakteppe for videre analyse av verdidrivere, muligheter og trusler. Ulike verdivurderingsmetoder presenteres for å avgjøre hvilke metoder som er best egnet for verdivurderingen av Farstad. Valg av metode avhenger blant annet av tilgangen på informasjon og hvilken bransje selskapet befinner seg i.

I regnskapsanalysen analyseres Farstads historiske regnskaper for å avdekke de underliggende økonomiske forholdene i virksomheten. For å få et så riktig bilde av virksomheten som mulig blir regnskapene normalisert, omgruppert og justert. Regnskapsanalysen vil, sammen med en strategisk analyse av selskapet og bransjen, utgjøre grunnlaget for fremtidsprognosene som vil ligge til grunn for verdivurderingen av Farstad.

Farstads kredittrisiko analyseres for å vurdere selskapets finansielle stabilitet. Denne vurderingen ligger til grunn for beregning av avkastningskravet til Farstad. Beregning av

avkastningskravet er viktig for vurderingen av lønnsomheten til Farstad. Lønnsomheten til selskapet måles både mot avkastningskravet og mot bransjen for øvrig.

Farstads fremtidsregnskap budsjetteres basert på analyse av historiske regnskap, den strategiske analysen av selskapet og bransjen, og vurderingene av selskapets lønnsomhet. For å finne dagens verdi på Farstad diskonteres fremtidige kontantstrømmer fra drift og terminalverdien. Ved å trekke verdien av netto finansiell gjeld fra selskapsverdien finnes et estimat på egenkapitalverdien.

Verdiestimatets følsomhet overfor de forutsetningene som er tatt analyseres gjennom sensitivitetsanalyser, og rimeligheten ved estimatet vurderes ved å gjennomføre en komparativ verdivurdering og en sammenligning med verdiestimatene til andre analytikere. Konklusjon og handlingsstrategi baserer seg på en vurdering av verdiestimatet per 31.12.2011 og 1.6.2012 i forhold til børskursen på disse tidspunktene.

2. Presentasjon av bransjen og Farstad Shipping ASA

2.1 Avgrensning av bransje

I denne oppgaven avgrenses bransjen Farstad opererer i til offshore servicefartøy. Offshore servicefartøy er definert som ”fartøy som driver forsyning, ankerhåndtering, inspeksjon, beredskapstjenester eller andre tjenester i forbindelse med offshore leting, utbygging, produksjon, avskipping eller avvikling”.¹ Tradisjonelt er store og mellomstore servicefartøy definert som ankerhåndteringsfartøy med motorkraft større enn 10 000 bremsehesterkrefter (BHK) og plattformforsyningsfartøy med lasteevne større enn 2 000 dødvektstonn (DWT). Farstad befinner seg i segmentet for store og mellomstore fartøy.

2.2 Om offshore servicefartøy

2.2.1 Utvikling i bransjen

På verdensbasis er det omtrent 2 700 offshore servicefartøy, hvorav omtrent 43 % av disse er definert som store og mellomstore fartøy.²

Siden offshore oljeleting begynte har de tekniske kravene fartøyene står overfor endret seg mye. Olje- og gassaktiviteten har funnet sted på stadig dypere og mer krevende farvann og på havbunnen, og fokuset på sikkerheten har økt. Dette har blant annet ført til endrede krav til fartøyenes motorkapasitet, manøvreringsdyktighet, og kran- og vinsjekapasitet. Den økte undervannsaktiviteten har også ført til bygging av mer avanserte konstruksjons- og subseafartøy. Oljeselskapenes økte kostnadsfokus har bidratt til en trend der man benytter færre, men større forsyningsfartøy.³

Nordvest-Europa er fremdeles et av de største markedene for store og mellomstore servicefartøy, men mens 64 % av verdensflåten var tilknyttet aktiviteten i dette området i

¹ <http://logistikkportalen.no/ordbok> (27. desember 2011)

² Farstad Shipping ASA. Årsrapport 2011

³ Farstad Shipping ASA. Årsrapport 2011

1998, er andelen i begynnelsen av 2012 redusert til 23 %. Dette skyldes at veksten i næringen i stor grad har skjedd andre steder enn i Nordvest-Europa, som Brasil og Vest-Afrika.⁴

De siste årene har veksten i flåten av store og mellomstore servicefartøy på verdensbasis vært høy. Fra 1998 til 2010 vokste flåten med 883 fartøy, noe som tilsvarer en vekst på 394 %. Den kraftige veksten i verdensflåten har ført til overkapasitet i markedet. Nivået på oljeselskaperes lete- og produksjonsaktivitet (E&P) er hoveddriveren på etterspørselssiden etter offshore servicefartøy. Et mål på kapasiteten i markedet er forholdet mellom antall installasjoner (som jack up-rigger, semi- eller drillskip) og servicefartøy. I perioden 2000-2009 var det gjennomsnittlig 2,4 servicefartøy per installasjon, mens det i mars 2012 var 4,1 servicefartøy per installasjon. I 2011 begynte markedet å absorbere overflødig kapasitet, og det er forventet at dette kommer til å fortsette mot 2014.⁵ En indikasjon på dette er antall nye installasjoner og nye fartøy som ble bestilt i 2011. Mens det totalt ble bestilt 96 jack up-rigger og drillskip i 2011 ble det kun bestilt 71 servicefartøy. Dersom kredittmarkedet fortsetter å være stramt, kan det være med på å redusere nybyggingsaktiviteten innenfor servicefartøy. En svakere vekst av nybygg kan være med på å redusere overkapasiteten i markedet, som igjen vil være positivt for utnyttelsesgraden og dagratene til fartøyene.⁶

2.2.2 Kunder

De største kundegruppene til rederiene som holder offshore servicefartøy er oljeselskaper eller oljeserviceselskaper som igjen har kontrakter med oljeselskapene. De største operatørene i verden består av både nasjonale og private, internasjonale aktører.

⁴ Farstad Shipping ASA. Årsrapport 2011

⁵ Clarkson Capital Markets (mai 2012)

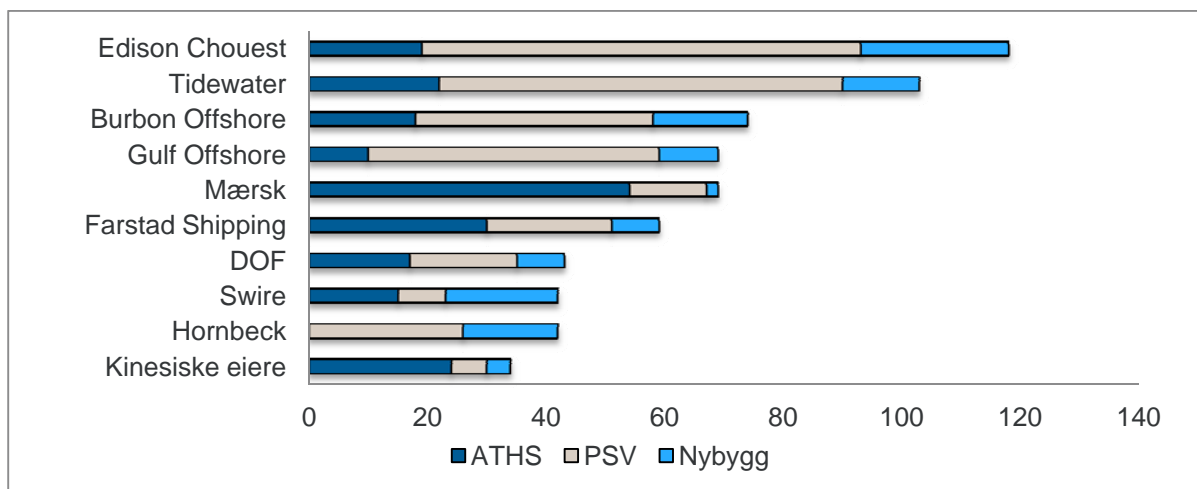
⁶ DNB Markets (februar 2012)

Mexicogulfen	Latin-Amerika	Vest-Afrika	Midtøsten	Nordsjøen	Asia og Australia
Shell	Petrobras	Total	Saudi Aramco	Statoil	CNOOC
BP	Pemex	Chevron	Iranian Offshore	BP	Petronas Carigali
Chevron	BP	ExxonMobil	Mærsk	Peterson	Chevron
Apache	OGX	Eni	Qatar Petroleum	ConocoPhillips	PTT
Anadarko	Shell	Perenco	Belayim Petroleum	Shell	Vietsovetro

Figur 1 Fem største operatører etter geografisk marked⁷

2.2.3 Offshore servicefartøyrederier

Farstad Shipping har konsentrert sin aktivitet rundt de geografiske markedene Nordvest-Europa, Brasil og Australia/Asia og opererer innenfor segmentet store og mellomstore servicefartøyer. Figuren under viser de ti største rederiene i verden, målt etter størrelse på flåten av store og mellomstore servicefartøy.



Figur 2 De ti største rederiene innen store og mellomstore servicefartøy (inkludert nybygg)⁸

De største rederiene har ikke nødvendigvis konsentrert sin aktivitet i de samme geografiske segmentene som Farstad. Derfor velger jeg heller å anse de største norske børsnoterte rederiene som opererer i samme bransje, som Farstads nærmeste konkurrenter. Farstads nærmeste konkurrenter er derfor DOF, Solstad Offshore og Havila.

⁷ Clarkson Capital Markets (mai 2012)

⁸ Farstad Shipping ASA. Årsrapport 2011

2.2.4 Offshore servicefartøy segmenter⁹

Offshore servicefartøy inkluderer ulike typer fartøy. Farstad har konsentrert sin aktivitet rundt store og mellomstore plattformforsyningsfartøy og ankerhåndteringsfartøy. I tillegg har Farstad tre konstruksjons- og vedlikeholds fartøy.

Plattformforsyningsfartøy (PSV)

PSV er ”spesialkonstruerte fartøy for transport av forsyninger og utstyr til og fra offshoreinstallasjoner”. Varer transporteres i hovedsak i containere på dekk, i tillegg transporteres en rekke forskjellige produkter (tørre og våte) i separate tanker. PSV benyttes også til å frakte rør ved legging av rørledninger. PSV kategoriseres etter lasteevne, som måles i dødvektstonn.

Ankerhåndteringsfartøy (AHTS)

AHTS er spesialkonstruerte fartøy for ankerhåndtering, posisjonering, vedlikehold og tauing av offshore plattformer, lektere og produksjonsmoduler og -skip. AHTS kan også utføre ordinære forsyningstjenester og kan ha tilleggsutstyr for brannslukking, oljeoppsamling og redningsoppdrag. AHTS kategoriseres etter motorkraft, som måles i bremsehestekrefter.

Konstruksjons- og vedlikeholds fartøy (subsea)

Subsea er ”spesialdesignede fartøyer for operasjoner på store dyp og utførere installasjoner og vedlikehold på havbunnen”.

2.2.5 Geografiske segmenter

Virksomheten deles gjerne inn i geografiske segmenter. Selv om verdensflåten er mobil på sikt, stiller de ulike geografiske områdene ulike krav til båtene. Dette resulterer i ulike dagrater og ulik utnyttelsesgrad for fartøyene i de ulike områdene. Farstad har sin hovedaktivitet knyttet til Nordvest-Europa, Australia/Asia og Brasil.

Nordvest-Europa er et velutviklet marked der den største delen av aktiviteten er knyttet til felt i produksjon, men etterspørselen knyttet til boreaktivitet og utbygging av felt og

⁹ Farstad Shipping ASA. Årsrapport 2011

infrastruktur forventes å stige. Det at aktiviteten foregår i dype farvann i et værhardt miljø, stiller krav til størrelsen på fartøyene.¹⁰

Australia/Asia er et marked i sterk vekst, med høy aktivitet knyttet til subsea- og boreaktiviteter, og funn og utvikling av nye områder. Mens det i Nordvest-Europa er størst etterspørsel etter PSV-fartøy, er etterspørselen i Australia/Asia hovedsakelig rettet mot AHTS-fartøy.¹¹

I Brasil er store olje- og gassfunn gjort det siste tiåret, så dette er et marked i sterk vekst. De neste årene er det budsjettet med investeringer knyttet til leting og produksjonsboring på omtrent 128 milliarder USD, og målet er mer enn å doble olje- og gassproduksjonene i løpet av det neste tiåret. Store avstander til land og vanddybder på over 2000 meter skaper logistikkutfordringer når det kommer til forsyninger til olje- og gassfeltene. Dette stiller krav til størrelsen på fartøyene, både når det gjelder PSV og AHTS.¹²

2.3 Om Farstad Shipping ASA

2.3.1 Historikk

Sverre A. Farstad & Co. ble etablert i Ålesund i 1956. De første skipene var tank- og bulkskip, men i 1973 besluttet selskapet å satse på offshore servicevirksomhet, som en av de første operatørene i Nordsjøen. Sammen med lokale investorer bestilte selskapet sine fire første servicefartøy fra Ulstein Verft i 1973, og rederiet vokste gjennom ulike former for samarbeid frem til midten av 1980-tallet.

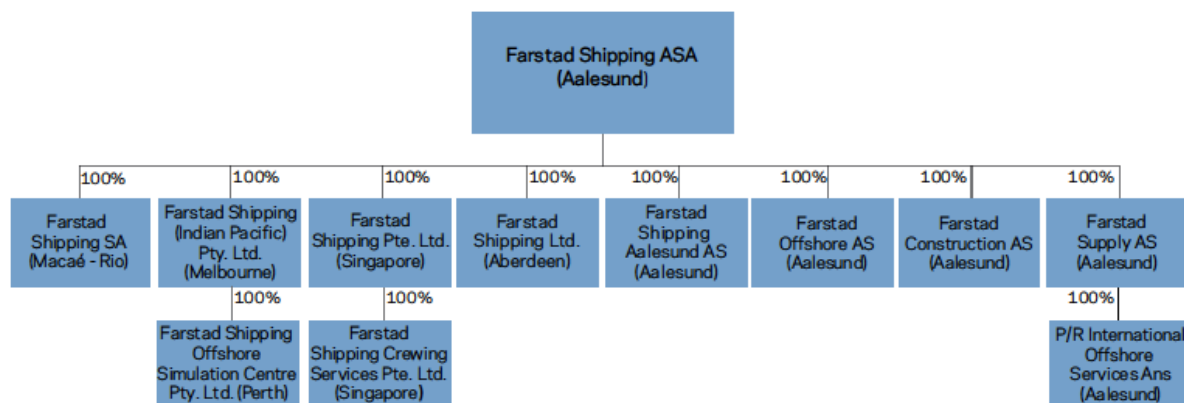
I 1988 ble Far Shipping A/S børsnotert på Oslo Børs med tickerkode FAR. Selskapet byttet senere navn til Farstad Shipping ASA, for å beholde posisjonen Farstad-navnet har i offshorenæringen. Gjennom nybyggingsprogrammer og salg av eldre skip bygget Farstad opp en moderne flåte på 1990-tallet ved hjelp av finansiering fra den norske maritime klynge. Hovedkontoret til Farstad har alltid ligget i Ålesund, men selskapets internasjonale

¹⁰ Farstad Shipping ASA. Årsrapport 2010, DNB Markets (februar 2012)

¹¹ DNB Markets (februar 2012)

¹² Farstad Shipping ASA. Årsrapport 2010, DNB Markets (februar 2012)

tilstedeværelse har økt kraftig gjennom 2000-tallet. I dag har selskapet driftskontorer i Aberdeen, Melbourne, Perth, Singapore, Macaé og Rio de Janeiro.¹³



Figur 3 Organisasjonskart Farstad Shipping ASA

2.3.2 Flåte

Farstad har som målsetning å være ledende innenfor segmentet større og mer avanserte offshore servicefartøy. I løpet av 2000-tallet har selskapet investert over 12,5 milliarder kroner i ny tonnasje, samtidig som de har solgt unna eldre fartøy. Dette har resultert i at flåten til Farstad har en gjennomsnittsalder på omtrent 7 år.

Per april 2012 hadde selskapet 54 fartøy, hvorav 30 var AHTS-fartøy, 21 var PSV-fartøy og 3 var subsea-fartøy. I tillegg har Farstad 8 fartøy under bygging, som er planlagt levert mellom juni 2012 og juni 2013. Av disse er to AHTS og seks PSV.

	2006	2007	2008	2009	2010	2011
AHTS	27	27	28	30	32	32
PSV	21	22	23	24	24	21
Subsea	0	0	0	3	2	3
Nybygg	11	9	6	1	4	8
Totalt (ink. nybygg)	59	58	57	58	62	64

Figur 4 Flåte fordelt mellom segment¹⁴

Flåten er fordelt mellom de geografiske områdene Farstad opererer i. De siste årene har markedet i Australia/Asia blitt stadig viktigere, og Farstad har ekspandert driften sin i Brasil.

¹³ www.farstad.com/about (Lastet ned 20.2.2012)

¹⁴ Farstad Shipping ASA. Årsrapporter (2006-2011)

Mens markedet i Nordvest-Europa sto for 37,1 % av Farstad sine driftsinntekter i 2006, kom kun 21,9 % av driftsinntektene fra denne regionen i 2011.

	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Nordvest-Europa	16	16	18	18	16	15
Australia/Asia	19	21	21	25	28	27
Brasil	9	10	11	13	14	14
Andre	4	2	1	1	0	0
Totalt	48	49	51	57	58	56

Figur 5 Flåte inndelt etter geografisk segment¹⁵

2.3.3 Utvikling i aksjekurs



Figur 6 Kursutvikling¹⁶ Farstad Shipping ASA de siste fem årene

Aksjekursen til Farstad falt kraftig sammen med resten av markedet i etterkant av Lehman-konkursen i september 2008. Etter det har aksjen steget til samme nivå som august 2008. Den 31.12.2011 var aksjekursen på 151 kroner.

¹⁵ Farstad Shipping ASA. Årsrapporter (2006-2011)

¹⁶ http://www.oslobors.no/markedsaktivitet/stockGraph?newt_ticker=FAR&newt_menuCtx=1.1.20 (Lastet ned 3.8.2012)

3. Verdivurderingsmetoder

Det finnes flere ulike metoder for verdivurderinger. Det er vanlig å skille mellom tre forskjellige hovedmetoder:¹⁷

- Fundamental verdivurdering
- Komparativ verdivurdering
- Opsjonsbasert verdivurdering

Alle metodene har sine fordeler og ulemper, og de egner seg best til ulike formål. Under presenteres de ulike metodene.

3.1 Fundamental verdivurdering

Fundamental verdivurdering baserer seg på grundige analyser av den tilgjengelige informasjonen om et selskap. Det er nødvendig å se på både kvalitativ informasjon og kvantitativ informasjon om selskapet. Eksempel på kvalitativ informasjon er regnskapstall, mens kvantitativ informasjon kan bestå av informasjon om den teknologiske utviklingen i bransjen og kvaliteten på ledelsen. Formålet er å finne frem til sentrale verdidrivere i selskapet. Basert på analyser av de fundamentale forholdene i og rundt selskapet utarbeides et fremtidsbudsjett for resultat og krav, som igjen ligger til grunn for et verdiestimat.¹⁸

Det er mulig å beregne et verdiestimat på egenkapitalen direkte gjennom egenkapitalmetoden, eller indirekte gjennom totalkapitalmetoden. Ved å benytte totalkapitalmetoden beregner man først verdien av netto driftskapital, før man finner verdien på egenkapitalen ved å justere for netto finansiell gjeld. For å finne verdien av netto driftskapital budsjetterer og diskonterer man frie kontantstrømmer til netto driftskapital. Alternativt kan man finne nåverdien av superprofitt på netto driftskapital, altså budsjettert resultat ut over kravet til netto driftskapital. Ved å benytte egenkapitalmetoden beregner man verdien av egenkapitalen direkte ved å budsjettere og diskontere frie kontantstrømmer til egenkapitalen, eller ved å finne nåverdien av superprofitt på egenkapitalen.

¹⁷ Kaldestad & Møller (2011) s. 29

¹⁸ Penman (2010) s. 84-86

Fordelen med fundamental verdivurdering er at metoden er grundig og at den tar hensyn til tilgjengelig informasjon i markedet. På den andre siden kan nødvendig informasjon være vanskelig å få tilgang til. En annen ulempe med denne metoden er at det er tidkrevende å behandle informasjonen, selv om man skulle ha den lett tilgjengelig.¹⁹

3.2 Komparativ verdivurdering

Komparativ verdivurdering tar utgangspunkt i hva sammenliknbare selskaper og eiendeler omsettes for i markedet, for å estimere verdien på et selskap eller en eiendel. Man skiller mellom multippelbaserte metoder og substansverdimetoden. Multippelbaserte metoder estimerer verdien til egenkapitalen i et selskap ved å beregne multipler basert på for eksempel omsetning, inntjening eller bokførte verdier hos sammenliknbare selskaper, i forhold til deres markedsverdi. Det må justeres for forskjeller mellom selskapet som skal verdsettes og de sammenliknbare selskapene. Fordelen med multippelbasert verdsettelse er at denne metoden ikke benytter seg av prognoser. Fordi metoden unngår prognoser benytter den seg av lite informasjon, og er dermed enkel å gjennomføre. Men det at metoden er enkel går på bekostning av at den kan ignorere informasjon som er tilgjengelig.²⁰

Substansverdimetoden tar utgangspunkt i hva eiendelene i selskapet man ønsker å verdsette kan selges for i markedet i dag.²¹ Verdien av egenkapitalen tilsvarer da markedsverdien av eiendelene i selskapet, fratrukket netto finansiell gjeld. Metoden, som forutsetter at det finnes et eksisterende annenhåndsmarked for de eiendelene selskapet har, er særlig brukt innenfor eiendom og shipping. I motsetning til multippelbaserte metoder krever denne metoden relativt mye informasjon om annenhåndsmarkedet og hva tilsvarende eiendeler selges for.

¹⁹ Kaldestad & Møller (2011) s. 33-35

²⁰ Penman (2010) s. 76

²¹ Kaldestad & Møller (2011) s. 31

3.3 Opsjonsbasert verdivurdering

Opsjonsbasert verdivurdering er en vurdering av muligheter selskapet har til å gjennomføre tiltak i drift og finansiering (realopsjoner).²² Dersom et selskap innehar realopsjoner er det ofte hensiktsmessig å inkludere en opsjonsbasert verdivurdering i den fundamentale verdivurderingen for ikke å undervurdere verdien av selskapet.

3.4 Valg av metode

Hvilken metode som legges til grunn i en verdivurdering avhenger av flere faktorer, som for eksempel hvor i livssyklusen bedriften befinner seg, tilgang på informasjon, hvilken bransje bedriften befinner seg i, og om forutsetningene for fortsatt drift er tilstede.²³

Farstad er et modent rederi innenfor offshore servicefartøy. Selskapet har lang historie og siden det er børsnotert er det enkelt å finne utfyllende regnskapsinformasjon på deres hjemmesider. Basert på gode resultater de siste årene er forutsetningene for fortsatt drift tilstede. Det er vanlig å benytte substansverdimetoden for å verdsette rederier, da kontantstrømmene henger tett sammen med eiendelene. Denne metoden vil ikke bli benyttet her da bruk av metoden krever omfattende informasjon om annenhåndsmarkedet for de ulike fartøyene til Farstad. God tilgang på generell bransjeinformasjon og regnskapsinformasjon taler for å benytte en fundamental verdivurderingsmetode. Som et supplement til den fundamentale verdivurderingen vil jeg også benytte mutippelbaserte metoder for å finne et estimat på verdien til egenkapitalen til Farstad.

3.5 Rammeverk for fundamental verdsettelse

Formålet med den fundamentale verdsettelsen er å komme frem til et estimat på verdien på egenkapitalen til Farstad og basert på dette estimatet utarbeide en handlingsstrategi for en veldiversifisert internasjonal investor. Farstads historiske resultatregnskaper normaliseres, omgrupperes og justeres, og historisk kredittrisiko, avkastningskrav og lønnsomhet analyseres. De underliggende økonomiske forholdene for driften analyseres gjennom en

²² Kaldestad & Møller (2011) s. 33

²³ Kaldestad & Møller (2011) s.33-35

strategisk analyse av bransjen for offshore servicefartøy og Farstad. Basert på resultatene av den strategiske regnskapsanalysen, budsjetteres fremtidsregnskapet til Farstad. Ved å diskontere fremtidige kontantstrømmer til netto driftskapital og trekke fra netto finansiell gjeld finner man verdien på egenkapitalen.²⁴ En handlingsstrategi vil utarbeides på bakgrunn av estimert verdi per aksje.

²⁴ Kaldestad & Møller (2011)

4. Regnskapsanalyse

Formålet med regnskapsanalysen er å kunne kartlegge og avdekke underliggende økonomiske forhold i virksomheten for å kunne forstå utviklingen i selskapet og hvilken risiko som ligger i driften.²⁵ For å få et så riktig bilde av virksomheten som mulig vil regnskapene bli normalisert, omgruppert og justert. Analysen vil danne grunnlaget for fremtidsbudsjettet og verdsettelsen av Farstad.

4.1 Rammeverk

Analysen tar utgangspunkt i Farstad sine årsregnskaper og kvartalsrapporter. For at grunnlaget for analysen skal være så riktig som mulig, bør tallene analysen bygger på være så oppdaterte som mulig. Dette kan gjøres ved å ”traile” årsregnskapet ved hjelp av kvartalsrapporter. Analysen av Farstad tar utgangspunkt i årsrapporten for 2011, så det er ikke nødvendig med en ytterligere ”trailing” da det på analysetidspunktet ikke finnes nyere regnskapstall.

Regnskapsanalysen består av tre deler: omgruppering for investororientert analyse, analyse og justering av målefeil og analyse av forholdstall. Oppstillingsplanen etter IFRS er kreditororientert, noe som vil si at den blant annet fokuserer på eiendelenes likviditet, gjeldens forfalltidspunkt og om verdiskapningen er større enn kostnaden ved bruk av finansiell gjeld. Investororientert regnskapsanalyse ønsker en oppstillingsplan som fokuserer på normalisert verdiskapning og utdeling, og som forklarer kildene til normalisert verdiskapning. Derfor er det nødvendig å omgruppere årsregnskapet for å kunne gjennomføre en investororientert analyse.²⁶

4.1.1 Valg av analysenivå

Et selskap kan analyseres samlet eller delt på konsern- eller selskapsnivå. Valg av analysenivå avhenger av flere faktorer. Virksomheter som har like forretningsområder og som er driftsmessig integrert bør analyseres samlet og gjerne på bakgrunn av et

²⁵ Penman (2010) s.86

²⁶ Kaldestad & Møller (2011) s.36

konsernregnskap, mens virksomhet i flere land skaper komplikasjoner med å analysere samlet.²⁷ Farstad fokuserer kun på offshore servicefartøy, men opererer innenfor ulike typer fartøy og i forskjellige geografiske områder. Segmentene har ulik inntjening og utvikling som gjør at de prinsipielt bør analyseres separat. Imidlertid er tilgangen på regnskapsinformasjon fordelt på segmentene begrenset, noe som gjør at analysenivå blir satt til selskapsnivå med konsernregnskapet som utgangspunkt.

4.1.2 Valg av analyseperiode

Valg av analyseperiode avhenger av om virksomheten er stabil eller om den har endret karakter over tid, da dette er avgjørende for hvor representative eldre regnskapstall er for dagens virksomhet. For virksomheter i sykliske bransjer bør analyseperioden være så lang at både en høy- og en lavkonjunktur inkluderes i analyseperioden.²⁸

Gjennom det siste tiåret har den internasjonale tilstedeværelsen økt betydelig for Farstad, samtidig som det er investert store summer i ny tonnasje for å opprettholde en moderne og konkurransedyktig flåte. Selv om det har skjedd store endringer, kan det ses på som en del av Farstads langsiktig strategi om å være en ledende aktør innen sine forretningssegment og geografiske segment. Derfor ser jeg på utviklingen de siste årene som normal atferd. Farstad opererer i en syklisk bransje, så analyseperioden bør inkludere både høy- og lavkonjunktur. Analyseperioden settes derfor til syv år, og inkluderer årsregnskapene fra 2005 til 2011. Perioden vil da inkludere begynnelsen på forrige høykonjunktur i 2005, lavkonjunkturen som traff markedet i slutten av 2008 og den noe bedrede markedssituasjonen i 2011.

4.1.3 Valg av komparative virksomheter

Komparative virksomheter er de virksomhetene som opererer i samme bransje som Farstad. Til sammenlikningsformål ville det vært mest hensiktsmessig å se på hele bransjen under ett, men her er komparative virksomheter begrenset til offshorerederier som er børsnotert i Norge og som opererer innenfor samme forretningssegment som Farstad. Offshorerederiene som er børsnotert i Norge er trolig mer sammenliknbare med Farstad enn utenlandske aktører, siden disse står overfor de samme politiske faktorene som Farstad.

²⁷ Kaldestad & Møller (2011) s. 53

²⁸ Knivsflå (2011) forelesning 3

4.2 Presentasjon av årsregnskapet

4.2.1 Resultatregnskap 2005-2011

RESULTATREGNSKAP	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Driftsinntekter							
Fraktinntekter og andre inntekter PSV	780 189	708 768	798 754	832 785	936 352	1 022 486	1 102 842
Fraktinntekter og andre inntekter AHTS	867 345	1 223 342	1 493 982	1 978 290	2 085 159	2 120 605	2 311 137
Fraktinntekter og andre inntekter Subsea	-	-	-	132 166	215 600	180 808	164 891
Annet	6 303	8 800	25 500	15 383	20 468	3 802	6 019
Inntekter på salg av anleggsmidler	161 877	-	196 068	61 050	-	1 114	16 909
<i>Sum driftsinntekter</i>	1 815 714	1 940 910	2 514 304	3 019 674	3 257 579	3 328 815	3 601 798
Driftskostnader							
Mannskapskostnader skip	509 686	584 954	702 938	789 673	926 878	1 161 855	1 389 567
Andre driftskostnader skip	253 228	256 101	305 675	350 428	421 208	582 968	559 231
Administrasjon	98 096	112 748	128 857	150 443	173 333	197 830	234 565
<i>Sum driftskostnader</i>	861 010	953 803	1 137 470	1 290 544	1 521 419	1 942 653	2 183 363
Driftsresultat før avskrivninger (EBITDA)	954 704	987 107	1 376 834	1 729 130	1 736 160	1 386 162	1 418 435
Avskrivning varige driftsmidler/im. eiend.	281 415	286 359	336 763	365 438	454 909	516 237	544 808
<i>Driftsresultat før andre inntekter/kostnader</i>	673 289	700 748	1 040 071	1 363 692	1 281 251	869 925	873 627
Gevinst fra gradvis oppkjøp	-	-	-	-	-	-	70 431
Driftsresultat (EBIT)	673 289	700 748	1 040 071	1 363 692	1 281 251	869 925	944 058
Finansposter							
Finansinntekter	27 155	41 787	70 493	86 200	78 243	74 582	64 632
Finanskostnader	(139 337)	(213 016)	(250 138)	(307 942)	(304 153)	(395 155)	(410 900)
Valuta- og rentesikringsavtaler (realisert)	192 845	22 668	26 197	83 122	18 843	108 521	25 436
Valuta- og rentesikringsavtaler (urealisert)	(264 829)	22 674	38 584	(315 804)	349 506	(165 324)	(92 915)
<i>Netto finansposter</i>	(184 166)	(125 887)	(114 864)	(454 424)	142 439	(377 376)	(413 747)
Ordinært resultat før skattekostnad	489 123	574 861	925 207	909 268	1 423 690	492 549	530 311
Skattekostnad (-fordel)	(12 322)	31 600	1 014 534	(316 287)	(507 813)	60 783	(38 137)
Ordinært resultat	501 445	543 261	(89 327)	1 225 555	1 931 503	431 766	568 448
<i>Årsresultat før minoritetsinteresser</i>	501 445	543 261	(89 327)	1 225 555	1 931 503	431 766	568 448
Minoritetens andel før årsresultat	(154)	782	(153)	(158)	(43)	-	-
Årsresultat majoritetsinteresse	501 599	542 479	(89 174)	1 225 713	1 931 546	431 766	568 448

Figur 7 Farstads resultatregnskap 2005-2011 ('000 kr)

Selv om Farstad sine driftsinntekter har doblet seg i analyseperioden, har driftskostnadene mer enn doblet seg. Det gjør at driftsresultatet ikke har bedret seg like kraftig i perioden. Økte avskrivninger knytter seg til nyinvesteringer.

Ordinært resultat før skatt har vært positivt i hele perioden, men tidsubegrenset skattemessige underskudd har medført at Farstad har hatt en utsatt skattefordel gjennom store deler av perioden som aktiveres i balansen. Skattekostnaden i 2007 skiller seg klart fra dette. Det skyldes at Stortinget i 2007 vedtok en ny rederibeskatningsordning som innebar at akkumulert antatt skattefritt overskudd i perioden 1996 til 2006 kom under beskatning. Farstad beregnet skattekostnaden som følge av den nye ordningen til 953,4 millioner kroner. I 2008 ble en tredjedel av skattekostnaden tilbakeført som en konsekvens av overgangsregler som sa at en tredjedel av skatten kunne tilbakeføres dersom tilsvarende beløp ble investert i

miljøtiltak. I 2009 ble den resterende skattekostnaden tilbakeført etter at Høyesterett avgjorde at de nye overgangsreglene var i strid med Grunnlovens § 97.²⁹

Årsresultatet til Farstad styrket seg i 2011 i forhold til 2010, men er fremdeles klart svakere enn resultatene i 2008 og 2009. Det skyldes den vanskelige markedssituasjonen som har vært de siste årene.

4.2.2 Balanse 2005-2011

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Anleggsmidler							
Utsatt skattefordel	-	-	-	54 831	-	47 242	67 894
Goodwill	30 247	30 247	30 247	30 247	30 247	30 247	112 090
<i>Sum immaterielle anleggsmidler</i>	<i>30 247</i>	<i>30 247</i>	<i>30 247</i>	<i>85 078</i>	<i>30 247</i>	<i>77 489</i>	<i>179 984</i>
Skip m.v.	5 152 272	5 938 657	6 743 177	7 871 618	10 237 712	11 467 552	11 759 850
Kontrakter nybygg	518 466	639 801	550 795	495 380	191 242	64 149	358 894
<i>Sum varige driftsmidler</i>	<i>5 670 738</i>	<i>6 578 458</i>	<i>7 293 972</i>	<i>8 366 998</i>	<i>10 428 954</i>	<i>11 531 701</i>	<i>12 118 744</i>
Aksjer	4 458	4 456	4 444	5 123	5 170	5 204	5 209
Valuta- og renteswapkontrakter	-	-	-	-	-	43 364	25 076
Andre langsiktige fordringer	7 107	7 184	9 927	14 517	24 977	27 824	35 967
<i>Sum finansielle anleggsmidler</i>	<i>11 565</i>	<i>11 640</i>	<i>14 371</i>	<i>19 640</i>	<i>30 147</i>	<i>76 392</i>	<i>66 252</i>
Sum anleggsmidler	5 712 550	6 620 345	7 338 590	8 471 716	10 489 348	11 685 582	12 364 980
Omløpsmidler							
Kundefordringer fraktinntekter	265 096	315 716	341 200	533 327	473 130	471 567	555 669
Valuta- og renteswapkontrakter	17 600	47 875	38 812	-	15 671	-	-
Andre kortsiktige fordringer	106 732	118 518	167 488	163 910	325 869	251 333	222 592
<i>Sum fordringer</i>	<i>389 428</i>	<i>482 109</i>	<i>547 500</i>	<i>697 237</i>	<i>814 670</i>	<i>722 900</i>	<i>778 261</i>
Likvide midler	1 180 200	972 286	1 461 425	1 743 377	1 713 704	2 269 702	1 448 917
<i>Sum likvide midler</i>	<i>1 180 200</i>	<i>972 286</i>	<i>1 461 425</i>	<i>1 743 377</i>	<i>1 713 704</i>	<i>2 269 702</i>	<i>1 448 917</i>
Sum omløpsmidler	1 569 628	1 454 395	2 008 925	2 440 614	2 528 374	2 992 602	2 227 178
Sum eiendeler	7 282 178	8 074 740	9 347 515	10 912 330	13 017 722	14 678 184	14 592 158

Figur 8 Farstads eiendeler 2005-2011 ('000 kr)

²⁹ Farstad Shipping ASA. Årsrapporter (2007-2009)

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Egenkapital							
Aksjekapital/Selskapskapital	39 000	39 000	39 000	39 000	39 000	39 000	39 000
Overkursfond	198 396	198 396	198 396	198 396	198 396	198 396	198 396
<i>Sum innskutt egenkapital</i>	<i>237 396</i>	<i>237 396</i>	<i>237 396</i>	<i>237 396</i>	<i>237 396</i>	<i>237 396</i>	<i>237 396</i>
Opptjent egenkapital	2 847 836	3 294 087	3 191 897	4 201 936	6 014 499	6 344 972	6 582 839
<i>Sum opptjent egenkapital</i>	<i>2 847 836</i>	<i>3 294 087</i>	<i>3 191 897</i>	<i>4 201 936</i>	<i>6 014 499</i>	<i>6 344 972</i>	<i>6 582 839</i>
Minoritetsinteresser etter sum opptjent EK.	791	2 229	814	656	-	-	-
Sum egenkapital	3 086 023	3 533 712	3 430 107	4 439 988	6 251 895	6 582 368	6 820 235
Gjeld							
Pensjonsforpliktelser	50 234	57 510	56 721	56 181	60 118	61 901	64 469
Utsatt skatt	19 751	21 946	7 989	-	14 902	30 279	48 125
Langsiktig skattegjeld og miljøfond	-	-	880 614	508 476	-	9 516	4 758
Leasing forpliktelser	244 411	294 988	-	-	-	-	-
<i>Sum avsetninger til forpliktelser</i>	<i>314 396</i>	<i>374 444</i>	<i>945 324</i>	<i>564 657</i>	<i>75 020</i>	<i>101 696</i>	<i>117 352</i>
Obligasjonslån	300 000	300 000	-	-	-	-	-
Pantegjeld/gjeld til kredittinstitusjoner	2 750 510	2 987 416	3 805 923	4 719 722	5 466 499	6 287 220	5 855 651
Valuta- og renteswapkontrakter	-	-	-	-	-	24 900	45 791
<i>Sum annen langsiktig gjeld</i>	<i>3 050 510</i>	<i>3 287 416</i>	<i>3 805 923</i>	<i>4 719 722</i>	<i>5 466 499</i>	<i>6 312 120</i>	<i>5 901 442</i>
<i>Sum langsiktig gjeld</i>	<i>3 364 906</i>	<i>3 661 860</i>	<i>4 751 247</i>	<i>5 284 379</i>	<i>5 541 519</i>	<i>6 413 816</i>	<i>6 018 794</i>
Kortsiktig del av langsiktig gjeld	538 006	559 319	695 322	510 681	771 771	991 818	1 012 058
Leverandørgjeld	96 821	112 482	165 574	204 593	177 019	231 161	234 242
Betalbar skatt	50 957	18 180	122 073	99 514	22 325	46 487	38 046
Valuta- og renteswapavtaler	-	-	-	153 134	-	-	-
Annen kortsiktig gjeld	145 465	189 187	183 192	220 041	253 193	412 534	468 783
<i>Sum kortsiktig gjeld</i>	<i>831 249</i>	<i>879 168</i>	<i>1 166 161</i>	<i>1 187 963</i>	<i>1 224 308</i>	<i>1 682 000</i>	<i>1 753 129</i>
Sum gjeld	4 196 155	4 541 028	5 917 408	6 472 342	6 765 827	8 095 816	7 771 923
Sum egenkapital og gjeld	7 282 178	8 074 740	9 347 515	10 912 330	13 017 722	14 678 184	14 592 158

Figur 9 Farstads egenkapital og gjeld 2005-2011 ('000 kr)

Goodwill knytter seg til oppkjøp og avskrives ikke, men nedskrivningstestes hvert år. Skip er balanseført til kostpris med fradrag for avskrivninger. I balansen kommer det frem at det har skjedd betydelige investeringer i perioden, da verdien på anleggsmidlene har mer enn doblet seg.

For å finansiere investeringene har selskapet holdt tilbake store deler av overskuddet i tillegg til økt låneopptak.

4.3 Omgruppering av resultatregnskapet for investororientert analyse

Målet med omgrupperingen er å gjøre oppstillingen av årsregnskapet mer investororientert ved å fokusere på normalisert verdiskapning og utdeling som er viktig for analyse av lønnsomhet og vekst. Omgrupperingen av resultatregnskapet kan deles inn i fire steg:³⁰

³⁰ Penman (2010) s. 301-302

- 1) Identifisere fullstendig nettoresultat
- 2) Fordele fullstendig nettoresultat slik at drift, gjeld og eiere får sitt resultat før skatt
- 3) Identifisere normale og unormale poster innenfor drift, finans og skatt
- 4) Fordele skattekostnad på alle resultater

4.3.1 Identifisere fullstendig nettoresultat

Majoriteten sin del av fullstendig nettoresultat består av rapportert årsresultat, annet fullstendig resultat og "dirty surplus". Rapportert årsresultat er resultatet til majoritetsaksjonærene i resultatregnskapet. Etter IFRS skal alle inntekter og kostnader føres i resultatregnskapet, men noen unntak kan etter IFRS føres under oppstilling av totalresultat.³¹ Farstad rapporterer etter IFRS og har fra og med 2009 inkludert oppstilling av totalresultat i årsregnskapet sitt. Totalresultatet består av det rapporterte resultatet og annet fullstendig nettoresultat.

RESULTATREGNSKAP	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Årsresultat majoritetsinteresse	501 599	542 479	(89 174)	1 225 713	1 931 546	431 766	568 448
Andre driftsrelaterte resultatelementer	-	-	-	-	76 017	15 707	(118 522)
Andre finansielle resultatelementer	-	-	-	-	-	-	-
Årets totalresultat	501 599	542 479	(89 174)	1 225 713	2 007 563	447 473	449 926
Foreslått utbytte	117 000	117 000	156 000	195 000	117 000	156 000	195 000

Figur 10 Farstads totalresultat 2005-2011 ('000 kr)

Kongruensprinsippet innebærer at alle inntekter og kostnader skal resultatføres. "Dirty surplus" er brudd på kongruensprinsippet ved at man fører direkte mot egenkapitalen. Siden IFRS opererer med annet fullstendig resultat skal "dirty surplus" være null,³² men noen inntekter og kostnader føres allikevel mot egenkapitalen, som for eksempel enkelte justeringer og prinsippendringer. For Farstad kommer dette frem av oppstillingen av endringer i egenkapital. Alle direkteføringer samles i postene driftsrelatert og finansielt "dirty surplus". Samlet utgjør totalresultat og "dirty surplus" fullstendig nettoresultat.

³¹ Penman (2010) s. 264

³² Penman (2010) s. 264

ENDRINGER I EGENKAPITAL	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Egenkapital 01.01	2 773 622	3 085 232	3 531 483	3 429 293	4 439 332	6 251 895	6 582 368
+ Totalresultat	501 600	542 479	(89 174)	1 225 713	2 007 563	447 473	449 926
- Betalt utbytte	(195 000)	(117 000)	(117 000)	(156 000)	(195 000)	(117 000)	(156 000)
+ Netto kapitalinskudd	-	-	(387)	-	-	-	-
+ Driftsrelatert "dirty surplus"	5 010	20 772	104 371	(59 674)	-	-	(56 059)
+ Finansielt "dirty surplus"	-	-	-	-	-	-	-
= Egenkapital 31.12	3 085 232	3 531 483	3 429 293	4 439 332	6 251 895	6 582 368	6 820 235

Figur 11 Farstads "dirty surplus" 2005-2011 ('000 kr)

FULLSTENDIG NETTORESULTAT	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Årsresultat som rapportert	501 599	542 479	(89 174)	1 225 713	1 931 546	431 766	568 448
Annet fullstendig resultat	-	-	-	-	76 017	15 707	(118 522)
Totalresultat	501 599	542 479	(89 174)	1 225 713	2 007 563	447 473	449 926
"Dirty surplus"	5 010	20 772	104 371	(59 674)	-	-	(56 059)
Fullstendig nettoresultat	506 609	563 251	15 197	1 166 039	2 007 563	447 473	393 867

Figur 12 Farstads fullstendige nettoresultat 2005-2011 ('000 kr)

4.3.2 Fordele fullstendig nettoresultat

Fordeling av fullstendig nettoresultat til drift, gjeld og eiere gjøres for å kunne finne kildene til resultatet og hvordan resultatet blir fordelt. Altså må Farstads fullstendige nettoresultat fordeles mellom poster som er knyttet til driften av Farstad og poster som er knyttet til finansieringen av selskapet.

Salg av skip

Resultatet fra salg av virksomhet regnes normalt som en finansinntekt fordi salget ikke har med fremtidig drift å gjøre. For Farstad anses salg av skip som en del av ordinær virksomhet, og inntektene knyttet til dette er derfor ført som driftsinntekter.

Annet fullstendig resultat og "dirty surplus"

Annet fullstendig resultat og "dirty surplus" kan bestå av både drifts- og finansposter. Etter en gjennomgang av annet fullstendig resultat og "dirty surplus" for Farstad har jeg konkludert med at disse er driftsrelaterte.

Etter å ha gjennomgått kildene til resultatet er det mulig å skille mellom fullstendig driftsresultat før skatt og fullstendig finansresultat før skatt.

FULLSTENDIG DRIFTSRESULTAT	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Driftsinntekter	1 815 714	1 940 910	2 514 304	3 019 674	3 257 579	3 328 815	3 601 798
Driftskostnader	861 010	953 803	1 137 470	1 290 544	1 521 419	1 942 653	2 183 363
<i>Driftsresultat</i>	<i>954 704</i>	<i>987 107</i>	<i>1 376 834</i>	<i>1 729 130</i>	<i>1 736 160</i>	<i>1 386 162</i>	<i>1 418 435</i>
Driftsrelatert annet fullstendig resultat	-	-	-	-	76 017	15 707	(118 522)
Driftsrelatert "dirty surplus"	5 010	20 772	104 371	(59 674)	-	-	(56 059)
Fullstendig driftsresultat før skatt	959 714	1 007 879	1 481 205	1 669 456	1 812 177	1 401 869	1 243 854

Figur 13 Fullstendig driftsresultat 2005-2011 ('000 kr)

FULLSTENDIG FINANSRESULTAT	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Finansinntekter	220 000	87 129	135 274	169 322	446 592	183 103	90 068
Finanskostnader	(404 166)	(213 016)	(250 138)	(623 746)	(304 153)	(560 479)	(503 815)
<i>Finansresultat</i>	<i>(184 166)</i>	<i>(125 887)</i>	<i>(114 864)</i>	<i>(454 424)</i>	<i>142 439</i>	<i>(377 376)</i>	<i>(413 747)</i>
Finansiell annet fullstendig resultat	-	-	-	-	-	-	-
Finansiell "dirty surplus"	-	-	-	-	-	-	-
Fullstendig finansresultat før skatt	(184 166)	(125 887)	(114 864)	(454 424)	142 439	(377 376)	(413 747)

Figur 14 Fullstendig finansresultat 2005-2011 ('000 kr)

4.3.3 Identifisere normale og unormale poster

For å identifisere hvilke poster som er relevante i fremskrivningen av resultatet er man nødt til å skille mellom normale og unormale poster. Normale poster er poster som er forventet i fremtiden og som kommer igjen periode etter periode, mens unormale poster er engangsposter eller poster som kun virker inn i et fåtalls perioder. Dermed er det kun de normale postene som er relevante for fremtiden, mens de unormale postene er lite relevante.³³ For å identifisere og ta ut unormale poster er det nødvendig med gjennomgang av notene til regnskapene til Farstad. Flere poster kan derimot være en blanding av normale og unormale poster. Poster som er stabile med trend indikerer at den hovedsakelig inneholder normale inntekter og kostnader, mens ustabile poster uten trend indikerer at den hovedsakelig inneholder unormale inntekter og kostnader.

Unormale driftsposter

Salg av skip er en del av driften til Farstad, men inntekten fra salg av skip kan ikke ses på som en normal og stabil inntekt som også vil komme i fremtiden. Siden gevinstene ved salg av skip historisk har vist seg å variere mye i tillegg til at det ikke selges skip hvert år, anses gevinst fra salg av skip som en unormal driftspost.

³³ Koller, Goedhart & Wessels (2010) s. 560

I juli 2011 ble det inngått en avtale om overtakelse av de resterende 50 % av det brasilianske selskapet BOS S.A. som gjør selskapet til heleid datterselskap. I forbindelse med oppkjøpet er det blitt inntektsført en gevinst ved trinnvis oppkjøp. Dette er en engangspost i forbindelse med oppkjøp av datterselskap og er således en unormal post.

Begge postene er før skatt så de må inkluderes i fordelingen av skattekostnad.

Både annet fullstendig driftsresultat og driftsrelatert "dirty surplus" er unormale poster. Begge postene er etter skatt og holdes derfor utenfor fordelingen av skattekostnad.

UNORMALE DRIFTSPOSTER	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Unormale driftsresultat (før skatt)	161 877	-	196 068	61 050	-	1 114	87 340
Driftsrelatert annet fullstendig resultat (etter skatt)	-	-	-	-	76 017	15 707	(118 522)
Driftsrelatert "dirty surplus" (etter skatt)	5 010	20 772	104 371	(59 674)	-	-	(56 059)

Figur 15 Unormale driftsposter 2005-2011 ('000 kr)

Unormale finansposter

Farstad begynte med detaljerte noter til finansresultatet i 2007. For 2005 og 2006 antar jeg derfor at finansresultatet kun består av normale poster. Tap og gevinster på valutakontoene til Farstad er derimot opplyst for 2005 og 2006. Dette ses på som unormale poster.

I 2007 og 2008 nedskrev Farstad andre finansielle eiendeler. Dette ses på som unormale finansposter. Verdiendringer på markedsbaserte omløpsmidler i årene 2007-2011 regnes også som unormale poster. Andre finansinntekter og andre finanskostnader varierer mye, som kan være en indikasjon på at postene hovedsakelig inneholder unormale poster. Derfor anses andre finansinntekter og andre finanskostnader som unormale poster. Tap og gevinster på valutakontoene til Farstad anses også som unormale poster.

Etter at unormale poster er trukket fra består normale renteinntekter av renteinntekter fra bank og plasseringer, og mottatt aksjeutbytte. Normale rentekostnader består av pantegjeldsrenter og andre rentekostnader.

UNORMALE FINANSPOSTER	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Unormale finansinntekter	192 845	45 342	167 817	209 092	542 672	288 942	240 685
Unormale finanskostnader	(264 829)	-	(123 486)	(461 859)	(159 294)	(348 234)	(320 441)
Unormalt finansresultat	(71 984)	45 342	44 331	(252 767)	383 378	(59 293)	(79 756)

Figur 16 Unormale finansposter 2005-2011 ('000 kr)

Unormal skatt

Målet med å skille ut unormal skatt er å finne unormal skatt på normalt og unormalt resultat, ikke finne normal skatt på unormalt resultat. I 2007 vedtok Stortinget ny rederibeskatningsordning med virkning fra og med regnskapsåret 2007 som for Farstad innebar at akkumulert antatt skattefritt overskudd fra 1996 til og med 2006 kom under beskatning. Skatten i forbindelse med overgang til ny rederibeskatningsordning ble derfor ført som skattekostnad i regnskapet for 2007. I regnskapet for 2008 ble én tredjedel av beløpet tilbakeført som følge av forslag om regelendring knyttet til hvordan miljøinvesteringer skulle føres i balansen. Etter at Høyesterett konkluderte med at overgangsreglene Stortinget vedtok i 2007 var i strid med Grunnlovens § 97, tilbakeførte Farstad de resterende to tredjedelene av skattekostnaden i 2009. I 2010 ble det vedtatt ny overgangsordning fra gammel til ny rederibeskatningsordning. I forbindelse med oppgjør mellom gammel og ny ordning ble det kostnadsført skatt på 14,3 millioner kroner i 2010 som forfaller til betaling over 3 år. Disse skattekostnadene regnes som unormale, da de er engangsføringer og ikke forventet i fremtiden.

Endring i utsatt skatt før årets resultat og utsatt skatt på gevinst ved trinnvis oppkjøp regnes også som unormal skatt.

UNORMAL SKATT	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Endring i utsatt skatt før årets resultat	(66 335)	(1 619)	(12 989)	(46 176)	68 207	(26 614)	(33 127)
Beregning skatt ved overgang til ny rederibeskatningsordning	-	-	943 516	(308 580)	(635 595)	14 273	-
Utsatt skatt på gevinst ved trinnvis oppkjøp	-	-	-	-	-	-	(35 457)
Unormal skattekostnad (skattefordel)	(66 335)	(1 619)	930 527	(354 756)	(567 388)	(12 341)	(68 584)

Figur 17 Farstads unormale skattekostnad 2005-2011 ('000 kr)

4.3.4 Fordele skattekostnad

Farstad er omfattet av rederibeskatningsordningen som tilsier at selskapet ikke betaler skatt på overskudd. I stedet betaler rederiene tonnasjeskatt for fartøy de eier uavhengig av om fartøyet har vært i drift eller ikke. Satsene fastsettes hvert år av Stortinget.³⁴ Som en forenkling vil jeg beregne Farstad sin skattekostnad som en driftsskatt.

³⁴ http://www.regjeringen.no/nb/dep/fin/tema/skatter_og_avgifter/bedriftsbeskatning/rederibeskatning.html?id=447324
(Lastet ned 12.4.2012)

Den normaliserte driftsskattesatsen (ndss) er den gjennomsnittlige driftsskattesatsen gjennom analyseperioden. For å finne normalisert driftsskattesats må jeg først finne driftsskattesatsen i hvert av årene i analysen. Driftsskatten (dss) finner jeg ved hjelp av formelen:

$$dss = \frac{\text{Normal skattekostnad} - \text{fordelt finansskatt}}{\text{Driftsresultat før skatt}}$$

Det er i utgangspunktet 28 % skatt på finansresultat, men siden skatteloven bygger på et realisasjonsprinsipp er det ikke skatt på urealiserte gevinster og tap.³⁵ I tillegg er det ikke skatt på en del realiserte gevinster, som for eksempel utbytte og aksjegevinster.³⁶ Derfor vil finansskattesatsen (fss) ligge et sted mellom 0 % og 28 %.

$$dss = \frac{NSK - FI * f_{SS_{FI}} - UFR * f_{SS_{UFR}} + FK * f_{SS_{FK}}}{DR + UDR}$$

- , der
- NSK = rapportert skattekostnad – unormal skattekostnad
 - FI = normale finansinntekter med normal skattesats $f_{SS_{FI}}$
 - UFR = unormalt finansresultat med skattesats $f_{SS_{UFR}}$
 - FK = unormale finanskostnader med normal skattesats $f_{SS_{FK}}$
 - DR = normalt driftsresultat
 - UDR = unormalt driftsresultat

Siden driftsskattesatsen varierer mye gjennom perioden velger jeg å benytte medianen som normalisert driftsskattesats. Den unormale driftsskattesatsen er differansen mellom driftsskattesatsen i perioden og den normale driftsskattesatsen.

UNORMAL DRIFTSSKATTESAT	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
dss	14,7 %	11,5 %	12,6 %	10,4 %	6,3 %	20,5 %	15,0 %
ndss	12,1 %	12,1 %	12,1 %	12,1 %	12,1 %	12,1 %	12,1 %
dss-ndss	2,7 %	-0,6 %	0,6 %	-1,7 %	-5,8 %	8,5 %	3,0 %

Figur 18 Unormal driftsskattesats 2005-2011 ('000 kr)

Figuren under viser hvordan skattekostnaden fordeles:

³⁵ <http://www.lovdata.no/all/tl-19990326-014-017.html#5-1> (Lastet ned 12.4.2012)

³⁶ <http://www.lovdata.no/all/tl-19990326-014-007.html#2-38> (Lastet ned 12.4.2012)

FORDELING AV SKATTEKOSTNAD	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Normal skattekostnad (rapportert)	54 013	33 219	84 007	38 469	59 575	73 124	30 447
Skatt på finansinntekt (-)	3 802	5 850	9 169	11 875	6 917	8 213	6 873
Skatt på finanskostnad (+)	39 014	59 644	62 912	80 213	81 297	105 489	107 263
Skatt på unormalt finansresultat (-)	(10 078)	6 348	6 206	(35 387)	53 673	(8 301)	(11 166)
Skatt på driftsresultat	99 303	80 665	131 544	142 195	80 282	178 701	142 003
Skatt på unormalt driftsresultat (-)	23 875	-	24 798	6 366	-	229	13 137
Skatt på normalt DR	75 428	80 665	106 746	135 829	80 282	178 472	128 866
Unormal skatt på normalt DR (-)	13 652	(3 981)	4 795	(21 523)	(74 486)	73 525	25 379
Normal driftsskattekostnad	61 776	84 647	101 951	157 352	154 768	104 948	103 487

Figur 19: Fordeling av skattekostnad ('000 kr)

4.4 Omgruppering av balansen for investororientert analyse

Balanseoppsettet er bygget opp på en kreditororientert måte ved at den fokuserer på likviditeten til eiendelene og forfallstiden på gjelden som er relevant ved analyse av risiko. I investororientert analyse er man interessert i verdiskapning og derfor ønsker jeg å omgruppere balansen til å fokusere på netto driftskapital.³⁷ Det er fire steg i omgrupperingen av balansen:

1. Avsatt utbytte til egenkapital
2. Klargjøre drift og finansiering i totalbalansen
3. Fra totalbalanse til sysselsatt kapital
4. Fra sysselsatt kapital til netto driftskapital

4.4.1 Avsatt utbytte til egenkapital

Etter god regnskapsskikk blir utbytte ført som kortsiktig gjeld i balansen. For eierne utgjør ikke avsatt utbytte gjeld, men egenkapital som skal tilbakebetales.³⁸ Derfor må posten flyttes fra gjeld til egenkapital. Etter IRFS blir det ikke gjort noen avsetning for foreslått utbytte, og siden Farstad benytter IFRS er det ikke nødvendig å omgruppere utbytte.

³⁷ Penman (2010) s. 291

³⁸ Kaldestad & Møller (2011) s. 145

4.4.2 Klargjøre drift og finansiering i totalbalansen

Totalbalansen kan grupperes fra en kreditororientert balanse til en investororientert balanse ved å skille klart mellom drifts- og finansieringsposter i balansen. Dette gjøres ved å dele eiendeler inn i driftsrelaterte og finansielle anleggsmidler og omløpsmidler, mens gjelden deles inn i driftsrelatert og finansiell langsiktig og kortsiktig gjeld. Rentebærende gjeld anses som finansiell gjeld, da rentebærende gjeld gjerne består av lån i bank eller obligasjonslån.³⁹

Eiendeler

Blant driftsrelaterte anleggsmidler (DAM) inngår immaterielle eiendeler, skip og kontrakter på nybygg, anleggsaksjer knyttet til datterselskaper, valuta- og rentesikringsavtaler knyttet til driften og andre langsiktige driftsrelaterte fordringer. Kundefordringer på fraktinntekter, kortsiktige valuta- og rentesikringsavtaler og andre kortsiktige driftsrelaterte fordringer anses å være driftsrelaterte omløpsmidler (DOM). Likvide midler er en blanding av driftsrelaterte og finansielle eiendeler. Siden det er vanskelig å skille ut driftslikvider, regner jeg alle likvide midler som finansielle omløpsmidler (FOM). Andre finansielle kortsiktige fordringer er også finansielle omløpsmidler.

Gjeld

Blant langsiktig driftsrelatert gjeld (LDG) inngår Farstad sine pensjonsforpliktelser, utsatt skatt, langsiktig skattegjeld og miljøfond og valuta- og rentesikringsavtaler. Leverandørgjeld, betalbar skatt, valuta- og rentesikringsavtaler og annen driftsrelatert kortsiktig gjeld inngår i kortsiktig driftsrelatert gjeld (KDG).

Langsiktig finansiell gjeld (LFG) består av finansielle leasing-forpliktelser, obligasjonslån og pantegjeld, mens kortsiktig finansiell gjeld (KFG) består av kortsiktig del av langsiktig gjeld og annen finansiell langsiktig gjeld.

4.4.3 Fra totalbalanse til sysselsatt kapital

Med sysselsatt kapital menes den kapitalen som er skutt inn av eiere og långivere, altså totalkapital trukket fra driftsrelatert gjeld. På eiendelssiden sitter man da igjen med netto

³⁹ Kaldestad & Møller (2011) s. 138

driftseiendeler og finansielle eiendeler.⁴⁰ Det å korrigere driftsrelaterte eiendeler for driftsrelatert gjeld er naturlig siden den driftsrelaterte gjelden oppstår som et resultat av driftssyklusen.

4.4.4 Fra sysselsatt kapital til netto driftskapital

Netto driftskapital er kapitalen som er investert i driften av selskapet og ikke i finansielle eiendeler.⁴¹ For å finne netto driftskapital korrigeres finansiell gjeld for finansielle eiendeler slik at man sitter igjen med netto finansiell gjeld. Tanken er at finansielle eiendeler er noe Farstad eier som ikke er nødvendig for å drive virksomheten og som således er likvider som kan benyttes til å betale ned på den finansielle gjelden.

Figuren under viser hvordan balansen er delt inn for investororientert analyse.

EIENDELER	EGENKAPITAL OG GJELD
Netto driftseiendeler	Egenkapital
	Minoritetsinteresser
	Netto finansiell gjeld

Figur 20 Investororientert balanse

4.5 Analyse av målefeil og justering

Selskapets rapportering av underliggende økonomiske forhold gjennom årsregnskapet kan inneholde målefeil.⁴² Siste ledd i regnskapsanalysen går i å analysere og justere eventuelle målefeil i regnskapet til Farstad. Målefeil kan deles inn i tre grupper:

- Målefeil av type 1 oppstår som følge av avvik mellom hva man fører som følge av god regnskapsskikk og virkelig verdi
- Målefeil av type 2 oppstår som følge av at god regnskapsskikk tillater å rapportere annet enn hovedidealet

⁴⁰ Kaldestad & Møller (2011) s. 21

⁴¹ Penman (2010) s.240

⁴² Palepu, Healy & Peek (2010) s. 147

-
- Målefeil av type 3 oppstår som følge av kreativ regnskapsføring, altså regnskapsføring utenfor god regnskapsskikk

Formålet med å justere for målefeil er at regnskapet skal reflektere den underliggende økonomiske situasjonen i virksomheten på en bedre måte. Kritikere av justering av målefeil mener at det ikke er grunnlag for å justere for målefeil, da god regnskapsskikk reflekterer underliggende økonomiske situasjon i selskapet godt nok, og at eventuelle justeringer ikke vil påvirke analysen i stor grad.⁴³

På den andre siden kan man hevde at god regnskapsskikk ikke reflekterer de underliggende økonomiske forholdene i en virksomhet godt nok ved at målefeil av type 2 og type 3 potensielt kan skape store problemer ved at de tilslører lønnsomheten i virksomheten. Dersom man lager fremtidsbudsjetter basert på et regnskap som ikke er justert for målefeil kan verdivurderingen i verste fall føre til systematisk skjeve verdierestimater ved at man budsjetterer for optimistisk eller pessimistisk.⁴⁴

4.5.1 Aktuelle justeringer

Operasjonell leasing

Operasjonell leasing er leie av driftsmidler, der den leide eiendelen holdes utenfor balansen og leiekostnaden føres som en driftskostnad i perioden. Siden leiekontrakten forplikter selskapet til å betale leie bør leiekraft klassifiseres som gjeld. Leiekostnaden bør således splittes i avskrivninger og rentekostnader.⁴⁵ Farstad har flere operasjonelle leieavtaler av kontorlokaler, kontormaskiner, biler og satellittkommunikasjonsutstyr til skipene. Ved å balanseføre leiekraften økes totalkapitalen og totalkapitalrentabiliteten reduseres.

Netto pensjonskostnader

Netto pensjonskostnader normaliseres i balansen ved at forventet avkastning på pensjonsfondet inntektsføres, mens mer- eller mindreavkastning i forhold til forventet avkastning balanseføres og periodiseres over en passende periode. For at netto pensjonskraft

⁴³ Palepu, Healy & Peek (2010) s. 179

⁴⁴ Palepu, Healy & Peek (2010) s. 179

⁴⁵ Palepu, Healy & Peek (2010) s. 154

skal være rapportert i balansen til beste estimat, bør virkningen av normaliseringen fjernes fra balansen, mens resultatvirkningen bør inkluderes i det unormale netto driftsresultatet.⁴⁶

Netto utsatt skatt

Netto utsatt skatt knytter seg til forskjeller i skattemessig og regnskapsmessig avskrivning av varige driftsmidler i Farstad. For Farstad skaper netto utsatt skattefordel en overvurdering av egenkapitalen. Denne korrigeres ved å diskontere netto utsatt skatt.

Effekt av justeringene

Figurene under viser effekten av justeringene på balansen og regnskapet til Farstad.

JUSTERINGER OPPSUMMERING	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Virkning av balanseført operasjonell leie	-	-	39 341	52 147	61 580	55 644	60 957
Virkning på driftseiendeler	-	-	39 341	52 147	61 580	55 644	60 957
Virkning av å balanseføre ikke-balanseførte pensjonskrav	3 284	(20 982)	(7 919)	50 355	51 403	74 644	114 914
Utsatt skatt ved balanseføring av operasjonell leie	-	-	4 752	6 299	7 438	6 721	7 363
Utsatt skatt ved balanseføring av netto pensjonskrav	397	(2 535)	(957)	6 083	6 209	9 017	13 881
Utsatt skatt til diskontert verdi	5 278	6 677	3 736	(14 895)	4 399	(5 252)	(7 169)
Virkning på netto driftseiendel	2 391	25 124	45 287	(13 319)	13 347	(21 957)	(54 609)
Virkning på sysselsatte eiendeler	2 391	25 124	45 287	(13 319)	13 347	(21 957)	(54 609)
Virkning på egenkapital	2 391	25 124	9 402	(60 885)	(42 823)	(72 713)	(110 210)
Virkning på balanseføring av operasjonelt leiekraft (netto)	-	-	35 885	47 566	56 170	50 756	55 602
Virkning på sysselsatt kapital	2 391	25 124	45 287	(13 319)	13 347	(21 957)	(54 609)

Figur 21 Effekt av justeringene på balansen til Farstad ('000 kr)

JUSTERING OPPSUMMERING	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Tilbakeføring av operasjonell leie	-	-	10 042	12 920	15 544	13 650	15 163
Avskrivning av balanseført leierett	-	-	10 042	9 488	11 586	8 541	11 147
Endring på driftsresultat fra egen virksomhet	-	-	-	3 432	3 958	5 109	4 016
Endring i utsatt skatt pga balanseføring av leierett	-	-	-	415	478	617	485
Virkning på netto driftsresultat fra egen virksomhet	-	-	-	3 018	3 480	4 492	3 531
Verdiendring på ikke-balanseført netto pensjonskrav	(788)	(24 266)	13 063	58 274	1 048	23 241	40 270
Endring i utsatt skatt	(95)	(2 931)	1 578	7 039	127	2 807	4 864
Virkning av utsatt skatt til diskontert verdi	(19 730)	1 398	(2 941)	(18 631)	19 294	(9 652)	(1 917)
Virkning på fullstendig netto driftsresultat	(19 037)	22 733	(14 426)	(66 848)	21 853	(25 593)	(37 792)
Rentekostnad på balanseførte leiekraft	-	-	-	3 432	3 958	5 109	4 016
Endring i utsatt skatt på balanseførte leiekraft	-	-	-	415	478	617	485
Verdiendring finansielle investeringer	-	-	-	-	-	-	-
Endring i utsatt skatt	-	-	-	-	-	-	-
Virkning av utsatt finansskatt til diskontert verdi	-	-	(1 296)	(422)	(311)	196	(175)
Verdiendring på minoritetsinteresser	-	-	-	-	-	-	-
Endring i utsatt skatt og virkning av diskontert verdi	-	-	-	-	-	-	-
Virkning på fullstendig nettoresultat til egenkapitalen	(19 037)	22 733	(15 722)	(70 287)	18 062	(29 890)	(37 498)

Figur 22 Effekt av justeringene på regnskapet til Farstad ('000 kr)

⁴⁶ Palepu, Healy & Peek (2010) s. 170

4.6 Omgruppert og justert regnskap og balanse

Figurene under viser effekten av omgrupperingene og justeringene på regnskapet og balansen til Farstad.

4.6.1 Omgruppert og justert resultatregnskap 2005-2011

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Driftsinntekter							
Fraktinntekter og andre inntekter PSV	780 189	708 768	798 754	832 785	936 352	1 022 486	1 102 842
Fraktinntekter og andre inntekter AHTS	867 345	1 223 342	1 493 982	1 978 290	2 085 159	2 120 605	2 311 137
Fraktinntekter og andre inntekter Subsea	-	-	-	132 166	215 600	180 808	164 891
Andre inntekter	6 303	8 800	25 500	15 383	20 468	3 802	6 019
<i>Sum driftsinntekter</i>	1 653 837	1 940 910	2 318 236	2 958 624	3 257 579	3 327 701	3 584 889
Driftskostnader							
Mannskapskostnader skip	509 686	584 954	702 938	789 673	926 878	1 161 855	1 389 567
Andre driftskostnader skip	253 228	256 101	305 675	350 428	421 208	582 968	559 231
Administrasjon	98 096	112 748	118 815	137 523	157 789	184 180	219 402
Avskrivning varige driftsmidler/im. eiend.	281 415	286 359	346 805	374 926	466 495	524 778	555 955
<i>Sum driftskostnader</i>	1 142 425	1 240 162	1 474 233	1 652 550	1 972 370	2 453 781	2 724 155
<i>Driftsresultat fra normal virksomhet</i>	511 412	700 748	844 003	1 306 074	1 285 209	873 920	860 734
Driftsrelatert skattekostnad (ndss*DR)	61 776	84 647	101 951	157 767	155 246	105 565	103 972
Netto driftsresultat fra normal virksomhet	449 636	616 101	742 052	1 148 307	1 129 963	768 355	756 762
Netto finansinntekt	23 353	35 937	56 324	72 943	42 491	50 450	42 220
<i>Nettoresultat til sysselsatt kapital</i>	472 989	652 038	798 376	1 221 251	1 172 454	818 806	798 982
Netto finanskostnad	(100 323)	(153 372)	(161 774)	(209 280)	(212 530)	(275 749)	(279 351)
Netto minoritetsresultat	(154)	782	(153)	(158)	(43)	-	-
Nettoresultat til egenkapitalen	372 821	497 885	636 755	1 012 129	959 967	543 056	519 631
Unormalt netto driftsresultat	176 657	49 105	(674 107)	301 424	736 264	(74 677)	(94 496)
Unormalt netto finansresultat	(61 906)	38 994	36 829	(217 801)	329 394	(50 796)	(68 765)
Fullstendig nettoresultat til egenkapitalen	487 572	585 984	(523)	1 095 752	2 025 625	417 583	356 370
Netto betalt utbytte	(195 000)	(117 000)	(117 387)	(156 000)	(195 000)	(117 000)	(156 000)
Endring i egenkapitalen	292 572	468 984	(117 910)	939 752	1 830 625	300 583	200 370

Figur 23 Omgruppert og justert resultatregnskap 2005-2011 ('000 kr)

4.6.2 Omgruppert og justert balanse 2005-2011

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Netto driftsrelaterte anleggsmidler	5 644 956	6 566 013	6 402 668	7 846 174	10 371 505	11 486 273	12 091 627
Driftsrelatert arbeidskapital	131 234	201 045	132 595	98 554	426 779	122 760	116 763
Sum netto driftseiendeler	5 776 190	6 767 058	6 535 263	7 944 728	10 798 284	11 609 033	12 208 390
Finansielle eiendeler	1 183 186	975 655	1 465 065	1 746 878	1 717 269	2 272 897	1 452 428
Sum sysselsatte eiendeler	6 959 376	7 742 713	8 000 328	9 691 606	12 515 553	13 881 930	13 660 818
Egenkapital	3 087 623	3 556 607	3 438 695	4 378 447	6 209 072	6 509 655	6 710 025
Minoritetsinteresser	791	2 229	814	656	-	-	-
Finansiell gjeld	3 870 962	4 183 877	4 560 819	5 312 503	6 306 481	7 372 275	6 950 793
Sum sysselsatt kapital	6 959 376	7 742 713	8 000 328	9 691 606	12 515 553	13 881 930	13 660 818

Figur 24 Omgruppert og justert balanse med fokus på sysselsatt kapital 2005-2011 ('000 kr)

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Netto driftsrelaterte anleggsmidler	5 644 956	6 566 013	6 402 668	7 846 174	10 371 505	11 486 273	12 091 627
Driftsrelatert arbeidskapital	131 234	201 045	132 595	98 554	426 779	122 760	116 763
Sum netto driftseiendeler	5 776 190	6 767 058	6 535 263	7 944 728	10 798 284	11 609 033	12 208 390
Egenkapital	3 087 623	3 556 607	3 438 695	4 378 447	6 209 072	6 509 655	6 710 025
Minoritetsinteresser	791	2 229	814	656	-	-	-
Netto finansiell gjeld	2 687 776	3 208 222	3 095 754	3 565 625	4 589 212	5 099 378	5 498 365
Sum netto driftskapital	5 776 190	6 767 058	6 535 263	7 944 728	10 798 284	11 609 033	12 208 390

*Figur 25 Omgruppert og justert balanse med fokus på netto driftskapital
2005-2011 ('000 kr)*

5. Analyse av kredittrisiko

Som jeg vil komme tilbake til i kapittel 6, er avkastningskravet en viktig del av en verdsettelse. Avkastningskravet er et vektet snitt av den avkastningen egenkapitalinvestorene og kreditorene krever fra selskapet.⁴⁷ Analyse av kredittrisiko vil gi en indikasjon på Farstad sin finansielle stabilitet per 31.12.2011, som legger grunnlaget for beregningen av avkastningskravet. Jeg benytter de omgrupperte og justerte regnskapstallene i de ulike analysene.

Risikoen ved en egenkapitalinvestering består av to typer risiko, systematisk risiko (markedsrisiko) og usystematisk risiko (selskapsspesifikk risiko).⁴⁸ For en veldiversifisert investor er det kun markedsrisikoen som er relevant, men for en investor som ikke er like godt diversifisert vil selskapsspesifikk risiko være relevant og ha betydning for det avkastningskravet investoren har på sin investering.

For banker og andre kredittinstitusjoner vil selskapsspesifikk risiko alltid være en relevant risiko, da den gir en indikasjon på selskapets risiko for helt eller delvis å misligholde lån.⁴⁹ Basert på analyse av kredittrisiko legger kreditorene et påslag på den risikofrie renten for å dekke inn forventede kostnader i forbindelse med utlån til selskapet.

Man kan dele analysen av kredittrisikoen til Farstad inn i likviditetsanalyse og soliditetsanalyse. Likviditetsanalysen fokuserer på kortsiktig kredittrisiko og om selskapet har nok likvide midler til å dekke krav som forfaller løpende i den daglige driften. Soliditetsanalysen fokuserer på langsiktig kredittrisiko og om selskapet er finansiert slik at det har en solid buffer mot tap over en lengre periode.⁵⁰ Basert på analysen av kredittrisikoen til Farstad kan det lages en syntetisk rating som vil legge grunnlag for prising av risikoen i selskapet.

⁴⁷ Brealey, Myers & Allen (2008) s. 242

⁴⁸ Kaldestad & Møller (2011) s. 107

⁴⁹ Kaldestad & Møller (2011) s. 273

⁵⁰ Penman (2010) s. 700

For å kunne si noe om Farstad sin posisjon i forhold til bransjen sammenliknes nøkkeltallene med det verdivektede bransjegjennomsnittet. Det er norske, børsnoterte rederier som inkluderes i bransjegjennomsnittet, nemlig DOF, Solstad Offshore og Havila i tillegg til Farstad.

5.1 Likviditetsanalyse

Formålet med likviditetsanalysen er å avdekke likviditetsrisikoen til Farstad, altså om det er sannsynlig at Farstad kommer i en likviditetsskvis og ikke er i stand til å betale krav etter hvert som de forfaller til betaling. For å analysere likviditetsrisikoen benytter jeg nøkkeltallene likviditetsgrad 1 (LG1), likviditetsgrad 2 (LG2) og rentedekningsgrad (RDG).

5.1.1 Lividitetsgrad 1 og 2

Både likviditetsgrad 1 og 2 analyserer den kortsiktige gjeldsdekningen i balansen ved å se på forholdet mellom omløpsmidler og kortsiktig gjeld i Farstad.⁵¹

$$LG1 = \frac{DOM + FOM}{KG} \qquad LG2 = \frac{FOM}{KG}$$

, der

DOM = driftsrelaterte omløpsmidler

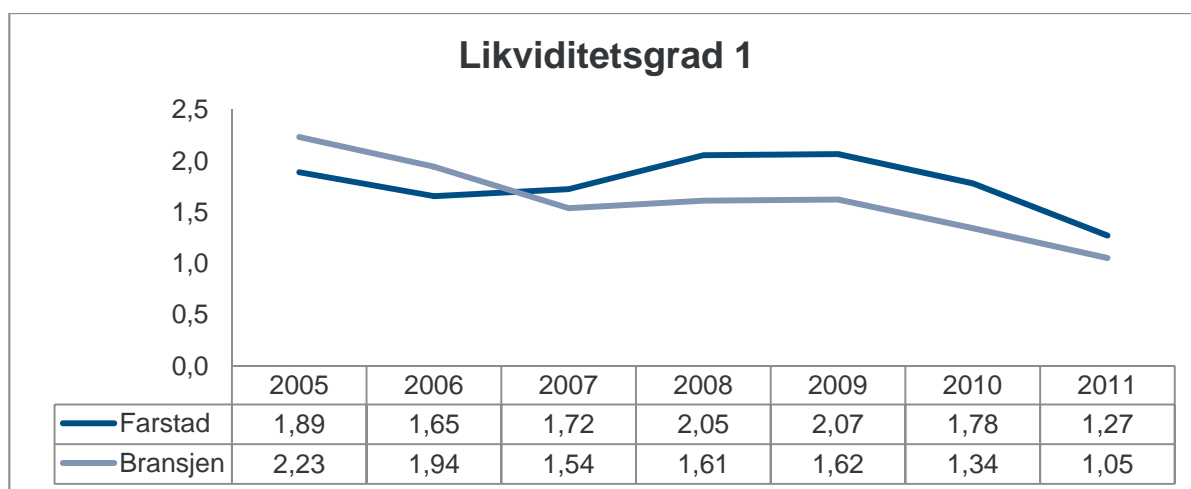
FOM = finansielle omløpsmidler

KG = kortsiktig gjeld

Likviditetsgrad 1 inkluderer alle omløpsmidler, både driftsrelaterte og finansielle, og indikerer i hvor stor grad den kortsiktige gjelden kan dekkes av omløpsmidler. En tradisjonell tommelfingerregel er at likviditetsgrad 1 må være over 1,5 for å kunne kalles god, men det beste sammenlikningsgrunnlaget er bransjegjennomsnittet.⁵² Dersom likviditetsgrad 1 ligger under 1 betyr det at selskapet ikke har nok likvide midler til å dekke kortsiktig gjeld.

⁵¹ Penman (2010) s. 701

⁵² <http://www.forvalt.no/Ordbok/L> (Lastet ned 14.5.2012)

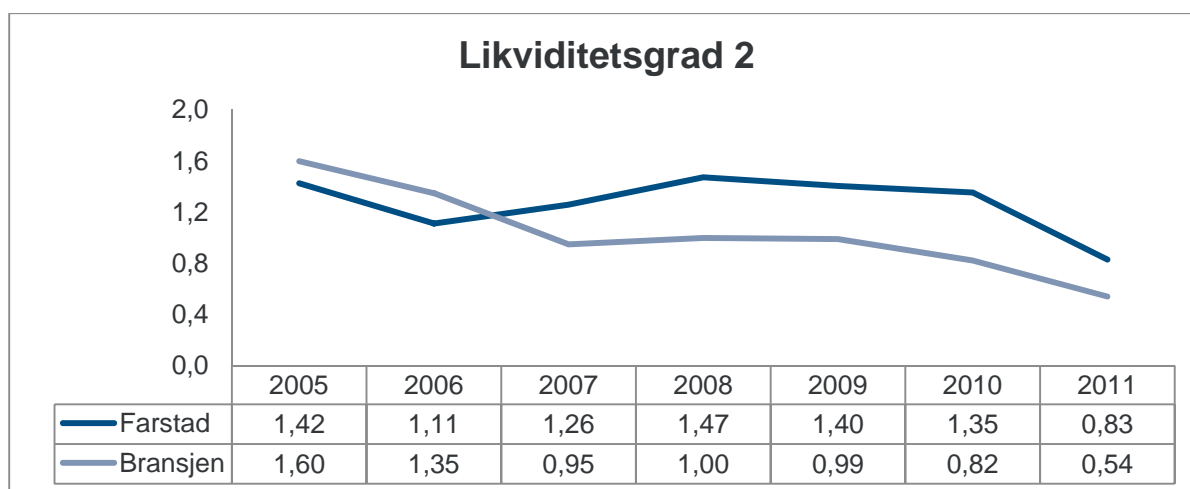


Figur 26 Likviditetsgrad 1 for Farstad og bransjen

Figuren over viser at likviditetsgrad 1 for Farstad og bransjen har ligget over 1,5 de siste årene, med unntak av 2011 for Farstad og 2010 og 2011 for bransjen. Det at trenden er negativ kan bety at likviditetsrisikoen i bransjen øker, noe som kan være et resultat av nedgangskonjunkturen bransjen har vært i de siste årene. Farstad har ligget over bransjesnittet siden 2007, så i forhold til bransjen er likviditetsgraden relativt god. Likviditetsgrad 1 ligger over 1 for både Farstad og bransjen gjennom hele perioden, så selskapene har hatt nok likvide midler til å dekke sine kortsiktige forpliktelser. En likviditetsgrad over 1 regnes gjerne som tilfredsstillende.

Likviditetsgrad 2 inkluderer kun de mest likvide omløpsmidlene som er de finansielle omløpsmidlene, og indikerer i hvor stor grad den kortsiktige gjelden kan dekkes av disse.⁵³ En tradisjonell tommelfingerregel er at denne bør ligge over 1 for å kunne kalles god, men igjen er bransjesnittet det beste sammenlikningsgrunnlaget.

⁵³ Penman (2010) s. 701



Figur 27 Likviditetsgrad 2 for Farstad og bransjen

På samme måte som for likviditetsgrad 1 har likviditetsgrad 2 vært preget av en negativ trend de siste årene. Farstad sin likviditetsgrad 2 har ligget over bransjesnittet siden 2007, så likviditetsgraden er relative god i forhold til resten av bransjen. Selv om likviditetsgrad 2 har sunket under 1 i 2011 for Farstad er den fremdeles å regne som tilfredsstillende, mens bransjens likviditetsgrad det siste året regnes som svak.

5.1.2 Rentedeckningsgrad

Rentedekningsgraden ser på gjeldsdekningen gjennom nettoresultatet, altså i hvor stor grad nettoresultatet til sysselsatt kapital dekker netto finanskostnader.⁵⁴

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

, der

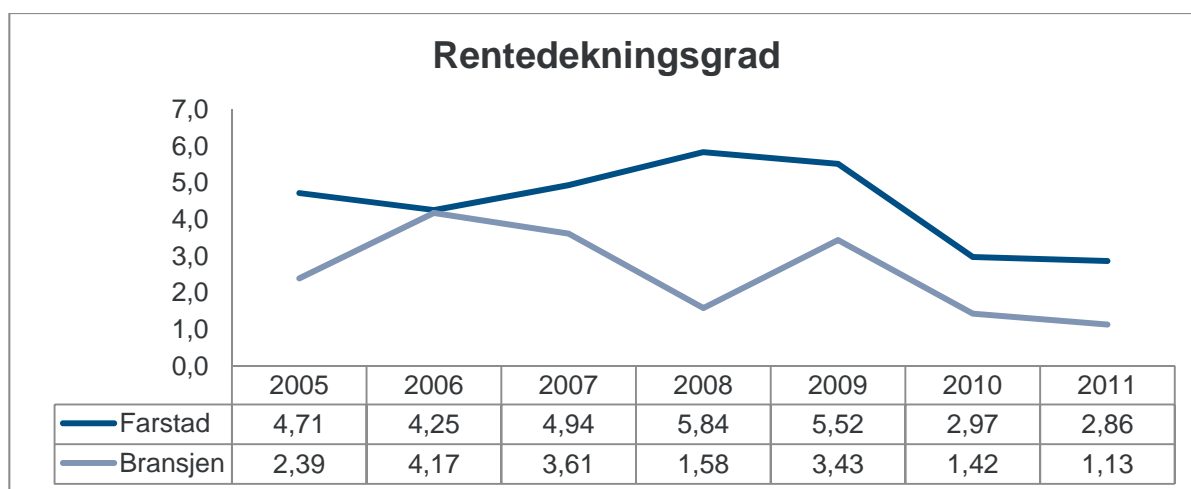
NDR = netto driftsresultat fra normal virksomhet

NFI = netto finansinntekter

NFK = netto finanskostnader

Rentedekningsgraden viser altså selskapets evne til å betale renter. En tradisjonell tommelfingerregel er at rentedeckningsgraden ikke bør ligge under 2 for å kunne kalles god, men som for de to likviditetsgradene er bransjesnittet det beste sammenlikningsgrunnlaget.

⁵⁴ Koller, Goedhart & Wessels (2010) s. 180



Figur 28 Rentedekningsgrad for Farstad og bransjen

Utviklingen i rentedekningsgraden har også vært negativ i perioden, men i mindre grad enn likviditetsgradene. Rentedekningsgraden til Farstad ligger over bransjesnittet gjennom hele perioden og regnes som god. Rentedekningsgraden til bransjen har variert betydelig i perioden, men selv om rentedekningsgraden til bransjen er under 2 i 2011 er den fremdeles tilfredsstillende.

5.1.3 Oppsummering likviditetsanalyse

Farstad har bedre nøkkeltall for likviditet enn bransjen per 31.12.2011. Farstad sin likviditetsgrad 1 er 1,27 mot bransjens 1,05. Med unntak av det siste året har Farstad kunnet dekke kortsiktig gjeld med finansielle omløpsmidler, og basert på likviditetsgradene fremstår Farstad sin likviditet som tilfredsstillende. Rentedekningsgraden til Farstad er også bedre enn bransjens, noe som vil si at Farstad sin evne til å betale renter er bedre enn bransjesnittet. Dette er med på å redusere den kortsiktige kredittrisikoen. Selv om likviditetsgradene og rentedekningsgraden har utviklet seg negativt de siste årene, kan dette ha sammenheng med den tøffe markedssituasjonen Farstad og bransjen har vært i siden 2009. Siden bransjen er konjunkturutsatt, er det forventet at forholdstallene vil stige når markedet for offshore servicefartøy tar seg opp igjen. Samlet sett virker den kortsiktige likviditetsrisikoen lav.

5.2 Soliditetsanalyse

Formålet med soliditetsanalyse er å avdekke soliditetsrisikoen til Farstad, det vil si i hvor stor grad Farstad evner å stå mot fremtidige tap.⁵⁵ For å analysere soliditetsrisikoen ser jeg på egenkapitalandelen til Farstad, netto driftsrentabilitet (*ndr*) og en statisk finansieringsmatrise. Netto driftsrentabilitet beskriver lønnsomheten til Farstad, da god lønnsomhet er med på å styrke soliditeten i selskapet. En statisk finansieringsmatrise er et nyttig verktøy for å se på eventuelle forskjeller mellom finansieringsstrukturen til Farstad og bransjen.

5.2.1 Egenkapitalandel

Egenkapitalandelen ser på forholdet mellom egenkapital og total kapital i Farstad.

$$EK\text{-andel} = \frac{EK}{TK}$$

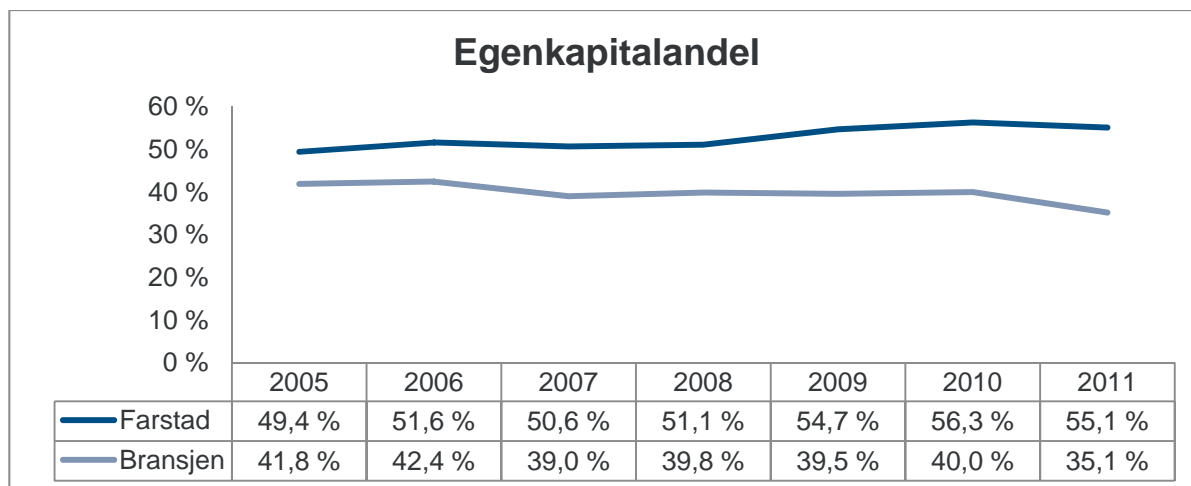
, der

EK = egenkapital i selskapet inkludert minoritetsinteresser

TK = total kapital

Egenkapitalen til Farstad fungerer som en buffer mot fremtidige tap siden tap føres mot egenkapitalen. På den måten beskytter egenkapitalen kreditorer mot tap og jo høyere egenkapitalandel, jo bedre er kreditorene beskyttet.

⁵⁵ Penman (2010) s. 702



Figur 29 Egenkapitalandel for Farstad og bransjen

Farstad sin egenkapitalandel ligger over bransjesnittet gjennom hele perioden og har i motsetning til bransjesnittet en svak, positiv utvikling. En egenkapitalandel på over 50 % er regnet for å være god, og Farstad ligger mot slutten av perioden godt over dette nivået. Farstad har en betydelig høyere egenkapitalandel enn bransjen, noe som også er positivt for selskapet fra et soliditetssynspunkt.

5.2.2 Netto driftsrentabilitet

Nøkkeltallet netto driftsrentabilitet måler avkastningen på netto driftskapital i Farstad og gir dermed et mål på lønnsomheten.⁵⁶

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

, der

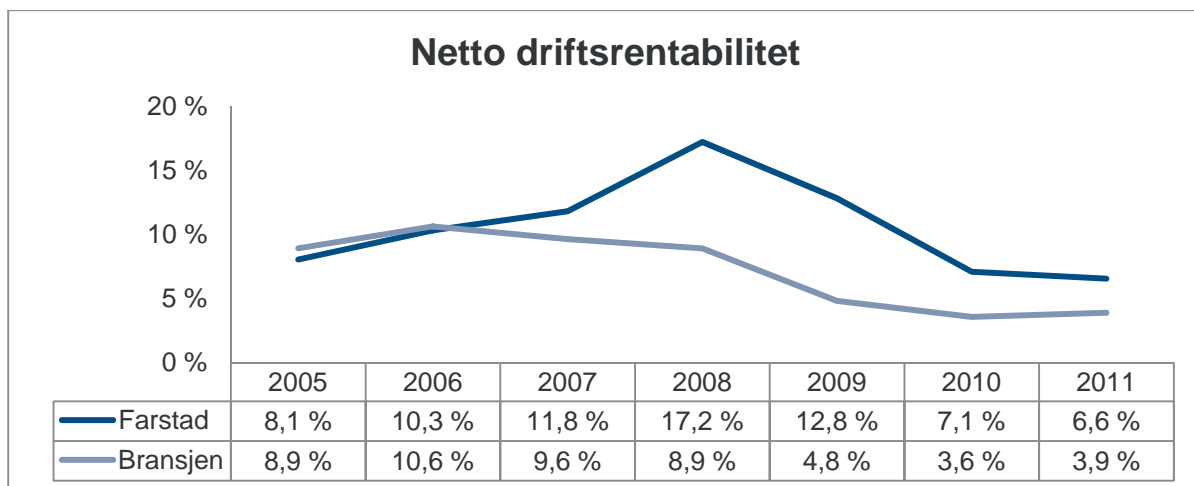
ndr = netto driftsrentabilitet

NDR = netto driftsresultat

NDK = netto driftskapital

Mål på lønnsomheten er relevant i en soliditetsanalyse siden god lønnsomhet er med på å styrke soliditeten, mens tap tærer på egenkapitalen.

⁵⁶ Palepu, Healy & Peek (2010) s. 209



Figur 30 Netto driftsrentabilitet for Farstad og bransjen

Farstad sin netto driftsrentabilitet har ligget over bransjegjennomsnittet siden 2007. Både bransjesnittet og Farstad sin rentabilitet bærer preg av å være konjunkturutsatt, med klart lavere netto driftsrentabilitet i nedgangskonjunktur enn i oppgangskonjunktur.

5.2.3 Statisk finansieringsmatrise

En statisk finansieringsmatrise er en måte å vise kapitalstrukturen i et selskap på et gitt tidspunkt. Hensikten er å illustrere hvor risikabel finansieringen av selskapet er, ved å liste opp eiendelene etter hvor likvide de er og kapitalen etter hvor risikabel den er.⁵⁷ Driftsrelaterte anleggsmidler er minst likvide, mens finansielle omløpsmidler er mest likvide. Blant kapitalen er egenkapitalen minst risikabel, mens kortsiktig finansiell gjeld er mest risikabel. Jo tidligere det skraverte området når bunnen av matrisen, jo mindre risikabel er finansieringen, ved at en større andel av eiendelene er finansiert ved bruk av egenkapital.

	EK	MI	LDG	LFG	KDG	KFG	TE
DAM	6 710 025	-	218 745	5 381 602			12 310 371
FAM				-			-
DOM				474 049	300 701		774 750
FOM					357 286	1 095 142	1 452 428
TK	6 710 025	-	218 745	5 855 651	657 987	1 095 142	14 537 549

Figur 31 Farstad sin finansiering per 31.12.2011 ('000 kr)

⁵⁷ Knivsflå (2011) forelesning 14

	EK	MI	LDG	LFG	KDG	KFG	TE
DAM	54,5 %	0,0 %	1,8 %	43,7 %			84,7 %
FAM				0,0 %			0,0 %
DOM				61,2 %	38,8 %		5,3 %
FOM					24,6 %	75,4 %	10,0 %
TK	46,2 %	0,0 %	1,5 %	40,3 %	4,5 %	7,5 %	100,0 %

Figur 32 Farstad sin finansiering per 31.12.2011 (%)

Farstad sine driftsrelaterte anleggsmidler finansieres hovedsakelig av egenkapital, men også av langsiktig driftsrelatert gjeld og langsiktig finansiell gjeld. Det finnes ingen finansielle anleggsmidler i selskapet. Driftsrelaterte omløpsmidler er hovedsakelig finansiert med langsiktig finansiell gjeld, men også med kortsiktig driftsrelatert gjeld. Finansielle omløpsmidler er hovedsakelig finansiert med kortsiktig finansiell gjeld, men også med noe kortsiktig driftsrelatert gjeld.

Kortsiktig gjeld utgjør totalt 12 % av kapitalen til Farstad, mens 41,8 % av eiendelene finansieres ved hjelp av langsiktig gjeld. Lite kortsiktig gjeld er positivt for soliditeten til Farstad, siden det er den mest risikable gjeldsformen.

	EK	MI	LDG	LFG	KDG	KFG	TE
DAM	32,6 %	0,0 %	1,3 %	66,1 %			87,3 %
FAM				0,0 %			0,0 %
DOM				9,9 %	37,5 %	52,5 %	6,2 %
FOM						100,0 %	6,5 %
TK	28,5 %	0,0 %	1,1 %	58,3 %	2,3 %	9,8 %	100,0 %

Figur 33 Bransjens finansiering per 31.12.2011 (%)

Nivået på kortsiktig gjeld i bransjen er det samme som for Farstad, men en større andel av de driftsrelaterte anleggsmidlene finansieres med langsiktig finansiell gjeld i bransjen enn i Farstad. Dette henger sammen med at bransjens egenkapitalandel er lavere enn Farstad sin. Totalt sett fremstår finansieringen av bransjen som mer risikabel enn finansieringen av Farstad.

5.2.4 Oppsummering soliditetsanalyse

Farstad er mer solid enn bransjen med en egenkapitalandel på 46,2 % per 31.12.2011, mot bransjens egenkapitalandel på 28,5 %. Lønnsomheten fra driften er også bedre i Farstad enn i bransjen, og finansieringen fremstår som mindre risikabel. Også soliditeten ser ut til å være påvirket av konjunktursvingningene bransjen er utsatt for. Fra de analysene som er gjort her, kan det virke som at Farstad har vært flinkere enn bransjen til å posisjonere seg i forhold til

markedssituasjonen for å opprettholde soliditeten også i nedgangstider. Samlet sett virker det som soliditetsrisikoen til Farstad er lav.

5.3 Syntetisk rating

Det finnes flere ratingbyråer som spesialiserer seg på å klassifisere kredittrisiko i selskaper ved at de vurderer risikoen for at selskapet går konkurs ett år frem i tid. Selv om Farstad ikke blir ratet, kan jeg basert på de fire forholdstallene jeg har funnet over gjennomføre en syntetisk rating. De fire forholdstallene vil gi en indikasjon på ratingen, og sammen med en vurdering av risikoen kan jeg beregne en endelig rating.

Ratinger er et nyttig verktøy for kreditorer da kredittrisikoen bestemmer påslaget på risikofri rente kreditoren vil ta ved utlån til selskapet. Å plassere Farstad i riktig kredittrisikoklasse vil være viktig for den videre beregningen av kreditorenes krav.

Den syntetiske ratingen er basert på Standard & Poor's (S&P) sin metode for rating av kredittrisiko basert på historiske forholdstall.⁵⁸

Rating	Liquiditetsgrad 1	Rentedekningsgrad	Egenkapitalandel	Netto driftsrentabilitet	Årlig konkursrisiko	Påslag (langsitig gjeld)
AAA	11,600 8,900	16,900 11,600	0,940 0,895	0,350 0,308	0,0000	0,007
AA	6,200 4,600	6,300 4,825	0,850 0,755	0,266 0,216	0,0002	0,009
A	3,000 2,350	3,350 2,755	0,660 0,550	0,166 0,131	0,0008	0,011
BBB	1,700 1,450	2,160 1,690	0,440 0,380	0,096 0,082	0,0026	0,015
BB	1,200 1,050	1,220 1,060	0,320 0,270	0,068 0,054	0,0097	0,032
B	0,900 0,750	0,900 0,485	0,220 0,175	0,040 0,026	0,0493	0,045
CCC	0,600 0,550	0,070 -0,345	0,130 0,105	0,012 -0,002	0,1261	0,084
CC	0,500 0,450	-0,760 -1,170	0,080 0,030	-0,016 -0,030	0,2796	0,150
C	0,400 0,350	-1,580 -1,995	-0,020 -0,100	-0,044 -0,058	0,5099	0,215
D	0,300	-2,410	-0,180	-0,072	0,8554	0,281

Figur 34 Syntetisk rating basert på historiske nøkkeltall

⁵⁸ Knivsflå (2011) forelesning 14

På bakgrunn av forholdstallene som er beregnet og tabellen over er det mulig å lage en syntetisk rating av Farstad.

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	Snitt
Likviditetsgrad 1	1,89 BBB	1,65 BBB	1,72 BBB	2,05 BBB	2,07 BBB	1,78 BBB	1,27 BB	1,78 BBB
Rentedekningsgrad	4,71 A	4,25 A	4,94 AA	5,84 AA	5,52 AA	2,97 A	2,86 A	4,44 A
EK-andel	49,4 % BBB	51,6 % BBB	50,6 % BBB	51,1 % BBB	54,7 % BBB	56,3 % A	55,1 % A	0,53 BBB
Netto driftsrentabilitet	8,1 % BB	10,3 % BBB	11,8 % BBB	17,2 % A	12,8 % BBB	7,1 % BB	6,6 % BB	0,11 BBB
Syntetisk rating	BBB	BBB	BBB+	A	BBB+	BBB	BBB	BBB
Årlig konkurssannsynlighet (p)	0,0026	0,0026	0,0026	0,0008	0,0026	0,0026	0,0026	0,0026
Rentepåslag (langsigtig gjeld)	0,015	0,015	0,015	0,011	0,015	0,015	0,015	0,015

Figur 35 Syntetisk rating av Farstad basert på historiske nøkkeltall

Den syntetiske ratingen av Farstad viser at selskapet rates BBB eller bedre gjennom hele perioden, i gjennomsnitt er Farstad sin rating BBB. Denne ratingen tilsvarer en konkurssannsynlighet på 0,26 % og et rentepåslag på risikofri rente på 1,5 prosentpoeng, som jeg vil benytte i utregningen av avkastningskravet. Resultatet av den syntetiske ratingen underbygger de resultatene jeg har kommet frem til under likviditetsanalysen og soliditetsanalysen om at Farstad er et solid selskap med lav kredittrisiko.

6. Avkastningskrav

Avkastningskravet er en av de viktigste faktorene ved en verdivurdering og lønnsomhetsanalyse. Avkastningskravet uttrykker den avkastningen en investor kunne oppnådd ved å investere kapitalen på en annen måte, men med samme risiko. Avkastningskravet er dermed investorens oppfatning av hvilken avkastning prosjektet må ha for at lønnsomheten skal vurderes som tilfredsstillende.⁵⁹

Avkastningskravet til totalkapitalen (WACC) beregnes som et vektet gjennomsnitt av avkastningskravet til egenkapitalen og avkastningskravet til gjelden, eller gjeldskapitalkostnaden. Vanlig praksis for å beregne avkastningskravet til egenkapitalen er å benytte kapitalverdimodellen (CAPM) der avkastningskravet er en funksjon av markedets risikopremie, den risikofrie renten og egenkapitalbetaen. Avkastningskravet til gjelden reflekterer den prisen Farstad må betale for sin rentebærende gjeld og er en funksjon av den risikofrie renten og en risikopremie.

6.1 Egenkapitalkrav

6.1.1 Kapitalverdimodellen

Vanlig praksis for å beregne det relevante avkastningskravet for en egenkapitalinvestering er å benytte kapitalverdimodellen. Kapitalverdimodellen bygger på at en veldiversifisert investor kun er interessert i og ønsker å bli kompensert for den systematiske risikoen han eller hun utsettes for og tar således ikke høyde for selskapsspesifikk risiko.⁶⁰

$$CAPM: k_{EK} = r_f + \beta_{EK}(r_m - r_f)$$

, der

k_{EK} = avkastningskravet på egenkapitalen

r_f = risikofri rente

β_{EK} = egenkapitalbetaen

⁵⁹ Brealey, Myers & Allen (2008) s. 239

⁶⁰ Bodie, Kane & Marcus (2008) s.300

r_m = forventet markedsavkastning

Risikofri rente

Som en tilnærming på risikofri rente benyttes gjerne 3 måneders NIBOR. Siden NIBOR er en interbankrente vil den inneholde noe motpartsrisiko, så for å få et best mulig estimat på risikofri rente trekker jeg fra en risikopremie som er satt til 15 % av NIBOR.⁶¹ For å kunne sammenlikne avkastningskravet med egenkapitalrentabiliteten som beregnes i kapittel 7 Lønnsomhetsanalyse, må jeg justere den risikofrie renten for skatt.

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	05-11
3m NIBOR	0,023	0,032	0,051	0,065	0,025	0,026	0,030	0,036
Risikopremie (15 %)	0,003	0,005	0,008	0,010	0,004	0,004	0,004	0,005
Risikofri rente før skatt	0,019	0,027	0,044	0,055	0,021	0,022	0,025	0,030
Skatt (28 %)	0,005	0,008	0,012	0,015	0,006	0,006	0,007	0,009
Risikofri rente etter skatt	0,014	0,019	0,031	0,040	0,015	0,016	0,018	0,022

Figur 36 Risikofri rente etter skatt i analyseperioden

Markedspremie

Markedspremien er den meravkastningen investorer i aksjemarkedet forventer å få utover den risikofrie renten.⁶² Ettersom markedspremien bør være fremtidsrettet, kan man ikke observere premien direkte i markedet, men man kan estimere den med basis i historiske data og forutsetninger om fremtiden.

$$mp = (r_m - r_f)$$

, der

mp = markedspremien

r_m = forventet markedsavkastning

r_f = risikofri rente

Det er gjort ulike beregninger av historisk risikopremie i Norge, og i perioden 1900-2009 var den gjennomsnittlige risikopremien 5,3 % etter skatt.⁶³ Det finnes argumenter som tilsier at premien fremover vil være lavere enn historisk, blant annet som følge av økte

⁶¹ Knivsfå, (2011) forelesning 16

⁶² Bodie, Kane & Marcus (2008) s.300

⁶³ Johnsen (2010) forelesning 1

diversifikasjonsmuligheter, bedret likviditet og bortfall av transaksjonskostnader. I praksis er det vanlig å legge til grunn en risikopremie mellom 4 % og 6 %.⁶⁴ Jeg velger her å legge til grunn en risikopremie etter skatt på 5 %.

Egenkapitalbeta

Egenkapitalbetaen er et mål på den systematiske risikoen som følger en investering i et selskap, altså aksjens risiko relativt til markedet. Markedet representeres ved en indeks. Ved beregning av beta bør man bruke en lengre tidsserie og månedlige observasjoner for å redusere standardavviket og øke påliteligheten til betaberegningen.⁶⁵ Her har jeg valgt å måle Farstad mot MSCI World Index, da jeg antar at investoren er globalt diversifisert. For å beregne beta har jeg tatt utgangspunkt i månedlige kursdata for Farstad og MSCI World Index fra 2005.

Basert på regresjonsanalyse av avkastningen til Farstad og MSCI World Index beregnes betaverdien til 0,728. Jeg benytter Merrill-Lynch-justering av betaen for å ta hensyn til at beta konvergerer mot 1 over tid.⁶⁶

$$\beta_{EK^*} = \left(\frac{2}{3}\right) * \beta_{EK} + \left(\frac{1}{3}\right) * 1$$

$$\beta_{EK^*} = 0,818 = \left(\frac{2}{3}\right) * 0,728 + \left(\frac{1}{3}\right) * 1$$

⁶⁴ Kaldestad & Møller (2011) s. 118

⁶⁵ Kaldestad & Møller (2011) s. 111-114

⁶⁶ Bodie, Kane & Marcus (2008) s. 282-284

6.1.2 Historisk egenkapitalkrav

Det gjennomsnittlige avkastningskravet til egenkapitalen i perioden 2005-2011 finner jeg ved å benytte CAPM.

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	05-11
3m NIBOR	0,023	0,032	0,051	0,065	0,025	0,026	0,030	0,036
Risikopremie (15 %)	0,003	0,005	0,008	0,010	0,004	0,004	0,004	0,005
Risikofri rente før skatt	0,019	0,027	0,044	0,055	0,021	0,022	0,025	0,030
Skatt (28 %)	0,005	0,008	0,012	0,015	0,006	0,006	0,007	0,009
Risikofri rente etter skatt	0,014	0,019	0,031	0,040	0,015	0,016	0,018	0,022
Justert beta	?	?	?	?	?	?	?	0,818
Risikopremie etter skatt	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050
Egenkapitalkrav	?	?	?	?	?	?	?	0,063

Figur 37 Farstads gjennomsnittlige egenkapitalkrav 2005-2011

For å kunne finne historisk avkastningskrav til egenkapitalen for hvert år trenger jeg justert beta for hvert enkelt år. Dette kan jeg finne ved å gå veien om beta til netto driftskapital som er et mål på selskapsbetaen. Det forutsettes at betaen er lik for egenkapitalinvestorer og minoritetsinteressenter.

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

, der

β_{NDK} = beta til netto driftskapital

β_{EK} = beta til egenkapital

EK = egenkapital

MI = minoritetsinteressenter

NDK = netto driftskapital

β_{NFG} = beta til netto finansiell gjeld

NFG = netto finansiell gjeld

For å finne beta til netto driftskapital må man først finne beta til netto finansiell gjeld i tillegg til den justerte egenkapitalbetaen.

Beta til netto finansiell gjeld

Beta til netto finansiell gjeld finner man ved å vekte beta til finansiell gjeld og beta til finansielle eiendeler.

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

, der

β_{NFG} = beta til netto finansiell gjeld

β_{FG} = beta til finansiell gjeld

FG = finansiell gjeld

NFG = netto finansiell gjeld

β_{FE} = beta til finansielle eiendeler

FE = finansielle eiendeler

Basert på den risikofrie renten og rentepåslaget som følger av den syntetiske ratingen i kapittel 5.3, kan man implisitt finne beta til finansiell gjeld.

$$k_d = r_f + \beta_{FG} * (r_m - r_f)$$

$$k_d = r_f + rp$$

$$\beta_{FG} = \frac{rp}{(r_m - r_f)}$$

, der

k_d = krav til nominell avkastning etter skatt på finansiell gjeld

r_f = risikofri rente

β_{FG} = beta til finansiell gjeld

r_m = forventet markedsavkastning

rp = rentepåslag

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	05-11
Rentepåslag	0,015	0,015	0,015	0,011	0,015	0,015	0,015	0,014
Markedspremie	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050
Finansiell gjeldsbeta	0,300	0,300	0,300	0,220	0,300	0,300	0,300	0,289

Figur 38 Finansiell gjeldsbeta 2005-2011

Den gjennomsnittlige finansielle gjeldsbetaen i perioden har vært på 0,289, men man må også finne beta til finansielle eiendeler for å kunne beregne beta til netto finansiell gjeld. Finansielle eiendeler består av kontanter, fordringer og investeringer og beta til finansielle

eiendeler er derfor avhengig av betaen til disse ulike eiendelene. Siden beta til kontanter er lik null, vil beta til finansielle eiendeler beregnes ved følgende formel:

$$\beta_{FE} = \frac{\beta_{INV} * INV + \beta_{FOR} * FOR}{FE}$$

, der

β_{FE} = beta til finansielle eiendeler

β_{INV} = beta til investeringer

INV = investeringer

β_{FOR} = beta til fordringer

FOR = fordringer

FE = finansielle eiendeler

Jeg forutsetter at beta til investeringer er én, mens beta til fordringer beregnes ut fra markedspremien og rentepåslaget som følger den syntetiske ratingen i kapittel 5.3.

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	05-11
Rating fordringer	BBB	BBB	BBB	A	BBB+	BBB	BBB	BBB
Lang kreditrisikopremie	0,015	0,015	0,015	0,011	0,015	0,015	0,015	0,014
Langtillegg	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005
Kort kreditrisikopremie	0,010	0,010	0,010	0,006	0,010	0,010	0,010	0,009
Markedspremie	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050
Fordringsbeta	0,200	0,200	0,200	0,120	0,200	0,200	0,200	0,189
Kontantbeta	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Kontantvekt	0,781	0,752	0,727	0,751	0,795	0,845	0,865	0,788
Fordringsbeta	0,200	0,200	0,200	0,120	0,200	0,200	0,200	0,189
Fordringsvekt	0,003	0,003	0,003	0,002	0,002	0,002	0,002	0,002
Investeringsbeta	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
Investeringsvekt	0,216	0,245	0,271	0,247	0,203	0,153	0,133	0,210
Finansiell eiendelsbeta	0,217	0,246	0,271	0,247	0,204	0,153	0,133	0,210

Figur 39 Finansiell eiendelsbeta 2005-2011

Ved hjelp av finansiell gjeldsbeta og finansiell eiendelsbeta og vektingen av disse er det nå mulig å finne beta til netto finansiell gjeld.

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	05-11
Finansiell gjeldsbeta	0,300	0,300	0,300	0,220	0,300	0,300	0,300	0,289
Vekt finansiell gjeld	1,304	1,366	1,387	1,482	1,425	1,412	1,352	1,390
Finansiell eiendelsbeta	0,217	0,246	0,271	0,247	0,204	0,153	0,133	0,210
Vekt finansielle eiendeler	0,304	0,366	0,387	0,482	0,425	0,412	0,352	0,390
Beta til netto finansiell gjeld	0,325	0,320	0,311	0,207	0,341	0,360	0,359	0,318

Figur 40 Beta til netto finansiell gjeld 2005-2011

Beta til netto driftskapital

Beta til netto driftskapital er et estimat på selskapsbetaen til Farstad. Ved hjelp av gjennomsnittlig beta til netto finansiell gjeld og til egenkapital i perioden er det mulig å finne en gjennomsnittlig beta til netto driftskapital. Dersom man tar utgangspunkt i Miller og Modiglianis første teorem⁶⁷ om at verdien at et selskap er uavhengig av hvordan det er finansiert, kan man argumentere for at beta til netto driftskapital skal være lik i hele perioden og uavhengig av endringer i egenkapitalandelen i Farstad. Forutsatt at beta til netto driftskapital er konstant kan jeg nå finne beta til egenkapitalen for hvert år i perioden.

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	05-11
Beta til egenkapital	0,843	0,827	0,844	0,940	0,780	0,753	0,763	0,818
Vekt egenkapital	0,494	0,516	0,506	0,511	0,547	0,563	0,551	0,527
Beta til netto finansiell gjeld	0,325	0,320	0,311	0,207	0,341	0,360	0,359	0,318
Vekt netto finansiell gjeld	0,506	0,484	0,494	0,489	0,453	0,437	0,449	0,473
Beta til netto driftskapital	0,581	0,581	0,581	0,581	0,581	0,581	0,581	0,581

Figur 41 Beta til netto driftskapital 2005-2011

Når egenkapitalbetaen er kjent, er det mulig å beregne historisk egenkapitalkrav for Farstad i perioden 2005-2011.

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	05-11
3m NIBOR	0,023	0,032	0,051	0,065	0,025	0,026	0,030	0,036
Risikopremie (15 %)	0,003	0,005	0,008	0,010	0,004	0,004	0,004	0,005
Risikofri rente før skatt	0,019	0,027	0,044	0,055	0,021	0,022	0,025	0,030
Skatt (28 %)	0,005	0,008	0,012	0,015	0,006	0,006	0,007	0,009
Risikofri rente etter skatt	0,014	0,019	0,031	0,040	0,015	0,016	0,018	0,022
Justert beta	0,843	0,827	0,844	0,940	0,780	0,753	0,763	0,818
Risikopremie etter skatt	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050
Egenkapitalkrav	0,056	0,061	0,074	0,087	0,055	0,053	0,056	0,063

Figur 42 Historisk egenkapitalkrav 2005-2011

6.2 Krav til netto finansiell gjeld

Krav til netto finansiell gjeld er det normaliserte avkastningskravet til netto finansiell gjeld i Farstad. På samme måte som for kravet til egenkapitalen kan kravet til netto finansiell gjeld beregnes ved hjelp av CAPM.

$$CAPM: k_{NFG} = r_f + \beta_{NFG}(r_m - r_f)$$

, der

⁶⁷ Miller & Modigliani (1958) s. 261-297

k_{NFG} = avkastningskrav til netto finansiell gjeld

r_f = risikofri rente

β_{NFG} = beta til netto finansiell gjeld

r_m = forventet markedsavkastning

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	05-11
Risikofri rente etter skatt	0,014	0,019	0,031	0,040	0,015	0,016	0,018	0,022
Beta til netto finansiell gjeld	0,325	0,320	0,311	0,207	0,341	0,360	0,359	0,318
Risikopremie etter skatt	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050
Krav til netto finansiell gje	0,030	0,035	0,047	0,050	0,032	0,034	0,036	0,038

Figur 43 Historisk krav til netto finansiell gjeld 2005-2011

6.3 Krav til netto driftskapital

Krav til netto driftskapital er det normaliserte avkastningskravet til netto driftskapital og er et estimat på Farstad sitt avkastningskrav til totalkapitalen. Avkastningskravet til totalkapitalen (WACC) kan beregnes som et vektet gjennomsnitt av avkastningskravet til egenkapitalen og avkastningskravet til gjelden.

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

, der

k_{NDK} = avkastningskrav til netto driftskapital

EK = egenkapital

MI = minoritetsinteresser

NDK = netto driftskapital

k_{NFG} = avkastningskrav til netto finansiell gjeld

NFG = netto finansiell gjeld

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	05-11
Egenkapitalkrav	0,056	0,061	0,074	0,087	0,055	0,053	0,056	0,063
Vekt egenkapital	0,494	0,516	0,506	0,511	0,547	0,563	0,551	0,527
Krav til netto finansiell gjeld	0,030	0,035	0,047	0,050	0,032	0,034	0,036	0,038
Vekt netto finansiell gjeld	0,506	0,484	0,494	0,489	0,453	0,437	0,449	0,473
Krav til netto driftskapital	0,043	0,049	0,060	0,069	0,044	0,045	0,047	0,051

Figur 44 Historisk krav til netto driftskapital 2005-2011

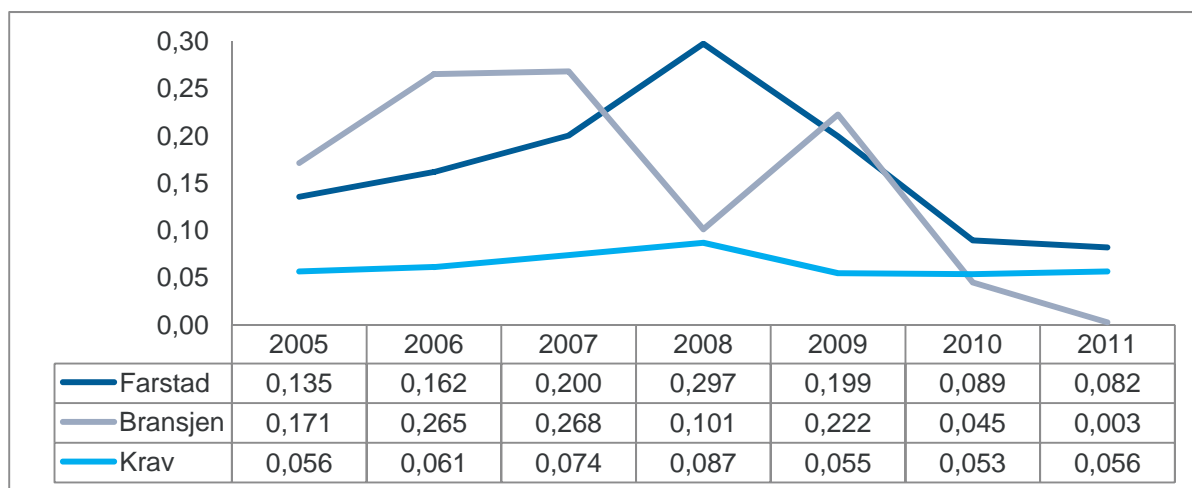
7. Lønnsomhetsanalyse

For å vurdere lønnsomheten til Farstad kan man sammenlikne oppnådd avkastning på en kapital mot avkastningskravet til kapitalen. Oppnådd avkastning måles gjennom rentabilitetstall. Lønnsomheten vil kun vurderes som god dersom rentabiliteten er høyere enn avkastningskravet. Jeg vil benytte normaliserte tall for å beregne rentabiliteten siden normaliserte tall er mer relevante for fremskrivningen. I tillegg vil jeg benytte gjennomsnittlig kapital justert for opptjent kapital i perioden slik at rentabiliteten blir en etterskuddsrente. Rentabiliteten bør være en etterskuddsrente for at det skal kunne sammenliknes med avkastningskravet som også er en etterskuddsrente.⁶⁸

$$\text{Rentabilitet} = \frac{\text{Normalisert nettoresultat til kapitalen}}{\text{Inngående kapital} + \frac{(\Delta\text{kapital} - \text{normalisert nettoresultat})}{2}}$$

7.1 Egenkapitalrentabilitet

Figuren under viser egenkapitalrentabiliteten til Farstad og bransjen, sammenliknet med egenkapitalkravet til Farstad.



Figur 45 Egenkapitalrentabilitet i forhold til egenkapitalkrav for Farstad og bransjen

⁶⁸ Knivsflå (2011) forelesning 17

Egenkapitalrentabiliteten til Farstad har ligget over kravet gjennom hele perioden, men rentabiliteten har vært synkende siden 2008. Dette skyldes trolig nedgangskonjunkturen som har rammet markedet, med fallende dagrater og utnyttelsesgrad for fartøyene. Det at Farstads egenkapitalrentabilitet har ligget over kravet i hele analyseperioden tyder på at lønnsomheten i selskapet er god, også i nedgangskonjunktur. Det er forventet en bedring av markedet frem mot 2015, noe som trolig vil resultere i at egenkapitalrentabiliteten, og dermed lønnsomheten til Farstad, vil bedre seg igjen.

De to siste årene har Farstad sin egenkapitalrentabilitet ligget noe over bransjesnittet, selv om bransjesnittet har ligget over i perioder fra 2005-2009. Bransjen ble rammet av nedgangskonjunkturen senere, men noe kraftigere enn Farstad. Årsaken kan være at Farstad i større grad opererer internasjonalt enn bransjen.

Farstad har hatt høyere egenkapitalrentabilitet enn egenkapitalkrav gjennom hele perioden. Dette blir også kalt superrentabilitet. Superrentabilitet kan tilsi at Farstad har hatt en strategisk fordel i perioden 2005-2011. Dette er i samsvar med konklusjonene i den strategiske analysen i kapittel 8.

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	Vektet snitt
Vekt	0,05	0,05	0,10	0,10	0,20	0,25	0,25	
Egenkapitalrentabilitet	0,135	0,162	0,200	0,297	0,199	0,089	0,082	0,147
Egenkapitalkrav	0,056	0,061	0,074	0,087	0,055	0,053	0,056	0,060
Superrentabilitet	0,079	0,101	0,126	0,211	0,145	0,036	0,025	0,087
Egenkapitalrentabilitet	0,135	0,162	0,200	0,297	0,199	0,089	0,082	0,147
Bransjegjennomsnitt	0,171	0,265	0,268	0,101	0,222	0,045	0,003	0,115
"Superrentabilitet"	(0,036)	(0,103)	(0,068)	0,196	(0,023)	0,045	0,079	0,032

Figur 46 Analyse av superrentabilitet 2005-2011

Dersom man sammenlikner det vektete snittet av Farstads egenkapitalrentabilitet mot det vektete bransjegjennomsnittet ser man at Farstad har hatt en svak, men positiv strategisk fordel i forhold til bransjen gjennom perioden. Siden Farstads strategiske fordel i forhold til bransjen er relativt beskjeden, kan det indikere at selskapets strategiske fordel hovedsakelig knytter seg til bransjefordeler.

7.1.1 Dekomponering av egenkapitalrentabilitet

Egenkapitalrentabiliteten kan splittes opp i rentabilitet til drift og effekt av finansiering, noe som kan gi innsikt i de underliggende kildene til lønnsomhet og vekst.⁶⁹

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

,der

ekr = egenkapitalrentabilitet

ndr = netto driftsrentabilitet

nfgr = netto finansiell gjeldsrente

nfgg = netto finansiell gjeldsgrad

Analyse av driftsfordeler

Netto driftsrentabilitet ble beregnet i kapittel 5.2.2 og viser avkastningen til netto driftskapital. Netto driftsrentabilitet kan igjen splittes opp i netto driftsmargin, som måler Farstad sin evne til å skape netto driftsresultat per krone i driftsinntekt, og omløpet til netto driftseiendeler. Omløpet til netto driftseiendeler måler Farstad sin evne til å skape driftsinntekt per krone investert i drift.⁷⁰

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

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

$$ndr = ndm * onde$$

,der

ndr = netto driftsrentabilitet

NDR = netto driftsresultat

⁶⁹ Penman (2010) s. 364

⁷⁰ Penman (2010) s. 371

NDK = netto driftskapital

DI = driftsinntekter

ndm = netto driftsmargin

onde = omløp til netto driftseiendeler

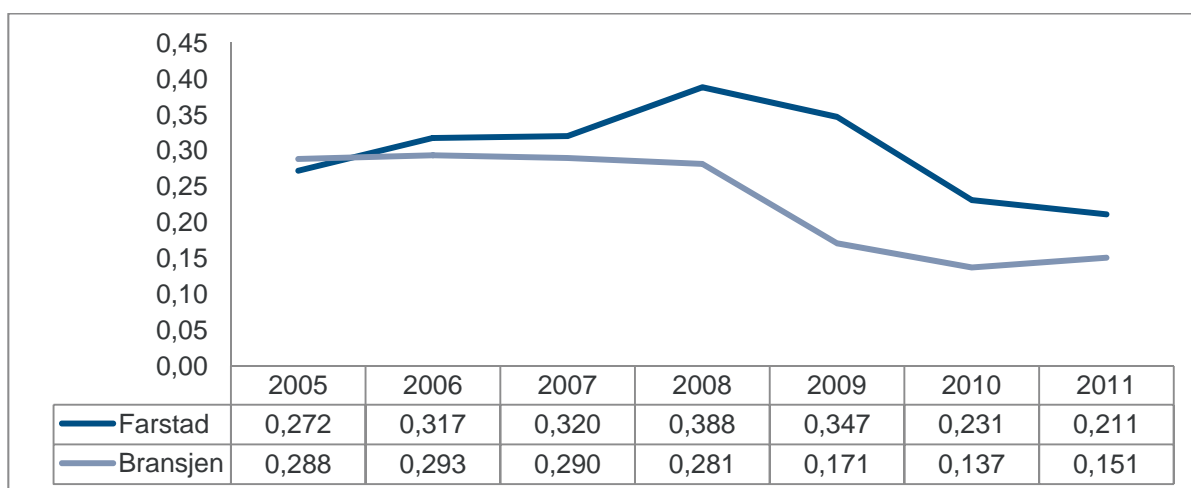
	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	Vektet snitt	Vektet bransjesnitt
Netto driftsmargin	0,272	0,317	0,320	0,388	0,347	0,231	0,211	0,280	0,192
Omløp til netto driftseiendeler	0,296	0,325	0,369	0,444	0,370	0,308	0,311	0,341	0,285
Netto driftsrentabilitet	0,081	0,103	0,118	0,172	0,128	0,071	0,066	0,098	0,057
Krav til netto driftskapital	0,043	0,049	0,060	0,069	0,044	0,045	0,047	0,049	0,049
Superrentabilitet	0,038	0,055	0,058	0,104	0,084	0,026	0,018	0,049	0,007

Figur 47 Dekomponering av netto driftsrentabilitet 2005-2011

Både Farstad og bransjen har høyere vektet netto driftsrentabilitet enn Farstads vektete krav til netto driftskapital. Superrentabiliteten til Farstad er derimot større enn superrentabiliteten til bransjen, det kan tyde på at Farstad har en strategisk fordel innenfor drift i forhold til bransjen.

Netto driftsmargin

Farstad sin netto driftsmargin måler altså selskapets evne til å skape netto driftsresultat per krone i driftsinntekter. Figuren under viser hvordan Farstad og bransjen sin netto driftsmargin har utviklet seg gjennom perioden.



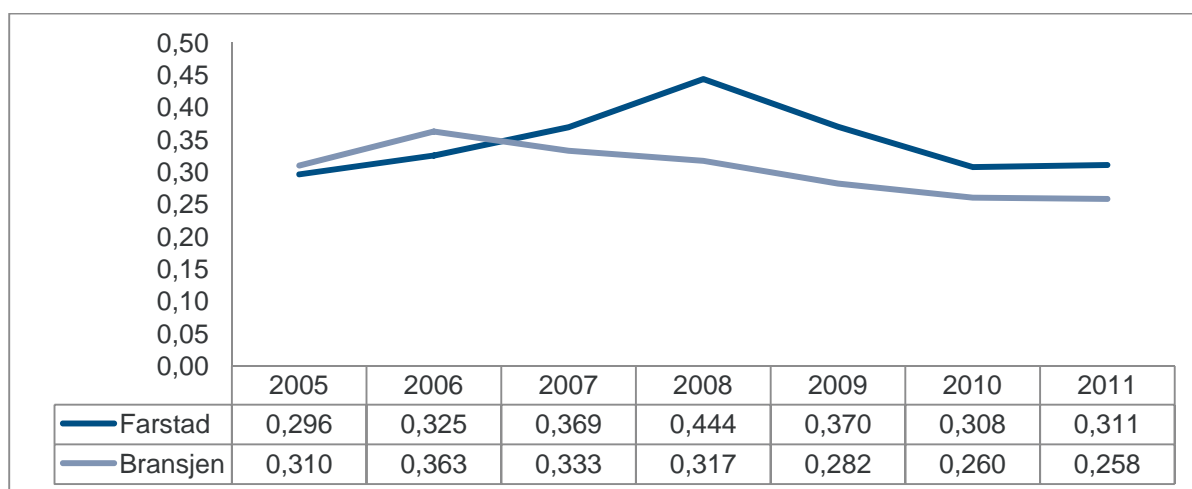
Figur 48 Netto driftsmargin for Farstad og bransjen

Farstad sin netto driftsmargin lå marginalt under bransjegjennomsnittet i 2005, men har ligget over bransjesnittet siden. Fra 2008 har både Farstads og bransjens netto driftsmargin sunket. Mens bransjen sin netto driftsmargin har begynt å stige igjen i 2011, har Farstad sin netto driftsmargin fortsatt å synke svakt. Som jeg vil komme tilbake til i kapittel 8 er det

forventet at markedet for offshore servicefartøyer vil fortsette å bedre seg frem mot 2015, og da vil trolig også Farstad sin netto driftsmargin bedre seg. Gjennom perioden har Farstad hatt en strategisk fordel i forhold til bransjen. Mens bransjen har en vektet netto driftsmargin på 0,192 har Farstad en vektet netto driftsmargin på 0,280.

Omløpet til netto driftseiendeler

Omløpet til netto driftseiendeler måler Farstad sin evne til å skape driftsinntekt per krone investert i drift. Figuren under viser hvordan Farstad og bransjen sitt omløp til netto driftseiendeler har utviklet seg gjennom perioden.



Figur 49 Omløp til netto driftseiendeler for Farstad og bransjen

Farstad sitt omløp til netto driftseiendeler har ligget over bransjegenomsnittet fra og med 2007. Altså har Farstad også her en strategisk fordel i forhold til bransjen. Omløpet til netto driftseiendeler har sunket siden 2008, men har bedret seg svakt fra 2010 til 2011. For bransjen sin del har omløpet til netto driftseiendeler sunket svakt siden 2006. Mens Farstad har et vektet omløp til netto driftseiendeler på 0,341, har bransjen et vektet omløp til netto driftseiendeler på 0,285. Det vil si at Farstad i større grad enn bransjen har evne til å skape driftsinntekt per krone investert i drift. Det er positivt for videre lønnsomhet for selskapet.

Analyse av finansieringsfordeler

Selskaper kan oppnå en fordel ved måten de er finansiert på ved at egenkapitalrentabiliteten øker dersom virksomheten kan låne penger til en rente som er lavere enn avkastningen på

driften.⁷¹ Derfor er det også viktig å analysere finansieringen til Farstad for å forstå de underliggende kildene til lønnsomhet og vekst i selskapet.

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	Vektet snitt	Vektet bransjesnitt
Netto driftsrentabilitet	0,081	0,103	0,118	0,172	0,128	0,071	0,066	0,098	0,057
Netto finansiell gjeldsrente	0,027	0,041	0,034	0,042	0,043	0,048	0,046	0,043	0,017
Driftsspread	0,053	0,063	0,084	0,130	0,086	0,023	0,020	0,055	0,039
Netto finansiell gjeldsgrad	1,026	0,940	0,974	0,959	0,829	0,777	0,816	0,856	1,588
Effekt av finansiering	0,055	0,059	0,082	0,125	0,071	0,018	0,016	0,047	0,063

Figur 50 Effekt av finansiering 2005-2011

Driftsspread

Driftsspreaden måler differansen mellom avkastningen fra driften og kostnaden knyttet til finansiering.⁷²

$$Spread = ndr - nfgr$$

, der

ndr = netto driftsrentabilitet

nfgr = netto finansiell gjeldsrente

$$nfgr = \frac{NFK - NFI}{NFG} = \frac{NFK_t - NFI_t}{NFG_{t-1} + \frac{(\Delta NFG_t - (NFK_t - NFI_t))}{2}}$$

, der

nfgr = netto finansiell gjeldsrente

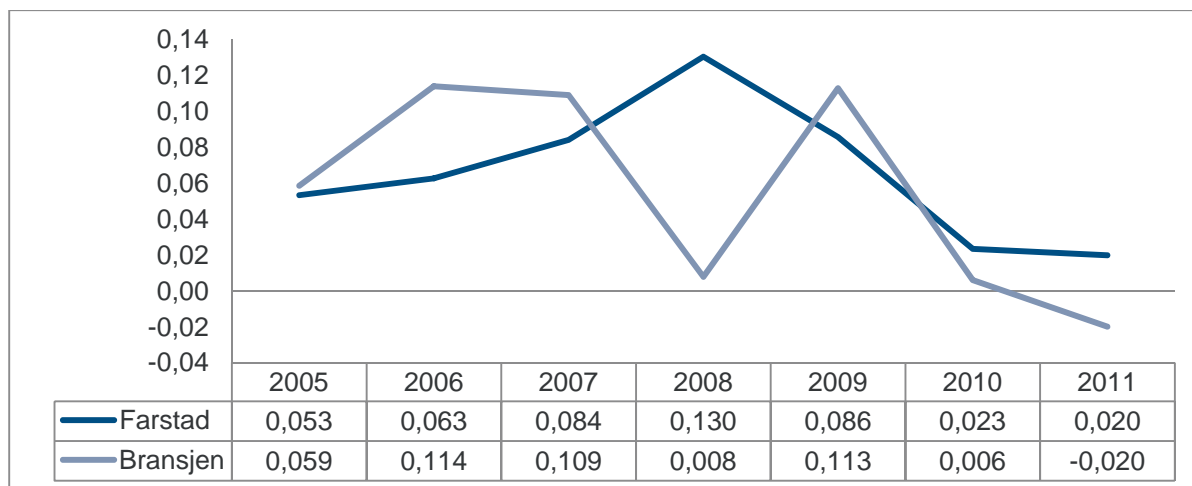
NFK = netto finanskostnad

NFI = netto finansinntekt

NFG = netto finansiell gjeld

⁷¹ Penman (2010) s. 364-368

⁷² Penman (2010) s. 364-368



Figur 51 Driftsspread for Farstad og bransjen

For Farstad er avkastningen fra driften større enn kostnaden knyttet til finansiering gjennom hele perioden. Bransjen har også høyere avkastning fra drift enn kostnader knyttet til finansiering, med unntak av 2011 hvor bransjen har høyere kostnader knyttet til finansiering enn driften kaster av seg. Farstad har en dyrere gjeldsfinansiering enn bransjen sammenliknet med avkastningen fra driften i begynnelsen av perioden, samt i 2009, men i slutten av perioden ligger Farstad sin spread klart over bransjesnittet. Samlet sett har Farstad en liten strategisk fordel når det kommer til driftsspread i forhold til bransjen.

Netto finansiell gjeldsgrad

Farstad kan oppnå en strategisk fordel i forhold til bransjen ved å ha en høyere driftsspread enn bransjen og en høyere gjeldsgrad (gearing) enn bransjen.⁷³ Figuren under sammenlikner gjeldsgraden til Farstad med bransjegjennomsnittet.

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

, der

nfgg = netto finansiell gjeldsgrad

NFG = netto finansiell gjeld

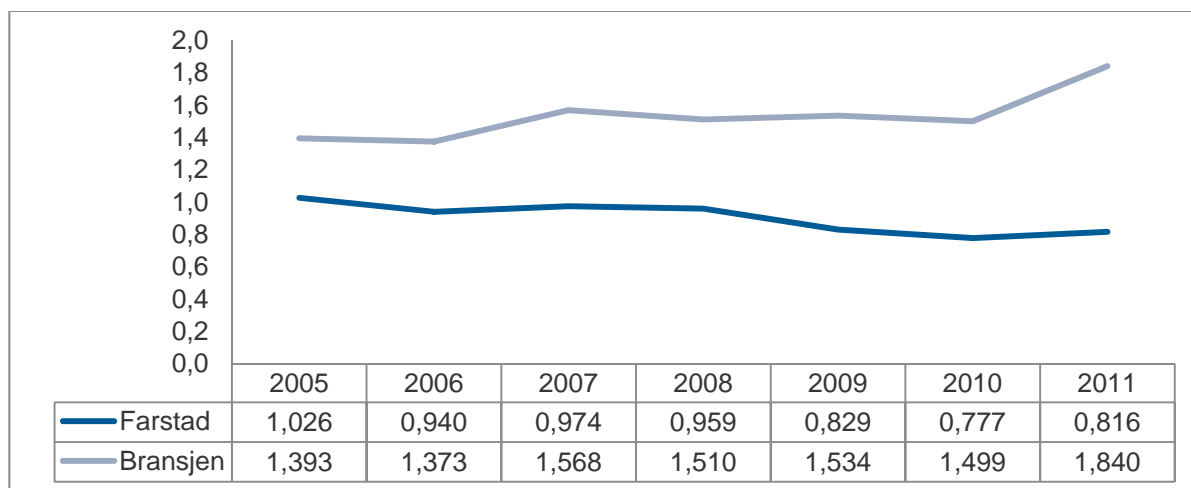
⁷³ Penman (2010) s. 364-368

NFK = netto finanskostnader

NFI = netto finansinntekter

EK = egenkapital

NRE = nettoresultat til egenkapitalen



Figur 52 Netto finansiell gjeldsgrad for Farstad og bransjen

Farstad har lavere gearing enn bransjen og mens Farstad har redusert sin gearing i perioden har bransjen økt sin. Det kan tyde på at fokuset på soliditet har vært sterkere i Farstad enn i resten av bransjen. Mens bransjen har en vektet finansiell gjeldsgrad på 1,59, har Farstad et tidsvektet snitt på 0,86. Det at Farstad har hatt lavere gearing enn bransjen gir bransjen en strategisk fordel i forhold til Farstad når det kommer til netto finansiell gjeldsgrad.

Oppsummering av dekomponering av egenkapitalrentabilitet

I analysen av driftsfordeler ble det konkludert med at Farstad har en strategisk fordel i forhold til bransjen innenfor drift av selskapet. Det kommer til uttrykk ved at Farstad har høyere driftsmargin og høyere omløp til netto driftseiendeler enn bransjen. I tillegg har Farstad en høyere netto driftsrentabilitet enn krav til netto driftskapital. Dette er positivt for videre lønnsomhet i selskapet.

Analysen av finansieringsfordeler viser at Farstad har en liten strategisk fordel når det kommer til driftsspread i forhold til bransjen. Men selv om Farstad har en noe bedre driftsspread enn bransjen, spises fordelene opp av den store differansen i gearing. Den totale effekten av finansiering er derfor at bransjen har en strategisk fordel i forhold til Farstad.

Både Farstad og bransjen har høyere rentabilitet enn det vektede egenkapitalkravet til Farstad, såkalt superrentabilitet. Farstad har en strategisk fordel i forhold til bransjen når det kommer til drift, men en ulempe knyttet til finansiering. Samlet har Farstad en svak, men positiv strategisk fordel i forhold til bransjen gjennom perioden. Totalt sett er det likevel bransjefordelen som er den viktigste kilden til strategisk fordel for Farstad, selv om det kan se ut til at ressursfordelen har blitt mer betydningsfull de to siste årene.

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	Vektet snitt
Bransjegjennomsnitt	0,171	0,265	0,268	0,101	0,222	0,045	0,003	0,115
Egenkapitalkrav	0,056	0,061	0,074	0,087	0,055	0,053	0,056	0,060
Bransjefordel	0,115	0,204	0,194	0,014	0,168	-0,009	-0,054	0,055
Ressursfordel	-0,036	-0,103	-0,068	0,196	-0,023	0,044	0,079	0,032
Superrentabilitet	0,079	0,101	0,126	0,211	0,145	0,036	0,025	0,087

Figur 53 Fordeling av superrentabilitet knyttet til egenkapitalrentabilitet mellom bransjefordel og ressursfordel 2005-2011

8. Strategisk analyse og prognoser

Formålet med strategisk analyse er å redegjøre for selskapets strategiske posisjon, fordel og risiko. Gjennom en analyse av makroforhold, en ekstern bransjeorientert analyse og en intern ressursbasert analyse kan man oppnå innsikt om underliggende økonomiske forhold i selskapet som har konsekvenser for verdivurderingen. En strategisk analyse er viktig for å forstå hva som driver lønnsomheten og skaper meravkastning i et selskap, samt i hvilken grad det er muligheter for varig meravkastning og vekst.⁷⁴ De ulike analysene vil bli oppsummert ved hjelp av SWOT-rammeverket. Rammeverket oppsummerer Farstad sine styrker (S) og svakheter (W), samt muligheter (O) og trusler (T) selskapet står overfor.⁷⁵

8.1 Makroforhold

PESTEL-rammeverket benyttes for å identifisere hvordan fremtidige endringer i omgivelsene vil komme til å påvirke et selskaps muligheter til inntjening. Rammeverket kategoriserer omgivelsene inn i politiske (P), økonomiske (E), samfunnsmessige (S), teknologiske (T), miljømessige (E) og juridiske (L) forhold.⁷⁶

8.1.1 Politiske forhold

Farstad blir påvirket av de politiske forholdene i landene der skipene bygges, der skipene er registrert og i de områdene skipene opererer. Selskapet har konsentrert sin aktivitet i Nordvest-Europa, Brasil og Australia/Asia. De politiske forholdene i Nordvest-Europa vurderes som stabile, men en trussel mot næringen kan være endret rederibeskatning i Norge. Rederibeskatningen er viktig for å opprettholde konkurransevnen til norske rederier overfor utenlandske aktører. Allikevel anses ikke dette som en stor trussel, da selskapene vil ha muligheten til å flagge skipene ut av Norge dersom usikkerheten rundt rammevilkårene for rederiene blir for stor.⁷⁷

⁷⁴ Palepu, Healy & Peek (2010) s. 59

⁷⁵ Lofquist (2009) forelesning 7

⁷⁶ Johnson, G., Scholes, K. & Whittington, R. (2005) s 64-71

⁷⁷ <http://www.abcnyheter.no/nyheter/miljo/100824/flagger-ut-fordi-han-blir-syk-av-norge> (Lastet ned 22.2.2012)

Utenfor Nordvest-Europa (og Australia) er den største trusselen politisk ustabilitet og/eller en preferanse om bruk av nasjonale selskaper. Et eksempel er Petrobras i Brasil, som har enerett på sentrale oljefelter utenfor Brasil. Som nasjonalt oljeselskap kunne man sett for seg at de kun ønsket å benytte brasilianske leverandører av rigg og oljeservice. På den andre siden er oljevirkksomheten utenfor Brasil i en oppbyggingsfase, og få brasilianske operatører sitter med riktig kunnskap slik at de er avhengig av internasjonale aktører for å kunne utvikle oljefunnene på en fornuftig måte. Per i dag er det flere internasjonale aktører både innenfor rigg og oljeservicefartøy og Petrobras er en av Farstad sine største befraktere. Derfor anses ikke dette som en stor trussel i fremtiden.⁷⁸

Andre politiske trusler kan være pirat- og terrorvirksomhet, men dette sees ikke på som veldig sannsynlig i de områdene Farstad Shipping opererer.

8.1.2 Økonomiske forhold

Utsiktene for verdensøkonomien og oljeprisen har indirekte stor betydning for Farstad sin inntjening og fremtid, ved at nedgangskonjunkturer og lav oljepris vil medføre lavere offshore aktivitet og kostnadskutt hos sentrale kunder, som igjen vil medføre lavere utnyttelsesgrad på fartøyene og dermed lavere dagrater. En oppgangskonjunktur og høy oljepris vil kunne medføre det motsatte. Shipping er med andre ord en syklisk bransje av natur.⁷⁹

Verdensøkonomi, oljepris og offshore aktivitet

Etter sterk vekst og oppgangstider fra 2002 har verdensøkonomien opplevd kraftig tilbakegang gjennom finanskrisen som traff høsten 2008. Etter nedgang i vekst i BNP i 2008 og 2009 opplevde verdensøkonomien igjen vekst i 2010. Mot slutten av 2011 og i 2012 har gjelds- og budsjettproblematikken i Europa skapt ny usikkerhet for veksten i verdensøkonomien. Finanskrisen medførte en global reduksjon i oljeetterspørsel på kun 2 prosent, men krisen resulterte likevel i at rederiene opplevde kostnadskutt hos sentrale kunder, forsinket leveranse av rigger og utsettelse eller kansellering av planlagte prosjekter

⁷⁸ <http://www.economist.com/node/18065645> (Lastet ned 22.2.2012),

⁷⁹ DnB NOR Markets (mai 2010)

på grunn av kraftig redusert tilgang på kapital og betydelig høyere lånekostnader.⁸⁰ Lav utnyttelsesgrad og lave dagrater var en konsekvens for bransjen.

På tross av problemene i eurosonen er det flere faktorer, som økt kinesisk etterspørsel etter olje og høyere balansepris i OPEC-landene, som taler for en vedvarende høy oljepris i et femårsperspektiv.⁸¹ På norsk sokkel skaper den høye oljeprisen stor investeringsvilje, og det planlegges og gjennomføres utbygging av nye felt og oppgradering av felt i produksjon i stor skala.⁸² Også i andre offshoremekeder har den høye oljeprisen skapt økende aktivitet og det er forventet en kraftig økning i investering i offshore leting og produksjon mot 2014. I tillegg er det forventet at en stadig større andel av investeringene vil gjøres i dype farvann.⁸³ Dette taler for at oljeservicereederiene fremover vil oppleve en bedring av markedet, med høyere etterspørsel og redusert overkapasitet, og dermed økte dagrater. Dette vil ha positiv innvirkning på Farstad.

8.1.3 Samfunnsmessige forhold

Verdens energibehov

Verdens etterspørsel for energi er forventet å øke med en tredjedel mellom 2010 og 2035. Dynamikken i energimarkedet ventes i stadig større grad å bli bestemt av utviklingsland, ved at disse landene vil stå for 90 % av den økte etterspørselen etter energi de neste 25 årene. Selv om andelen av fossil energi av det totale energiforbruket er forventet å falle, er etterspørselen etter olje forventet å øke med 25 %. Veksten i transportsektoren i utviklingsland er hoveddriver. Med en stadig økende middelklasse i land som Kina, India, Indonesia og Brasil ventes verdens bilpark og dobles innen 2035.⁸⁴ Økende energibehov vil igjen være positivt for oljeprisen og aktivitetsnivået offshore.

⁸⁰ Farstad Shipping ASA. Årsrapport 2010, Årsrapport 2009

⁸¹ DNB Markets (januar 2012)

⁸² OLF (2011)

⁸³ Clarkson Capital Markets (mai 2012)

⁸⁴ IEA (2011)

Samfunnsansvar (CSR)

Det er stadig økt fokus på, og forventning til virksomheters samfunnsansvar. Samfunnsansvaret innebærer at virksomheter integrerer sosiale og miljømessige hensyn i sin strategi og daglige drift, i tillegg til finansielle hensyn.⁸⁵ Farstads handlinger og hvordan selskapet kommuniserer sitt arbeid med å integrere samfunnsansvaret i driften vil være med på å påvirke hvordan Farstad oppfattes av kunder og andre forretningsforbindelser, myndigheter og ansatte. For Farstad vil det derfor være viktig med fortsatt fokus på samfunnsansvar, særlig i de geografiske områdene selskapet opererer i.

8.1.4 Teknologiske forhold

Det stilles nye krav til fartøyene da en økende andel av oljeaktiviteten foregår på dypere og i mer krevende farvann. For å tilfredsstille kravene fra oljebransjen har rederiene måttet investere i større og mer komplekse skip med tanke på motorkapasitet, kran- og vinsjekapasitet, manøvreringsdyktighet og i mekanisert håndteringsutstyr om bord. Undervannsfunksjoner blir også i større grad integrert i skipene. Dette stiller økte krav til kompetansen og erfaringen til mannskapet om bord, og med tanke på at flåten stadig øker kan rederiene få en utfordring med hensyn til å sikre kvaliteten på bemanningen.⁸⁶ Dette vil også kunne være en utfordring for Farstad i fremtiden.

Markedet i Nordsjøen har lenge vært en drivkraft i den teknologiske utviklingen, og det maritime klusteret i Norge har vært sentralt. Selv om stadig flere fartøy bygges i Asia, har verft i Norge fremdeles en sentral posisjon i utviklingen av offshorefartøy og en ledende posisjon i byggingen av mer avanserte fartøyene.⁸⁷ Det at den norske maritime næringen står sterkt i internasjonal sammenheng vil være positivt for Farstad også i fremtiden.

8.1.5 Miljømessige forhold

Økt bevissthet på miljø har forsterket fokuset på fartøyenes forbruk av drivstoff og på miljøskadelige utslipp. Dette stiller større krav til miljøbevisstheten til rederiene, og er en

⁸⁵ <http://www.csnorge.no/Om-CSR-Norge/Hva-er-CSR> (Lastet ned 9.7.2012)

⁸⁶ Farstad Shipping ASA. Årsrapport 2011

⁸⁷ Farstad Shipping ASA. Årsrapport 2011

trend som er ventet å fortsette. Skjerpede miljøkrav er noe også Farstad må ta hensyn til i fremtiden.

Økt bevissthet på miljø har også forsterket fokuset på bruk av fornybar energi. Dersom verden fortsetter å benytte fossil energi i tempoet man legger opp til i dag, er det forventet at det vil få irreversible og store følger for miljøet. Dersom verdens myndigheter legger om miljøpolitikken og satser kraftigere på fornybar energi for å holde verdens gjennomsnittlige temperaturøkning på 2°C, vil dette få konsekvenser for bruken av fossil energi. En konsekvens kan være at etterspørselen etter olje faller, mens etterspørselen etter gass, som er en renere form for energi kun vil øke svakt.⁸⁸ Dette vil kunne få konsekvenser for rederiene som leverer tjenester til olje- og gassvirksomheter.

I et slikt scenario der verdens myndigheter legger om miljøpolitikken slik at offshore oljevirksomhet bygges ned, vil det være økt behov for utbygging av fornybare energikilder. Offshore servicefartøy kan trolig benyttes ved utbygging av offshore vindkraftparker. For at dette scenarioet skal slå til må det skje en massiv endring i verdens miljøpolitikk, og selv om man ser tendenser til at politikerne begynner å ta større miljøansvar virker det ikke som om dette vil få store konsekvenser for næringen eller Farstad fremover.

8.1.6 Lovmessige forhold

Farstad må forholde seg til de lover og regler som eksisterer i de landene fartøyene er registrert og der de opererer. Lover og regler kan være ansatte sine rettigheter, helse-, miljø- og sikkerhetslovgivning både om bord og på land, skatteregler, miljøkrav og konkurranselovgivning. Strengere miljøkrav og helse-, miljø- og sikkerhetslovgivning kan være forventet, men det er ikke forventet at det kommer til å skje endringer som vil ha stor innvirkning på Farstad sin inntjening og fremtid.

8.1.7 Oppsummering

Analysen viser at Farstad opererer i en syklisk bransje som blir påvirket av makroøkonomiske forhold. De viktigste driverne for Farstad sin inntjening er hvordan utviklingen i verdensøkonomien påvirker oljeetterspørsel og dermed oljepris, produksjon,

⁸⁸ IEA (2011)

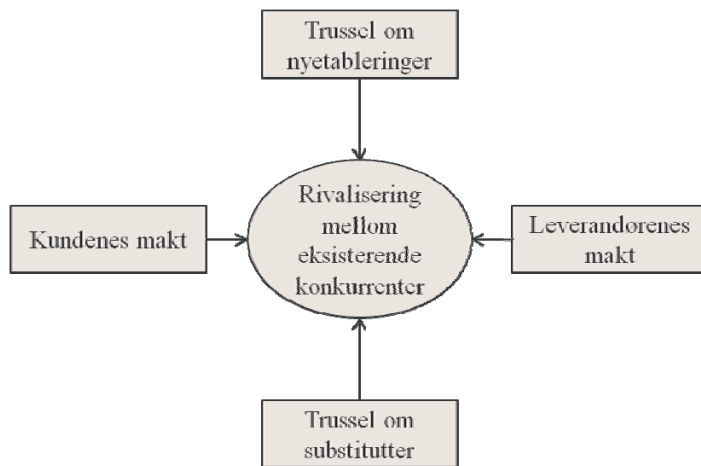
utbygging og leteaktivitet. Skjerpede miljøkrav og helse-, miljø og sikkerhetslovgivning vil kunne medføre økte kostnader for Farstad.

Det er forventet at lønnsomheten til rederiene som driver offshore servicefartøy vil bedres gjennom 2012 og fremover mot 2015, da økt offshoreaktivitet som følge av høy oljepris vil redusere overkapasitet og bedre utnyttelsesgrader og dagrater. I og med at bransjen er syklisk kan det være naturlig å forvente at bransjen vil stå overfor svakere perioder igjen. Det forventes høysyklus gjennom store deler av budsjetteringsperioden, som går mot normalmarked mot slutten av perioden. Det forventes at kontantstrømmen i terminalverdien er tilsvarende kontantstrømmen i et normalmarked, altså noe lavere enn gjennomsnittet for perioden. Den langsiktige veksten i bransjen antas å være noe svakere enn den langsiktige veksten i verdensøkonomien. Det skyldes både at andre energikilder vil bli viktigere i fremtiden, samt at olje- og gassressurser er av begrenset omfang.

8.2 Ekstern bransjeanalyse

Formålet med den eksterne bransjeanalysen er å forstå konkurransen og lønnsomheten i det internasjonale markedet for store og mellomstore servicefartøyer. Ved å forstå konkurransefaktorene i bransjen og hva som ligger bak dem kan det være mulig å identifisere røttene til bransjens nåværende lønnsomhet samtidig som det kan gi et rammeverk for å forutse og påvirke konkurransen og lønnsomheten over tid. Rammeverket Porter's Five Forces benyttes til å analysere bransjen, der man tar utgangspunkt i fem krefter som former konkurransen i en bransje.⁸⁹

⁸⁹ Porter (2008) s. 79-93



Figur 54 Porter's Five Forces

8.2.1 Trusler om nyetablering

Nyetableringer medfører økt kapasitet i markedet, men også nye konkurrenter som kjemper om markedsandeler. Dette øker presset på priser, kostnader og nødvendig investeringsrate for å konkurrere. Hvor stor trusselen om nyetableringer er, er avhengig av hvor store inngangsbarrierene er og hvor aggressiv reaksjonen fra eksisterende rivaler er.

Farstad opererer i en kapitalintensiv bransje, da det er mye kapital bundet i fartøyer og infrastruktur. Dette kan fungere som en inngangsbarriere. I tillegg vil den sykliske naturen i bransjen gjøre det vanskelig for nye aktører å etablere seg. I nedgangstider kan overkapasitet i markedet, utsatte og kansellerte offshore prosjekter og redusert tilgang på kapital virke som en inngangsbarriere, mens høye priser på fartøy og arbeidskraft kan være en inngangsbarriere i oppgangstider, selv om tilgangen på kapital er bedret. Lang ledetid på levering av nye skip kan også gi nyetablerte rederier likviditetsproblemer.

Oljeselskapene og oljeserviceselskapene som kontraherer fartøyene er interessert i kvalitet, sikkerhet og effektivitet hos virksomhetene de forholder seg til. Et godt omdømme som en pålitelig aktør med fokus på sikkerhet og kvalitet vil derfor være viktig. For ansatte er det også viktig at arbeidsgiveren er anerkjent som en som tar sikkerheten og arbeidsforholdene på alvor. For selgere av skip i annenhåndsmarkedet og for verftene er det viktig at kjøper har god betalingshistorikk. Det er altså forhold på både kunde- og leverandørsiden som er med på å påvirke inngangsbarrierene. Trusselen om nyetableringer anses som begrenset.

8.2.2 Kundene og leverandørenes forhandlingsmakt

Dersom kunder og leverandører har for stor makt vil de ha muligheten til å ta ut mye av verdien i bransjen til seg selv gjennom å utøve makt over pris, kvalitet og tjenester. Dette begrenser aktørene i bransjen sin mulighet til inntjening.

I en syklisk bransje som oljeservicenæringen vil kundenes forhandlingsmakt variere over sykkelen. I nedgangstider vil kundene normalt ha større forhandlingsmakt, da lite aktivitet i oljebransjen vil medføre ledig kapasitet hos rederiene som leverer offshore servicefartøy. Kundenes økte forhandlingsmakt vil gjenspeiles i lavere dagrater, kortere kontrakter og eventuelt flere fartøy på spotkontrakter, men også terminering av kontrakter.

I oppgangstider vil trenden være motsatt. Høy aktivitet i oljebransjen medfører at flere fartøyer blir sysselsatt som til slutt vil føre til at kapasiteten kan bli presset. Kundenes reduserte forhandlingsmakt vil gjenspeiles i at rederiene kan ta høyere dagrater og inngå lengre kontrakter. Lange kontrakter kan også være med på å sikre rederiene mot påfølgende lavkonjunktur.

Makten til leverandørene, som hovedsakelig består av arbeidskraft og verft, vil også være avhengig av hvilken del av sykkelen man befinner seg i og i hvilken grad leverandøren har eksklusiv kompetanse. I nedgangstider vil det være lite etterspørsel etter arbeidskraft, og lønningene kan komme under press. På grunn av lav etterspørsel etter nybygg i en lavkonjunktur vil verftene ha ledig kapasitet og være villige til å bygge skip til en lavere pris. Gjennom økonomiske oppgangstider vil situasjonen være motsatt. Graden av eksklusiv kompetanse vil påvirke maktforholdet mellom rederi og leverandør.

8.2.3 Trusler fra nære substitutter

Et substitutt er et alternativ som utfører den samme eller en lignende funksjon som det bransjen utfører. Det finnes ingen nære substitutter for offshore servicefartøyer som anses som trusler mot bransjen.

8.2.4 Rivalisering mellom eksisterende konkurrenter

Høy grad av rivalisering mellom aktørene i en bransje begrenser mulighetene til profitt og utgjør derfor en trussel. I hvor stor grad profittmulighetene begrenses er avhengig av intensiteten på rivaliseringen og hva aktørene konkurrerer på. Om det er mange konkurrenter

eller konkurrenter av lik størrelse, vil det være høyere intensitet enn dersom det er få konkurrenter av ulik størrelse. Intensiteten på rivaliseringen er også avhengig av veksten i bransjen og om det er høye utgangsbarrierer. Dersom det er lav vekst vil det være større konkurranse om markedsandeler, mens høye utgangsbarrierer medfører at bedrifter velger å bli værende i bransjen selv om de taper penger.

I bransjen for offshore servicefartøyer er det mange aktører, som er med på å øke konkurransen i markedet. Men konkurrentene er av ulik størrelse, der noen få er svært store og de fleste er av mindre størrelse. Dette skaper mindre rivalisering enn dersom alle aktørene hadde vært av lik størrelse. Flere av de store rederiene fokuserer også på ulike geografiske områder som også er med på å redusere rivaliseringen dem i mellom.

Rivaliseringen mellom eksisterende aktører er også avhengig av konjunktorene. I perioder med lav vekst vil rivaliseringen om kontrakter være sterkere enn i perioder med høy vekst. Dette vil kunne resultere i priskonkurranse mellom aktørene for å få nye kontrakter. I perioder med lav vekst er også utgangsbarrierene høyest. Som diskutert over vil prisene på brukte fartøy være lavest i nedgangstider, noe som kan være med på å hindre at ulønnsomme rederier legger ned når det er overkapasitet i markedet. Dette er med på å forsterke rivaliseringen mellom eksisterende konkurrenter.

For å unngå høy grad av rivalisering kan rederiene forsøke å differensiere seg ved å satse på moderne fartøy med tekniske egenskaper som er unike i markedet, i tillegg til gode støttefunksjoner og punktlig levering av høy kvalitet. For oljeselskaper er sikkerhet første prioritet, og ved kontrahering av fartøy til oljeselskaper er stort fokus på sikkerhet og gode oppnådde resultater viktige konkurransefaktorer. Dersom rederiet er en anerkjent og vel ansett aktør vil de ha større muligheter til å kontrahere fartøyene sine i perioder med lite offshore aktivitet enn andre.

I høykonjunktur vil rivaliseringen mellom konkurrentene være lavere, for ved underkapasitet i markedet vil alle ha muligheten til å få kontrahert ut sine fartøyer uten stor konkurranse. Selv om det er høy konkurranse i markedet for offshore servicefartøyer, anses ikke rivalisering som en stor trussel mot bransjen.

8.2.5 Oppsummering

Gjennom den eksterne bransjeanalysen er omgivelsene til bransjen til Farstad analysert. Samlet sett er det flere trusler mot bransjen i lavkonjunktur enn i høykonjunktur. Det som vil være viktig for den fremtidige lønnsomheten til Farstad, er at selskapet benytter høykonjunktorene til å posisjonere seg mot dårligere perioder. Så lenge Farstad er bevisst på de truslene som eksisterer i markedet og posisjonerer seg i forhold til dem, vil fremtidsutsiktene kunne være gode.

8.3 Intern ressursbasert analyse

VRIO-rammeverket benyttes for å analysere Farstad sine eventuelle konkurransefortrinn. Ved hjelp av rammeverket vurderer man først hvilke konkurransefortrinn Farstad besitter, om konkurransefortrinnene er vedvarende, og hva som er kilden til fortrinnene. Farstad sine ressurser vurderes etter viktighet (V), sjeldenhet (R), imiterbarhet (I) og organisering (O).⁹⁰

8.3.1 Flåte

Farstad er blant de største selskapene innenfor store og mellomstore offshore servicefartøyer målt i antall fartøy. I tillegg har Farstad fokus på moderne og avanserte fartøy, noe som gjør flåten til en viktig ressurs. Fornyelse og vekst i flåten de siste årene har gjort at Farstad har en ung flåte, med en gjennomsnittsalder på omtrent syv år. Den største veksten i investeringer offshore vil forekomme på dype farvann. Dype farvann stiller strengere krav til størrelsen på fartøyene og teknologien ombord. Den unge flåten og den stadige oppdateringen gjør at Farstad alltid vil ha tilgang til siste teknologi, og med fokus på store og avanserte fartøy er flåten en sjelden ressurs siden selskapets fokus er rettet mot segmentet som vil vokse mest fremover.

Selv om flåten er viktig og sjelden er den allikevel imiterbar. Det vil være mulig for konkurrenter å fornye sine flåter gjennom salg av eldre fartøy og nybygging. Dette er kapitalkrevende og tar tid, så på kort sikt er ressursen ikke-imiterbar. Farstad er organisert med driftskontorer i de geografiske områdene de opererer i, noe som gir selskapet

⁹⁰ Lofquist (2009) forelesning 5

muligheten til å følge opp fartøy, mannskap og kunder der de er. Dette er med på å styrke konkurransefortrinnet Farstad har knyttet til flåten.

8.3.2 Finansiell styrke

Farstad har historisk god driftsmargin og lav gjeldsgrad i forhold til bransjen. I forhold til resten av bransjen har Farstad derfor en bedre mulighet til å bygge opp en finansiell buffer mot nedgangstider. Dette gjør ressursen viktig og sjelden. På kort sikt er ikke ressursen imiterbar, da det vil kreve omstrukturering av finansiering og kostnadsstruktur hos konkurrentene, men på sikt er ressursen imiterbar.

8.3.3 Sikkerhet og kvalitet

Farstad har helt siden oppstart hatt fokus på helse, miljø og sikkerhet og kvalitet, og det foregår et kontinuerlig arbeid med å forbedre sikkerheten i forbindelse med operasjon og drift av skip. En viktig del av arbeidet for å forbedre sikkerheten og heve mannskapets kvalifikasjoner har vært trening i operasjon og sikkerhet ved bruk av simulatorverktøy. Farstad åpnet i slutten av 2011 et nytt simulatorsenter i Perth, Australia, i tillegg til senteret i Ålesund. Det nye senteret er det største og mest avanserte simulatorsenteret i verden for marine offshore operasjoner. Fokuset og de tiltakene Farstad iverksetter for å imøtekomme de stadig strengere kravene til helse, miljø og sikkerhet og kvalitet, gir Farstad en viktig og sjelden ressurs.

8.3.4 Omdømme

Etter børsnoteringen i 1988 byttet selskapet navn tilbake til Farstad for å beholde posisjonen som Farstad-navnet hadde opparbeidet seg blant kunder og leverandører gjennom over et tiår i bransjen. Dette vitner om at omdømmet til Farstad er en viktig og sjelden ressurs. Ressursen er viktig da kunder kan være mer villige til å benytte Farstad enn konkurrentene siden Farstad er en anerkjent aktør. I tillegg er ressursen sjelden. Det er vanskelig og tidkrevende å bygge opp relasjoner til kunder og leverandører, og siden omdømmet er basert på relasjoner vil det være vanskelig for andre å imitere denne ressursen.

8.3.5 Lokalisering og nettverk

Farstad har alltid hatt sitt hovedkontor i Ålesund og har siden etableringen i 1956 vært en aktiv del av den maritime klyngen på Sunnmøre og i Norge. Deltakelsen i de lokale

nettverkene er en viktig ressurs da deltakelsen legger til rette for kunnskaps- og teknologideling. De andre norske børsnoterte rederiene er også deltakere i den norske maritime klyngen, så selv om det er en viktig ressurs, er det ikke en sjelden eller ikke-imiterbar ressurs. Nærhet til kunde er en viktig faktor når lokalisering diskuteres. Selv om en stor del av driften til Farstad er knyttet til Nordvest-Europa er den største delen i Brasil og Australia/Asia. Det kan være med på å skape avstand mellom ledelsen i selskapet og driften. Farstad har etablert driftskontorer i de områdene de opererer, som vil begrense eventuelle ulemper med lokalisering av selskapet.

8.3.6 Oppsummering

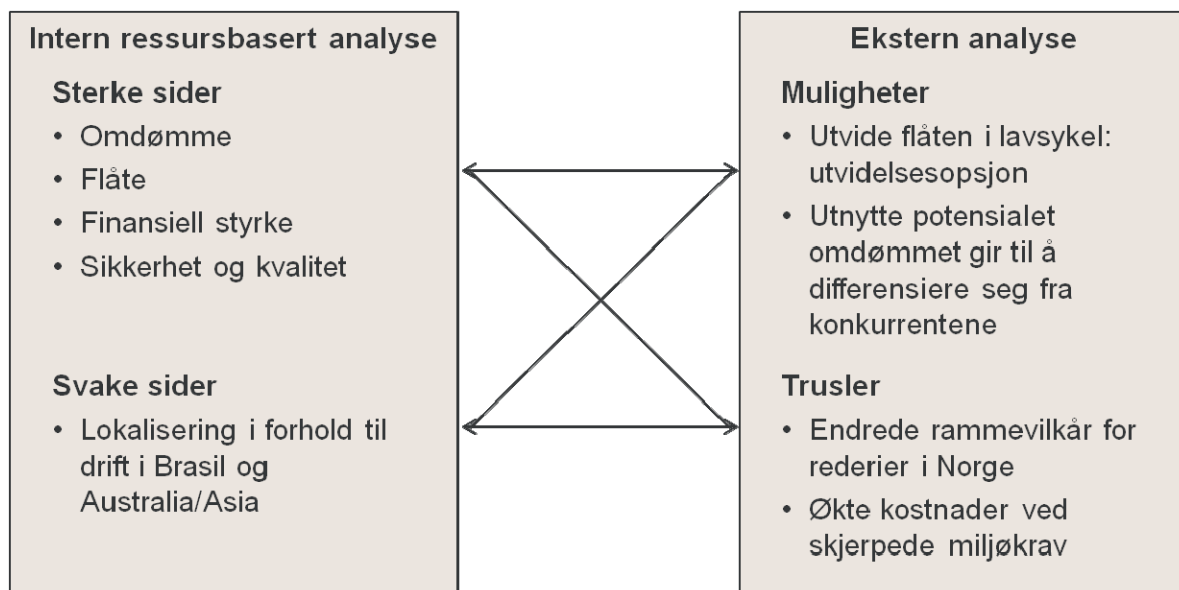
Ressurs	Viktig	Sjelden	Imiterbar	Organisering	Kilde til konkurransefortrinn?
Omdømme	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja
Sikkerhet og kvalitet	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja
Flåte	Ja	Ja	Ja	Ja	På kort sikt
Finansiell styrke	Ja	Ja	Ja	Ja	På kort sikt
Lokalisering og nettverk	Ja	Nei	Ja	Ja	Nei

Figur 55 Oppsummering av intern ressursbasert analyse

VRIO-rammeverket gir innblikk i de ressursene som gir Farstad en konkurransefordel i forhold til konkurrentene. Analysen viser at fokus på sikkerhet og kvalitet, og omdømmet til Farstad utgjør varige konkurransefortrinn, mens flåten og den finansielle styrken vil utgjøre et konkurransefortrinn på kort sikt. Lokaliseringen og nettverket Farstad er en viktig ressurs, men siden de nærmeste konkurrentene til Farstad også er en del av det samme nettverket vil det ikke utgjøre et konkurransefortrinn.

8.4 Oppsummering av strategisk analyse

Den strategiske analysen kan oppsummeres ved hjelp av SWOT-rammeverket. Rammeverket oppsummerer Farstad sine styrker (S), svakheter (W), muligheter (O) og trusler (T) som har kommet frem i analysene ovenfor.



Figur 56 Oppsummering av strategisk analyse

8.4.1 Konsekvenser for fremtidsbudsjettet

Svak bedring i 2012

I analysen kommer det frem av det er ventet en svak bedring av markedet for offshore servicefartøy i 2012. Utgangspunktet er en svak markedssituasjon med overkapasitet i markedet, og dermed lave utnyttelsesgrader og dagrater. Farstad har en stor flåte og er tilstede i de største vekstområdene i verden. Flåten og omdømmet til Farstad vil kunne være med på å sikre selskapet nye kontrakter i 2012, og Farstad vil kunne merke bedringen i markedet i 2012.

Sterk vekst mot 2015

Det er forventet at markedet for offshore servicefartøy vil oppleve vekst mot 2015. Forholdet mellom antall rigger og fartøy vil stabilisere seg etter en periode med mye overkapasitet fra 2009. Aktiviteten på dype farvann vil øke kraftigere enn aktiviteten på grunne farvann. Farstad er godt posisjonert i forhold til forventet kraftig vekst på dype farvann, da selskapet har fokus på store og avanserte skip, i tillegg til at de har en moderne flåte. Derfor er det forventet at også Farstad vil oppleve en sterk vekst mot 2015.

Stabilisering mot "steady state"

Høy lønnsomhet i bransjen vil trolig tiltrekke seg flere aktører noe som setter lønnsomheten under press, og veksten i bransjen er derfor forventet å stabilisere seg mot "steady state". I "steady state" vil bransjen fremdeles oppleve vekst, men det er forventet at den langsiktige

veksten vil være lavere enn den gjennomsnittlige veksten i analyseperioden, og at den langsiktige veksten i bransjen vil være noe lavere enn den langsiktige veksten i verdensøkonomien. Det skyldes blant annet at det er forventet at en stadig mindre andel av verdens energiforsyning vil komme fra olje og gass i fremtiden, samt at olje- og gassressurser er begrensede.

9. Fremtidsbudsjett og fundamental verdsettelse

For å kunne si noe om utviklingen til Farstad fremover er det viktig å knytte prognosene til konklusjonene i den strategiske analysen. Basert på den strategiske regnskapsanalysen og prognosene om fremtidig utvikling utarbeider jeg et fremtidsbudsjett som vil ligge til grunn for fremtidige kontantstrømmer. Verdien av selskapet vil være dagens verdi av fremtidige kontantstrømmer.

9.1 Budsjetteringshorisont

Før man lager fremtidsbudsjettet må man velge budsjetteringshorisont, altså i hvor mange år man skal budsjettere regnskapene før man går over til enkel fremskrivning. En enkel fremskrivning baserer seg gjerne på Gordons vekstformel, som antar at selskapet er i ”steady state” og dermed har konstant vekst og avkastning.⁹¹ Lengden på budsjetteringshorisonten avgjøres med andre ord hovedsakelig av hvor lang tid det tar før Farstad oppnår ”steady state”-vekst. I og med at Farstad opererer i en syklisk bransje bør budsjetteringsperioden være lenger enn hvis selskapet hadde operert i en bransje preget av stabil vekst.⁹²

Et annet forhold som påvirker valg av budsjetteringsperiode er kvaliteten på regnskapsføringen. Dersom et selskap har et objektivt verdibasert regnskap vil det ikke være behov for noen budsjetteringsperiode, mens hvis selskapet opererer etter et kontantprinsipp er det behov for en lang budsjetteringsperiode. Farstad fører sine regnskaper etter IFRS, som er verdibasert. Dette taler for en kortere budsjetteringshorisont enn hvis selskapet hadde ført regnskapet etter norske historisk kost-prinsipper.

Ettersom kvaliteten på Farstad sin regnskapsføring vurderes som tilfredsstillende, vil det være avgjørende for lengden på budsjetteringshorisonten hvor lang tid det tar før selskapet når steady state. Siden Farstad opererer i en syklisk bransje bør investeringshorisonten være relativt lang. Jeg velger derfor en budsjetteringshorisont på 11 år, fra 2012 til 2022.

⁹¹ Koller, Goedhart & Wessels (2010) s. 188

⁹² Kaldestad & Møller (2011) s. 79

Bransjen for offshore servicefartøy antas å være på vei ut av en lavkonjunktur i 2012 som går over til å være høykonjunktur i første halvdel av budsjetteringshorisonten. Mot slutten av budsjetteringshorisonten forventer jeg at høykonjunktoren gradvis stabiliserer seg mot ”steady state”, før bransjen når ”steady state” i 2022, som beskrevet i kapittel 8.4.1. Terminalverdien beregnes i 2023 ved hjelp av Gordons vekstformel.

9.2 Utvikling i budsjett drivere

I den strategiske analysen i kapittel 8 kommer det frem at lønnsomheten og fremtidsutsiktene i bransjen Farstad opererer i er avhengig av utviklingen i verdensøkonomien. Tilstanden i verdensøkonomien påvirker etterspørselen etter olje og gass som igjen påvirker oljeprisen. En høyere oljepris vil medføre høyere offshoreaktivitet, både når det kommer til leting og produksjon. Dersom det er høy aktivitet offshore vil det være høy etterspørsel etter blant annet offshore servicefartøy. En høy etterspørsel etter offshore servicefartøy vil bidra til en høy utnyttelsesgrad og bedre dagrater på fartøyene, som øker lønnsomheten.

Høy etterspørsel etter fartøy alene er ikke med på å bedre markedssituasjonen for offshore servicefartøy. De siste årene har overkapasitet vært et stort problem i markedet, noe som illustreres av forholdstallet mellom antall fartøy i forhold til antall rigger. Et forholdstall over 4 vil medføre en krevende markedssituasjon. Per mars 2012 var det 4,1 fartøy per rigg, mens dette tallet er forventet å falle til 3,9 i løpet av 2014, noe som reflekterer at markedet er i ferd med å snu til skipseiernes fordel. Selv om bransjen har flere ordre på nye skip frem til 2014, 187 AHTS og 276 PSV, vil kondemnering av eldre skip opprettholde balansen. Høyere etterspørsel etter nyere skip på periodekontrakter og økt konkurranse fra andre spesialskip er drivere som vil medføre at eldre skip i større grad vil bli kondemnert fremover enn tidligere.⁹³

Det er altså forventet at markedet for offshore servicefartøyer gradvis vil bedre seg i løpet av 2012 og mot 2015. Jeg forventer at markedet for offshore servicefartøy vil være på toppen av en høykonjunktur i 2015, og at markedet fra og med 2015 vil stabilisere seg mot ”steady state” i 2022.

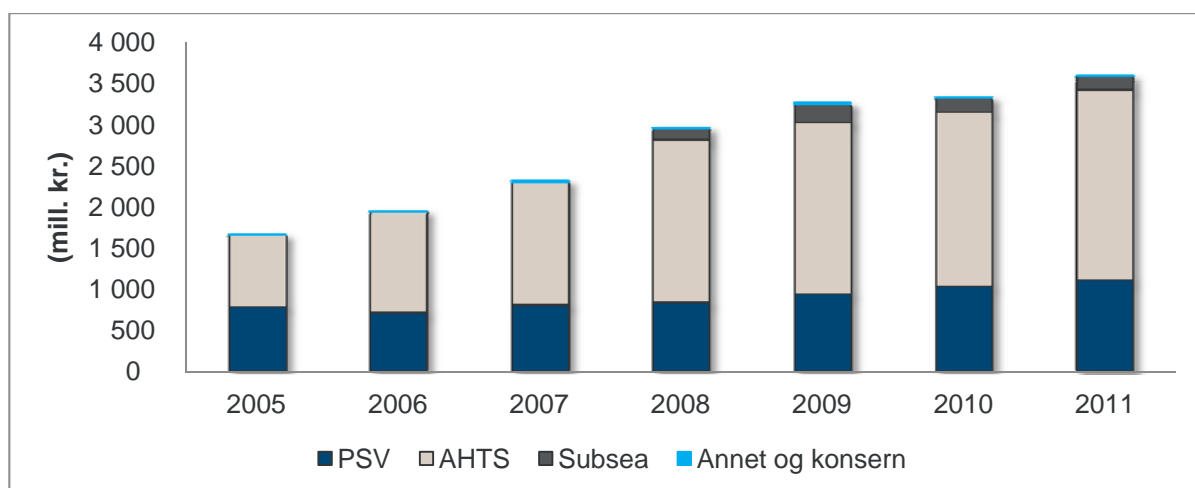
⁹³ Clarkson Capital Market (mai 2012)

De ulike budsjettdriverne blir påvirket av utviklingen i bransjen. Budsjettdriverne som ligger til grunn for denne verdivurderingen er hovedsakelig fremtidige driftsinntekter, fremtidig omløp til netto driftseiendeler, og fremtidig netto driftsmargin. I tillegg vurderes finansiell gjeldsandel og finansiell eiendelsandel. Verdivurderingen vil også være avhengig av fremtidig avkastningskrav.

9.3 Driftsinntekter

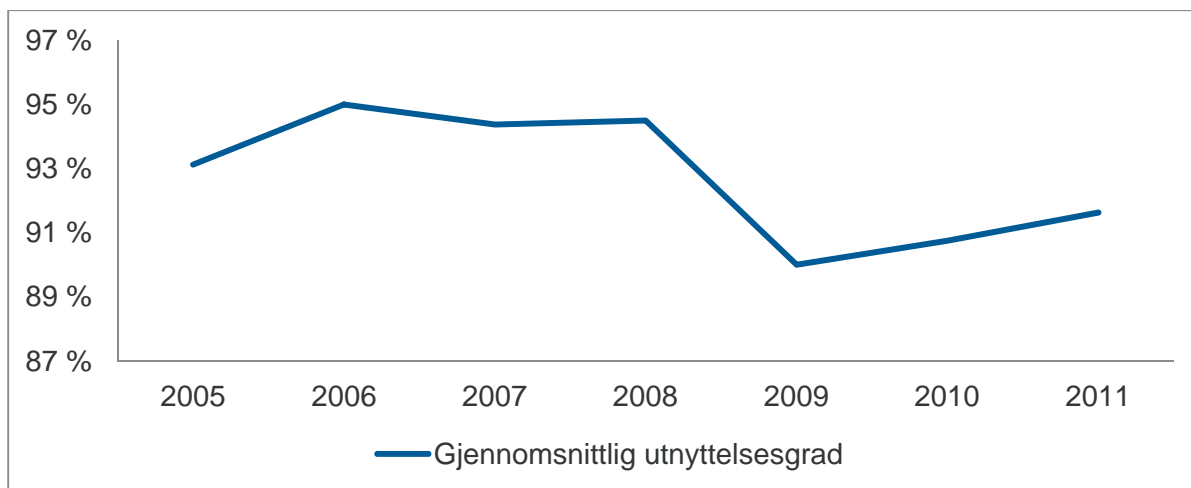
9.3.1 Utvikling i analyseperioden

Etter at finanskrisen begynte å påvirke verdensøkonomien og oljebransjen i større grad i 2009 opplevde bransjen å gå inn i en nedgangskonjunktur, med svakere vekst og lavere utnyttelsesgrader og dagrater. I analyseperioden fra 2005-2011 har Farstad sin utvikling fulgt trendene i bransjen.



Figur 57 Farstad sine driftsinntekter i perioden 2005-2011 (mill, kr.)

Utviklingen i driftsinntekter viser at den kraftige veksten fra 2006 til 2009 blir etterfulgt av tilnærmet null vekst mellom 2009 og 2010. Mens bidraget fra PSV-aktiviteter har holdt seg relativt stabilt i perioden, har bidraget fra AHTS-aktiviteter økt kraftig. Det vil si at andelen av driftsinntekter som kommer fra AHTS-aktiviteter har steget i perioden, mens andelen knyttet til PSV-aktiviteter har gått tilbake. I 2008 startet Farstad med subsea-aktiviteter. Selv om bidraget fra segmentet økte fra 2008-2010, har bidraget vært noe svakere igjen i 2010 og 2011.



Figur 58 Farstad sin oppnådde utnyttelsesgrad på fartøyene i perioden 2005-2011

Utviklingen i driftsinntekter henger sammen med hvilken utnyttelsesgrad Farstad har oppnådd i perioden. Mens en utnyttelsesgrad over 95 % gir gode dagrater og således høyere driftsinntekter, vil en utnyttelsesgrad under 92-93 % gi press på ratenivået.⁹⁴ Lavere dagrater vil gi svakere driftsinntekter. I en slik markedssituasjon vil også en større del av etterspørselen vri seg fra periodemarkedet til spotmarkedet, noe som igjen vil forsterke ubalansen i markedet ytterligere. Figuren over viser at Farstad sin oppnådde gjennomsnittlige utnyttelsesgrad falt fra 94,5 % i 2008 til 90,0 % i 2009, mens den har steget noe igjen i 2010 og 2011. Gjennomsnittlig utnyttelsesgrad var på 91,6 % i 2011.

9.3.2 Utvikling fremover

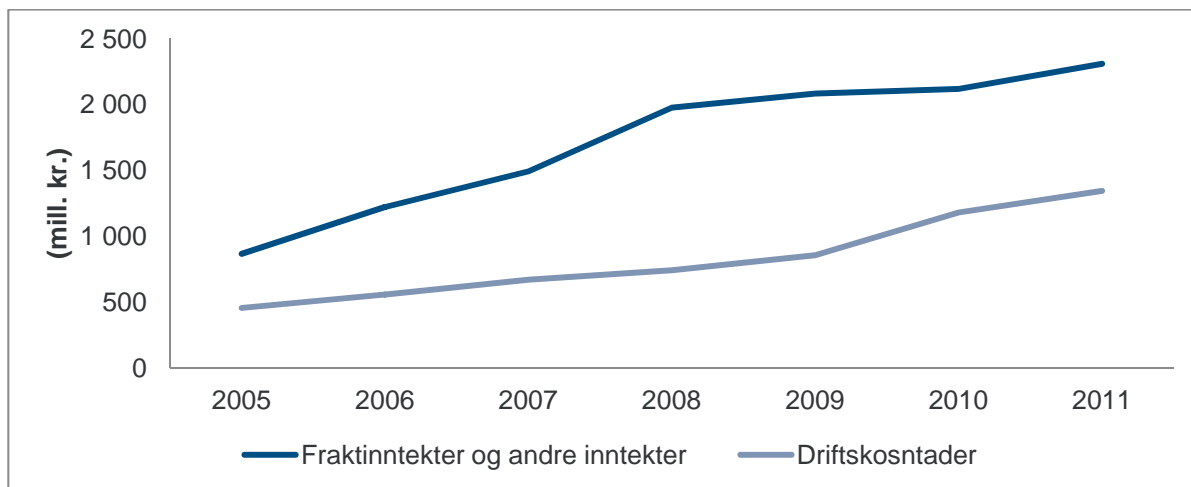
AHTS-markedet

Ankerhåndteringsfartøyene sin andel av Farstad sine inntekter har økt kraftig siden 2005. I analyseperioden har selskapet sine inntekter knyttet til dette markedet økt fra drøye 850 millioner kroner til drøye 2 300 millioner kroner. Kostnadene knyttet til AHTS-markedet har også steget i analyseperioden, men ikke i like stor grad som inntektene. Dette kan tyde på at lønnsomheten er bedret i løpet av perioden.

Flåten til Farstad består av 30 AHTS-fartøy og den verdivektede gjennomsnittsalderen på fartøyene er 7 år. Farstad har bestilt to nybygg som begge leveres i 2013. Dette vil senke den

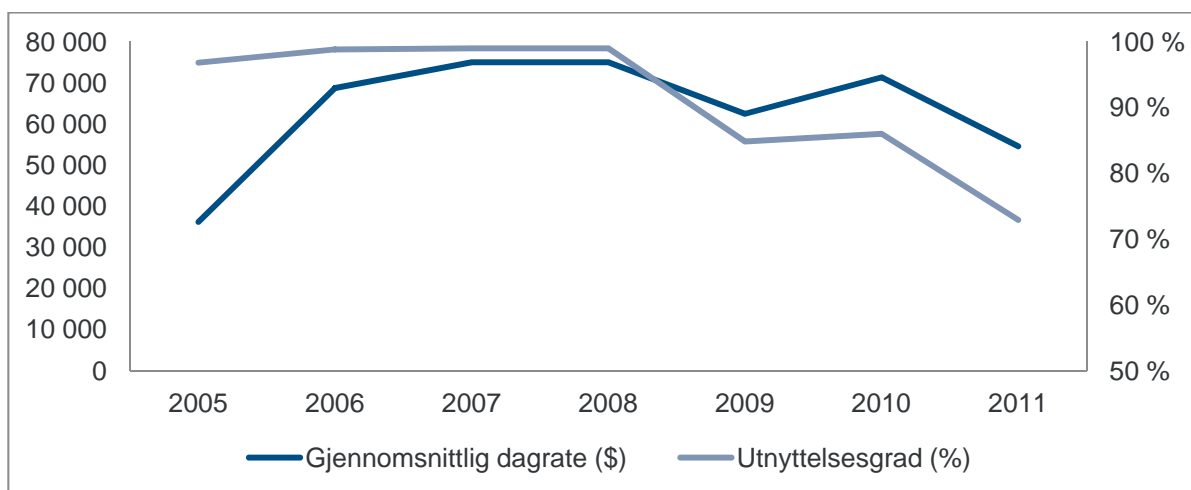
⁹⁴ Farstad Shipping ASA. Årsrapport 2011

verdivektete gjennomsnittsalderen med 0,8 år. Lav gjennomsnittsalder på flåten er positivt og vil gjøre Farstad til en attraktiv leverandør av ankerhåndteringsfartøy også i fremtiden.



Figur 59 Driftsinntekter og driftskostnader - AHTS-markedet (mill. kr.)

Etterspørselen etter ankerhåndteringsfartøyer i markedet gjenspeiles i gjennomsnittlige dagrater og utnyttelsesgrad som oppnås. Mens gjennomsnittlige dagrater for ankerhåndteringsfartøyer globalt utgjorde i underkant av \$ 40 000 i begynnelsen av analyseperioden, utgjorde gjennomsnittlige dagrater \$ 75 000 i 2007 og 2008, på toppen av høykonjunkturen. Fra 2008 har gjennomsnittlige dagrater sunket igjen, sammen med oppnådd utnyttelsesgrad.⁹⁵



Figur 60 Utvikling i dagrater og utnyttelsesgrad for AHTS globalt

⁹⁵ <http://www.workboat.com/day-rates.aspx> (Lastet ned 9.7.2012)

I 2012 og 2013 er det forventet at den globale utnyttelsesgraden igjen kommer på nivå med utnyttelsesgraden i 2009 og 2010 på rundt 85 %. Dette vil gjøre at dagratene stiger, men trolig ikke like kraftig som utnyttelsesgraden, da kontraktene som setter dagratene kan være langsiktige. Høyere utnyttelsesgrad og dagrater vil gi solid vekst i driftsinntekter fra AHTS-markedet.

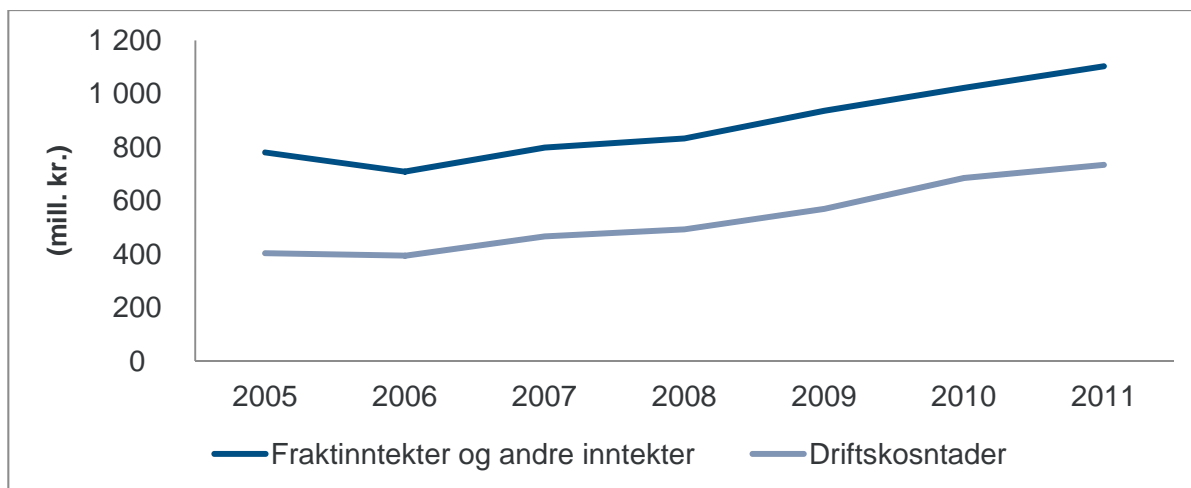
I 2015 er det forventet at det globale markedet vil være på toppen av en ny høykonjunktur, og utnyttelsesgraden er forventet å ligge på 99 % som i 2008. Dette vil gi gode dagrater på nye kontrakter, og driftsinntektene fra AHTS-markedet er forventet å være høyere enn dagens nivå.

Fra 2016 er det forventet at utnyttelsesgraden gradvis stabiliserer seg på 90 %, som tilsvarer en stabil markedssituasjon i det globale AHTS-markedet, der verken skipseierne eller oljeselskapene har markedsmakt. Selv om driftsinntektene fra AHTS-markedet ventes å synke noe fra nivået i 2015 vil en stabil markedssituasjon gi gode dagrater, og veksten i driftsinntekter er forventet å stige gradvis, til den stabiliserer seg på 4 % i 2022.

PSV-markedet

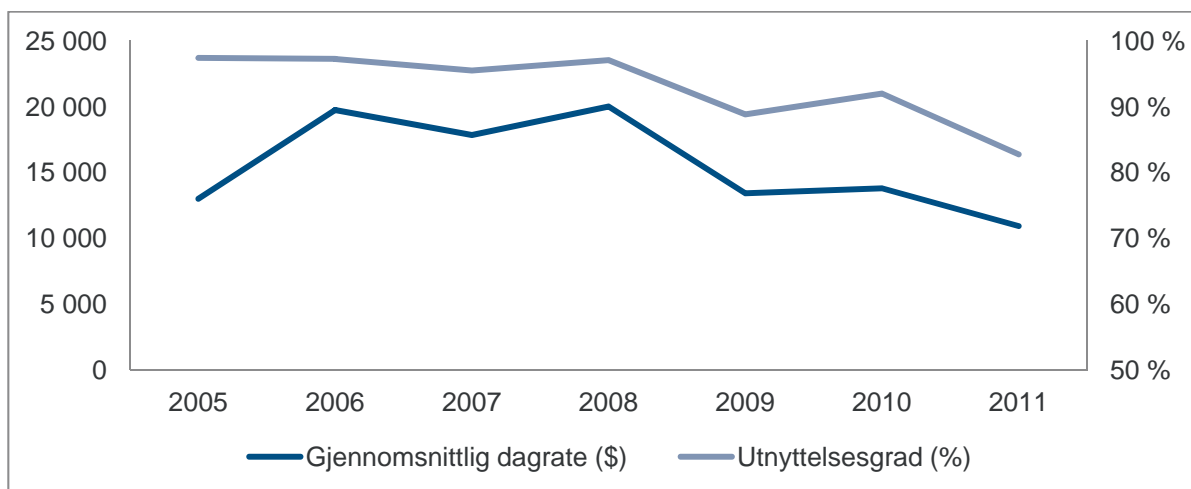
Farstad sine inntekter knyttet til plattform forsyningsfartøyer har også vært i vekst fra 2005-2011, men ikke i like stor grad som inntektene knyttet til AHTS-fartøy. Andelen av Farstad sine inntekter knyttet til PSV-fartøyer har dermed sunket i perioden. Kostnadene knyttet til PSV-fartøyene til Farstad har hatt omtrent samme utvikling som inntektene i analyseperioden, noe som kan tyde på at marginene i PSV-markedet er presset.

Flåten til Farstad består av 21 PSV-fartøy, og den verdivektede gjennomsnittsalderen på fartøyene er 8 år. Farstad har bestilt seks nybygg, hvorav tre leveres i 2012 og tre leveres i 2013. Dette vil senke den verdivektede gjennomsnittsalderen til PSV-fartøyene med 2,5 år. På samme måte som med AHTS-fartøyene vil lav gjennomsnittsalder på flåten være positivt, ved at det gjør Farstad til en attraktiv leverandør av PSV-fartøy også i fremtiden.



Figur 61 Driftsinntekter og driftskostnader - PSV-markedet (mill. kr.)

Gjennomsnittlige dagrater og utnyttelsesgrad gjenspeiler etterspørselen etter PSV-fartøy godt. Mens den globale utnyttelsesgraden i gjennomsnitt var på 97 % i begynnelsen av budsjetteringsperioden, lå gjennomsnittlig utnyttelsesgrad på 83 % i 2011. I samme periode har også gjennomsnittlige dagrater sunket.⁹⁶



Figur 62 Utvikling i dagrater og utnyttelsesgrad for PSV globalt

I 2012 og 2013 er det forventet at utnyttelsesgraden globalt igjen kommer på nivå med utnyttelsesgraden i 2009 og 2010 på rundt 90 %. Som en følge av bedret utnyttelsesgrad vil dagratene stige. Det er forventet en stabil vekst i driftsinntektene fra PSV-markedet frem mot 2015.

⁹⁶ <http://www.workboat.com/day-rates.aspx> (Lastet ned 9.7.2012)

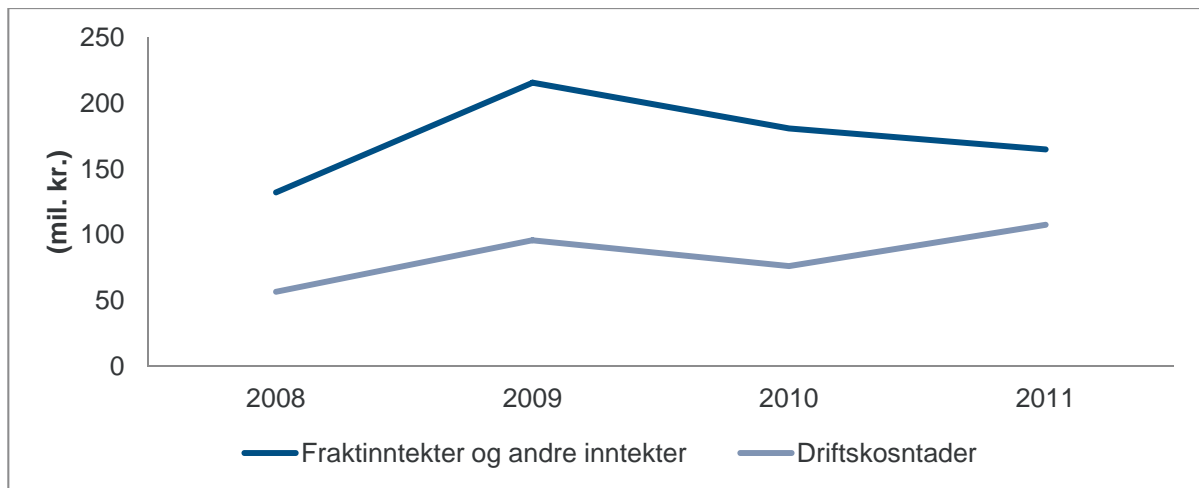
På samme måte som for AHTS-markedet er det forventet at det globale markedet for PSV-fartøy vil være på toppen av en ny høykonjunktur i 2015. Det er forventet at utnyttelsesgraden igjen når 2008-nivå på 97 %. En så høy utnyttelsesgrad vil gjøre at dagratene stiger, som medfører at driftsinntektene fra PSV-markedet vil ligge over dagens nivå.

Fra 2016 er det forventet at den globale utnyttelsesgraden gradvis vil bevege seg mot 95 %, som tilsvarer en stabil markedssituasjon i PSV-markedet, der verken skipseierne eller oljeselskapene har markedsmakt. Selv om driftsinntektene fra PSV-markedet ventes å synke noe i 2016 og 2017, vil en stabil markedssituasjon gi gode dagrater. Veksten i driftsinntekter er forventet å stige gradvis, til den stabiliserer seg på 4 % i 2022.

Subsea

Farstad sine inntekter knyttet til subsea-fartøy steg kraftig det første året de var i drift, mens inntektene har sunket siden 2009. Kostnadene knyttet til subsea-fartøyene har økt i perioden, så lønnsomheten i segmentet har vært fallende. Flåten til Farstad består av 3 subsea-fartøy og den verdivektede gjennomsnittsalderen på fartøyene er 5 år.

Farstad er en relativt ny og liten aktør innenfor subsea-fartøy og markedet er preget av hard konkurranse. Jeg forventer at markedssituasjonen for Farstad i 2012 og 2013 fremdeles vil være preget av fallende lønnsomhet, men at Farstad, basert på den brede erfaringen selskapet har fra AHTS- og PSV-segmentet, vil øke lønnsomheten gradvis. Det forventes derfor at dette segmentet vil ha en negativ vekst i driftsinntekter i 2012 og 2013, men at den negative veksten stadig vil være mindre, og at man oppnår nominell nullvekst i 2014. Fra 2015 er det forventet at veksten i driftsinntekter vil stige gradvis, og at den stabiliserer seg på 4 % i 2022.



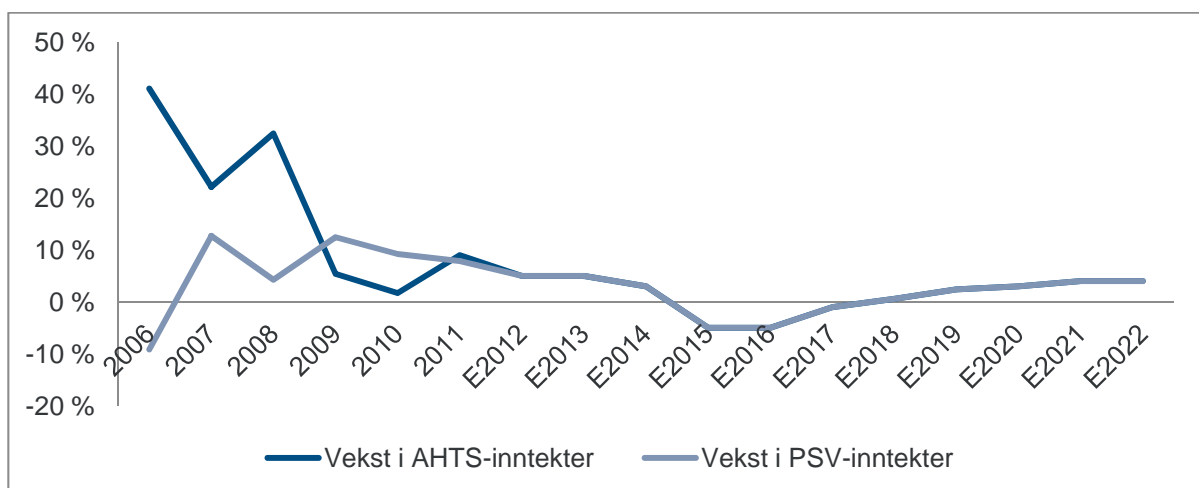
Figur 63 Driftsinntekter og driftskostnader - subsea-markedet (mill. kr.)

Andre driftsinntekter

Det antas at andre driftsinntekter vil vokse i takt med de øvrige driftsinntektene gjennom hele budsjetteringsperioden. I 2022 er veksten i andre driftsinntekter forventet å være 4 %.

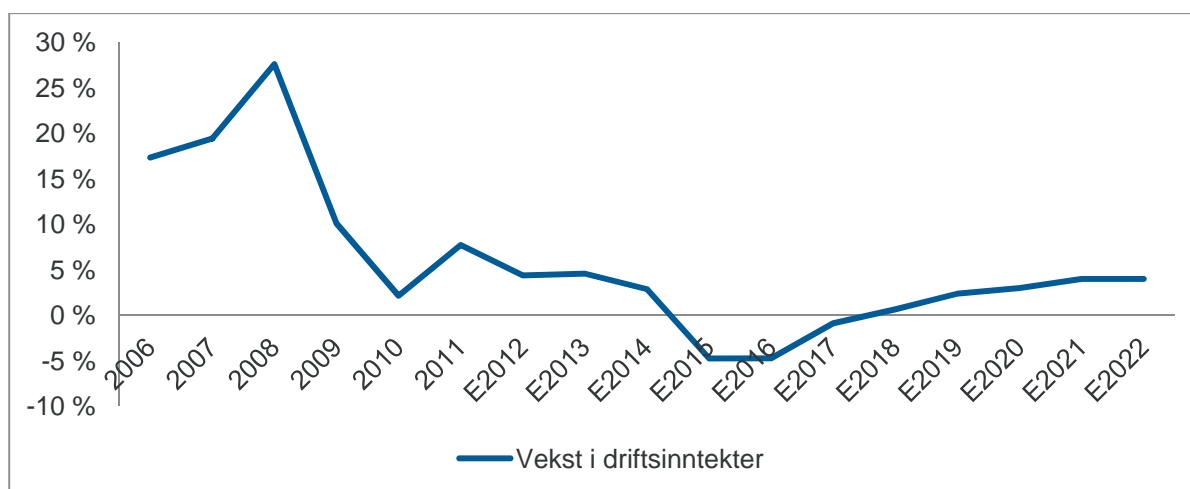
9.3.3 Oppsummering

Figurene under viser en oppsummering av historisk vekst i driftsinntekter fra AHTS- og PSV-markedet, samt forventet fremtidig vekst i driftsinntekter fra disse segmentene frem til 2022.



Figur 64 Historisk og forventet fremtidig vekst i driftsinntekter fra AHTS- og PSV-markedet

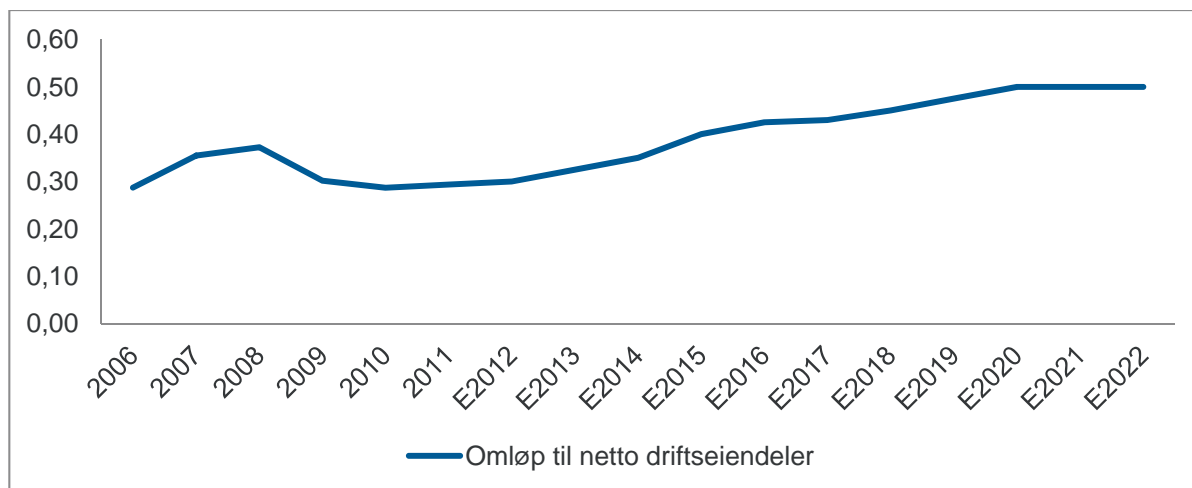
Figurene under viser en oppsummering av historisk vekst i totale driftsinntekter, samt forventet fremtidig vekst i driftsinntekter frem til 2022.



Figur 65 Historisk og forventet fremtidig vekst i totale driftsinntekter

9.4 Omløp til netto driftseiendeler

Omløp til netto driftseiendeler måler selskapets evne til å skape driftsinntekt per krone investert i drift. De siste årene har Farstad hatt høyere omløp til netto driftseiendeler enn bransjen og dermed en strategisk fordel i forhold til bransjen. Bransjen for offshore servicefartøy er en kapitalintensiv bransje. Det kan være en forklaring til at Farstad har hatt et historisk lavt omløp til netto driftseiendeler. En ung flåte, der en relativt liten andel av verdien på fartøyene er avskrevet, kan også være en årsak til lavt nøkkeltall. Etter hvert som flåten blir eldre er det forventet at omløp til netto driftseiendeler vil stige. Farstad har som mål å ha en moderne flåte, så reinvestering i fartøy og salg av eldre skip vil være en del av den normale driften. Jeg forventer derfor at nøkkeltallet vil fortsette å være lavt. I 2022 forventer jeg at Farstad vil ha omløp til netto driftseiendeler på 0,5. Figuren under viser en oppsummering av historisk og forventet fremtidig omløp til netto driftseiendeler frem til 2022.

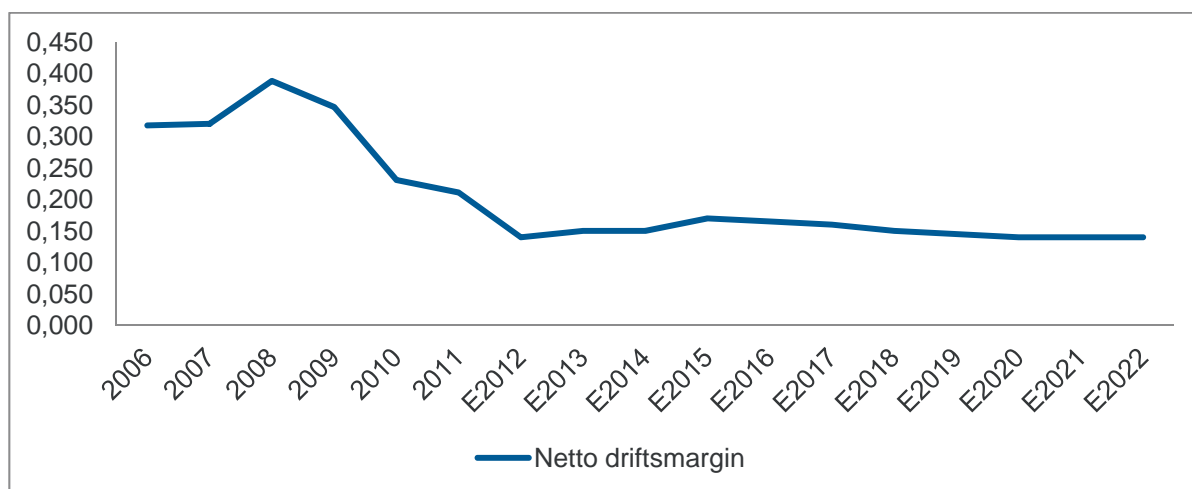


Figur 66 Historisk og forventet fremtidig omløp til netto driftseiendeler for Farstad

9.5 Netto driftsmargin

Farstad har hatt en høyere netto driftsmargin enn bransjen siden 2006 og gjennom resten av analyseperioden. I 2012 er det forventet at driftsmarginen vil være svakere enn i 2011, men at den styrker seg gradvis mot 2015. I 2015 er netto driftsmargin forventet å ligge på 0,17.

I analyseperioden har bransjen sin netto driftsmargin i gjennomsnitt ligget på 0,225. Det er forventet at netto driftsmargin vil være lavere i "steady state". En årsak er at det er forventet at kostnader knyttet til samfunnsansvar og miljøtiltak vil øke i fremtiden. Fra 2016 til 2022 er netto driftsmargin forventet å bevege seg gradvis mot 0,14.



Figur 67 Historisk og forventet fremtidig netto driftsmargin for Farstad

9.6 Finansiell gjeldsandel

Gjennom analyseperioden har Farstad hatt en lavere gjeldsandel enn bransjen. Den lave gjeldsandelen gjør at Farstad blir vurdert som et solid selskap, men samtidig gjør det at bransjen vil ha en strategisk fordel overfor Farstad når det gjelder finansiering, da kostnaden ved gjeldsfinansiering er lavere enn avkastningen fra driften. For å redusere fordelene bransjen har overfor Farstad forventer jeg at selskapet vil øke gearingen, men ikke i så stor grad at det går ut over soliditeten. Fra en forventet gjeldsandel på 55 % i 2015, økes gjeldsandelen gradvis til 60 % i 2022.

9.7 Finansiell eiendelsandel

I analyseperioden har Farstad hatt en gjennomsnittlig finansiell eiendelsandel på i overkant av 17 %. Det er forventet at eiendelsandelen vil være noe lavere enn gjennomsnittet i ”steady state”. I 2022 er det forventet at finansiell eiendelsandel vil være 15 %.

9.8 Fremtidige avkastningskrav

Avkastningskravet til totalkapitalen (WACC) beregnes som et vektet gjennomsnitt av avkastningskravet til egenkapitalen og gjeldskapitalkostnaden slik som beskrevet i kapittel 6. I verdivurderingen vil det fremtidige avkastningskravet benyttes til å diskontere fremtidige kontantstrømmer for å finne verdien av selskapet i dag.

Beregningen av det fremtidige avkastningskravet bygger på en antakelse om at risikofri rente vil være høyere mot slutten av budsjetteringsperioden enn den har vært i analyseperioden. I tillegg legger jeg til grunn betaverdiene som ble beregnet i kapittel 6. Jeg antar at det ikke vil være noen minoritetsinteresser i Farstad fremover. Figuren under viser avkastningskravet i budsjetteringsperioden.

	E2012	E2013	E2014	E2015	E2016	E2017	E2018	E2019	E2020	E2021	E2022
Egenkapitalkrav	0,055	0,057	0,063	0,064	0,067	0,071	0,074	0,078	0,081	0,082	0,082
EK/NDK	0,552	0,559	0,568	0,575	0,576	0,569	0,564	0,558	0,551	0,547	0,547
Krav til netto finansiell gjeld	0,034	0,035	0,042	0,043	0,047	0,050	0,053	0,057	0,060	0,060	0,060
NFG/NDK	0,448	0,441	0,432	0,425	0,424	0,431	0,436	0,442	0,449	0,453	0,453
Krav til netto driftskapital	0,046	0,047	0,054	0,055	0,058	0,062	0,065	0,069	0,072	0,072	0,072

Figur 68 Farstads fremtidige avkastningskrav

9.9 Fundamental verdivurdering

Gjennom kapittelet er alle antakelser som trengs for å gjennomføre en fundamental verdivurdering av Farstad tatt. Den fundamentale verdivurderingen følger metoden som er beskrevet i kapittel 3. Ved å diskontere fremtidige kontantstrømmer til netto driftskapital og trekke fra netto finansiell gjeld finner jeg verdien på egenkapitalen indirekte. Verdien per aksje finner jeg så ved å dele egenkapitalen på antall utestående aksjer. Per 31.12.2011 er den estimerte verdien per aksje 174,86 kroner, noe som tilsvarer en oppside på 15,8 % i forhold til børsverdien som var på 151,00 kroner per aksje 30.12.2011.

	2011	E2012	E2013	E2014	E2015	E2016	E2017	E2018	E2019	E2020	E2021	E2022	E2023
Fri kontantstrøm fra drift		257 285	1 018 235	1 141 404	2 567 616	1 593 404	753 867	868 377	785 181	707 537	252 328	262 421	272 918
Diskonteringsfaktor		1,046	1,095	1,154	1,217	1,288	1,368	1,457	1,557	1,669	1,789	1,917	
Nåverdi 2012-2022	7 864 703	246 053	929 639	989 071	2 109 288	1 236 917	551 207	596 119	504 434	424 037	141 072	136 865	
Nåverdi av terminalleddet	4 453 141												4 453 141
Nåverdi av fri kontantstrøm fra drift	12 317 844												
Netto finansiell gjeld	5 498 365												
Minoritetsinteresser	-												
Verdi av egenkapital	6 819 479												
Antall aksjer	39 000 000												
Verdiestimat per aksje	174,86												

Figur 69 Fundamental verdivurdering av Farstads egenkapital (verdi i '000 kroner for alle verdier unntatt antall aksjer og verdiestimat per aksje)

Det kan være flere årsaker til at verdiestimatet avviker fra faktisk aksjekurs 31.12.2011. Farstad opererer i en konjunkturutsatt bransje og investorer kan ha en preferanse for mindre konjunkturutsatte aksjer i nedgangstider. Utviklingen i oljeprisen har betydelig innvirkning på Farstad sin inntjening. I løpet av høsten 2011 var det spekulasjoner i om oljeprisen ville falle i 2012 eller om prisnivået ville holde seg.⁹⁷ Det er med på å skape usikkerhet rundt inntjeningen til selskapene som påvirkes av oljeprisen, deriblant Farstad. Om Farstad innfrir markedets forventninger til inntjening og aktivitet eller ikke, kan også ha innvirkning på aksjekursen. Dersom forutsetningene som ligger til grunn for den fundamentale verdivurderingen er for optimistiske vil det medføre at verdiestimatet er for høyt. Det vil også medføre at verdiestimatet avviker fra faktisk aksjekurs 31.12.2011.

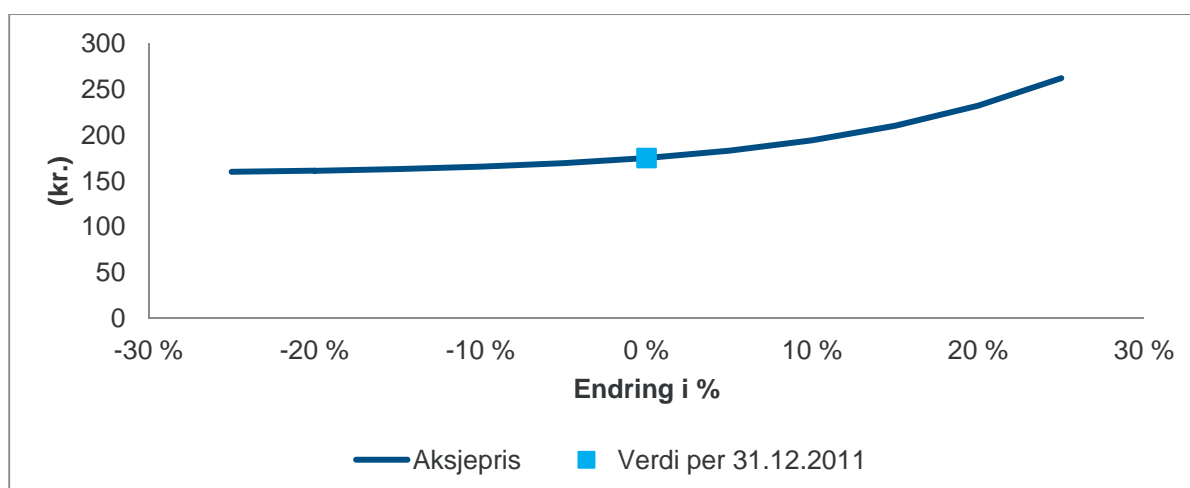
⁹⁷ <http://e24.no/olje-og-raavarer/dette-er-oljeprisanslagene/20107075?view=print> (Lastet ned 28.11.2012)

10. Sensitivitetsanalyse

Det verdiestimatet jeg har kommet frem til i den fundamentale verdivurderingen er avhengig av de antakelsene som er gjort rundt de sentrale budsjett- og verdidriverne. Verdiestimatet er med andre ord et punkttestimat, en forventet aksjeverdi basert på forventningene rundt sentrale budsjett- og verdidrivere. Ved å gjennomføre sensitivitetsanalyser for de sentrale verdidriverne kan jeg se hvor usikre antakelsene er og dermed hvor usikkert verdiestimatet er.⁹⁸

10.1.1 Endring i vekst i driftsinntekter

Figuren under viser hvordan verdiestimatet endrer seg når veksten i driftsinntekter endres i perioden 2012-2022.

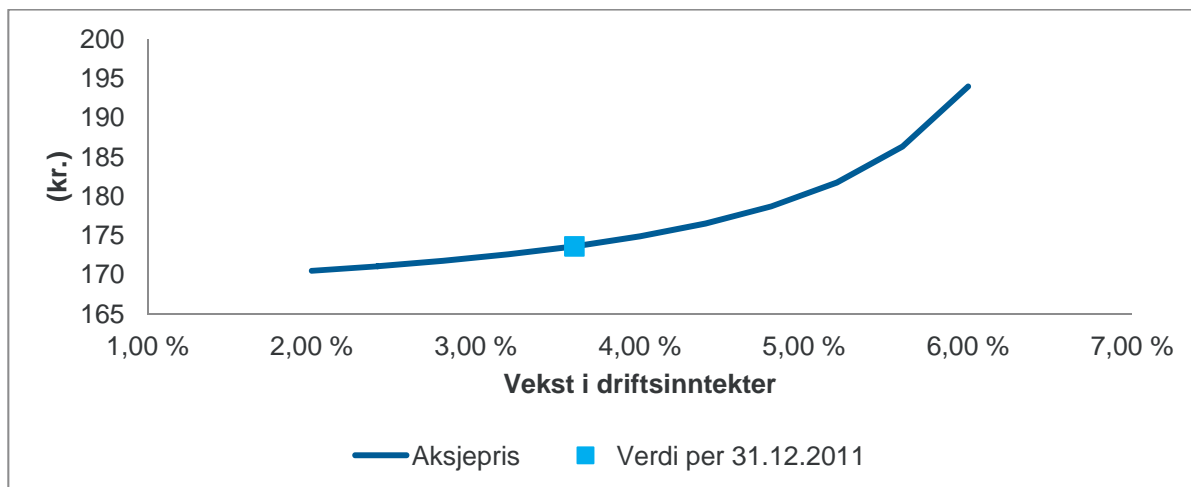


Figur 70 Endring i aksjepris ved endring av vekst i driftsinntekter i 2012-2022

Ved å endre veksten i driftsinntekter endrer estimatet på aksjeverdien seg. Ved å redusere veksten i driftsinntekter med 20 % faller aksjeverdien fra 174,86 kroner til 160,98 kroner. Aksjekursen er noe mer sensitiv for høyere vekst. Ved å øke veksten i driftsinntekter med 20 % stiger aksjeverdien til 232,04 kroner. Analysen viser at verdiestimatet er sensitivt overfor antakelsen om vekst i driftsinntektene i budsjetteringsperioden. Det er viktig for verdivurderingen av Farstad at ledelsen av selskapet legger til rette for fortsatt vekst i årene fremover.

⁹⁸ Kaldestad & Møller (2011) s. 84

Figuren under viser hvordan verdiestimatet endrer seg når veksten i driftsinntekter endres i terminalåret.

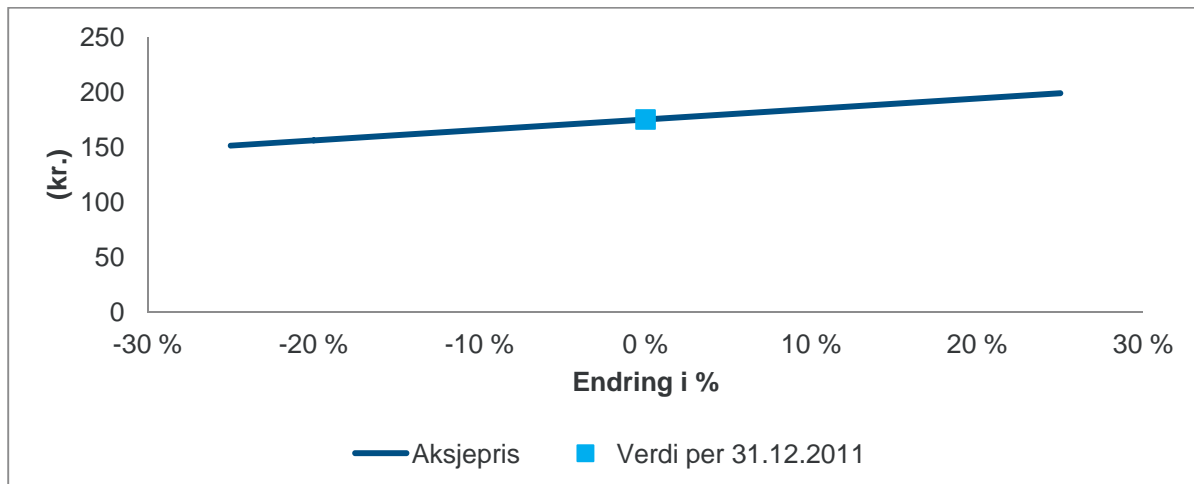


Figur 71 Endring i aksjepris ved endring av vekst i driftsinntekter i terminalåret

Ved å endre veksten i driftsinntekter i terminalåret endrer estimatet på aksjeverdien seg, men figuren viser at aksjeprisen ikke er særlig sensitiv for endringer i vekst i driftsinntekter i terminalåret. Ved å redusere veksten i driftsinntekter med 50 % faller aksjeverdien kun fra 174,86 kroner til 170,47 kroner. Aksjekursen er noe mer sensitiv for høyere vekst, men også her holder den seg stabil. Ved å øke veksten i driftsinntekter med 50 % stiger aksjeverdien til 193,95 kroner. Analysen viser at verdiestimatet ikke er særlig sensitivt overfor antakelsen om vekst i terminalåret. Det kan indikere at det er andre drivere som har større betydning på aksjekursen enn vekst i driftsinntekter i terminalåret, og at aksjekursen er mer sensitiv overfor endringer i disse.

10.1.2 Endring i netto driftsmargin

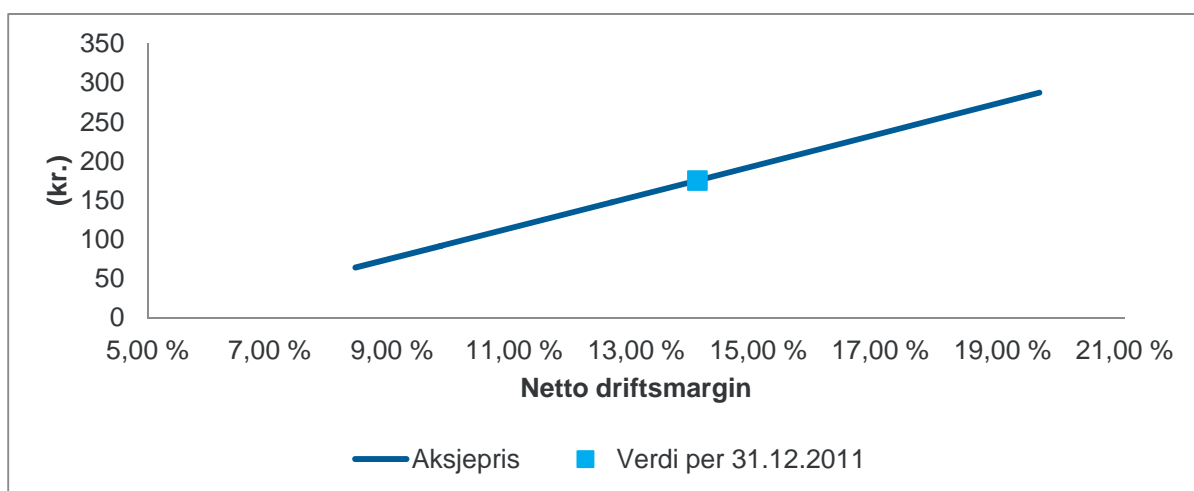
Figuren under viser hvordan verdiestimatet endrer seg når netto driftsmargin endres i perioden 2012-2022.



Figur 72 Endring i aksjepris ved endring i netto driftsmargin i 2012-2022

Sensitivitetsanalysen viser at verdiestimatet er sensitivt overfor endringer i netto driftsmargin i perioden 2012-2022. Dersom netto driftsmargin reduseres med 10 % i perioden faller verdiestimatet til 165,34 kroner. Om netto driftsmargin derimot øker med 10 % i perioden stiger verdiestimatet til 184,38 kroner. Det vil være viktig for verddivurderingen av Farstad at selskapet har god kostnadskontroll i budsjetteringsperioden.

Figuren under viser hvordan verdiestimatet endrer seg når netto driftsmargin endres i terminalåret.

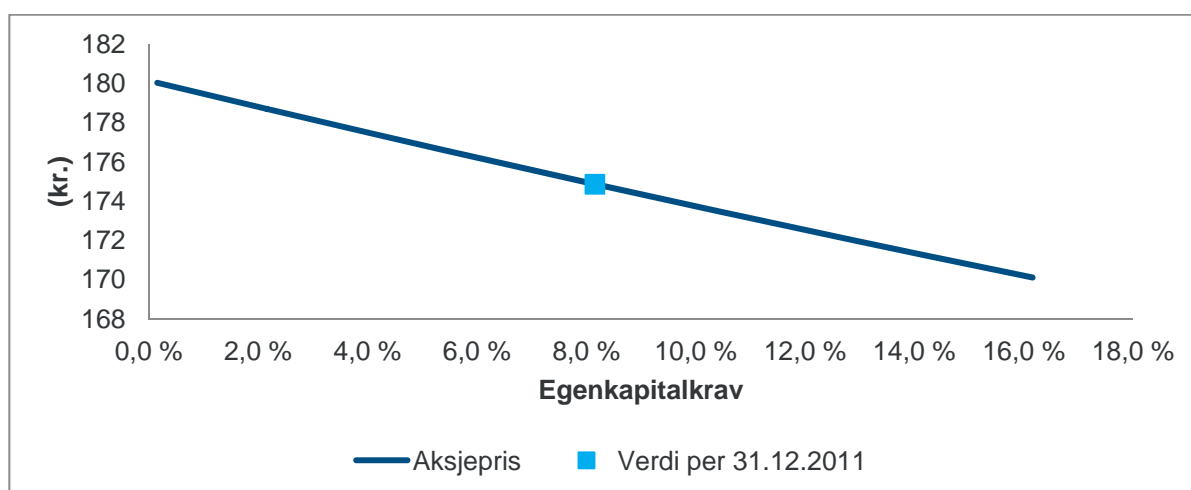


Figur 73 Endring i aksjepris ved endring i netto driftsmargin i terminalåret

Sensitivitetsanalysen viser at estimatet på aksjeprisen er følsomt overfor endringer i netto driftsmargin i terminalåret. Dersom netto driftsmarginen reduseres med 10 % faller aksjeverdien til 147,00 kroner, mens den stiger til 202,78 kroner dersom netto driftsmargin øker med 10 %. Verdiestimatet er mer sensitivt overfor endringer i netto driftsmargin i terminalåret enn i budsjetteringsperioden. Dersom kostnader knyttet til for eksempel miljøtiltak øker mer enn det som er hensyntatt i denne verdivurderingen, vil det kunne ha negativ effekt på Farstad sin netto driftsmargin i budsjetteringsperioden og i terminalåret, og således på verdiestimatet.

10.1.3 Endring i egenkapitalkrav

Egenkapitalkravet bestemmes av risikofri rente, risikopremien og egenkapitalbetaen, som sammen gir uttrykk for selskapsspesifikk risiko og den generelle markedsrisikoen som er knyttet til å investere i aksjen. Risikofri rente og risikopremien styres av makroøkonomiske forhold som ligger utenfor selskapets kontroll, mens egenkapitalbetaen gir uttrykk for aksjens risiko relativt til markedet. Selv om egenkapitalkravet virker rimelig i forhold til dagens rentenivå og prognoser om fremtiden, kan det være aktuelt å justere egenkapitalkravet dersom hendelser endrer de prognosene jeg har lagt til grunn. Da er det nyttig å vite hvordan verdien på selskapet endrer seg ved å endre egenkapitalkravet. Figuren under viser hvordan verdiestimatet endrer seg når egenkapitalkravet endres.



Figur 74 Endring i aksjepris ved endring i egenkapitalkrav i terminalåret

Ved å endre egenkapitalkravet endrer estimatet på aksjeverdien seg. Ved å øke egenkapitalkravet fra 8,2 % til 14,2 % faller aksjeverdien fra 174,86 kroner til 171,26 kroner, mens ved å redusere egenkapitalkravet til 2,2 % øker aksjeverdien til 178,69 kroner.

Sensitiviteten overfor endringer i egenkapitalkravet kan deles inn i sensitivitet overfor endringer i innsatsfaktorene til egenkapitalkravet. Under undersøkes endringer i risikofri rente og egenkapitalbetaen nærmere.

		Egenkapitalbeta								
		0,57	0,62	0,67	0,72	0,77	0,82	0,87	0,92	0,97
Risikofri rente	1,3 %	201,58	194,54	188,15	182,32	177,00	172,10	167,60	163,43	159,56
	2,3 %	200,79	193,76	187,39	181,58	176,27	171,40	166,90	162,75	158,90
	3,3 %	200,02	193,00	186,64	180,85	175,56	170,70	166,22	162,09	158,25
	4,3 %	199,25	192,25	185,91	180,14	174,86	170,02	165,55	161,43	157,61
	5,3 %	198,50	191,52	185,19	179,43	174,17	169,34	164,90	160,79	156,99
	6,3 %	197,76	190,79	184,48	178,74	173,49	168,68	164,25	160,16	156,37
	7,3 %	197,03	190,08	183,78	178,06	172,83	168,03	163,61	159,54	155,76
	8,3 %	196,32	189,38	183,10	177,39	172,17	167,39	162,99	158,92	155,16
	9,3 %	195,62	188,69	182,42	176,73	171,52	166,76	162,37	158,32	154,57

Figur 75 Sensitivitet i aksjepris for endring i risikofri rente etter skatt og egenkapitalbeta

I verdiestimatet er det benyttet en risikofri rente etter skatt på 4,3 % og en egenkapitalbeta på 0,77. Dersom den risikofrie renten øker med 5 prosentpoeng faller aksjeverdien fra 174,86 kroner til 171,52 kroner. Det er en nedgang på 1,9 %. Ved å øke egenkapitalbetaen til 0,97 faller aksjeverdien til 157,61 kroner per aksje som er en nedgang på 9,9 %. Det tyder på at egenkapitalkravet, og da også aksjeverdien, er følsomt overfor de forutsetningene som er gjort rundt risikofri rente og egenkapitalbeta. Det understreker også viktigheten av å vurdere egenkapitalkravet løpende mot hendelser som kan ha innvirkninger på de prognosene som er lagt til grunn i verdivurderingen.

10.1.4 Oppsummering sensitivitetsanalyse

Verdiestimatet som er funnet gjennom den fundamentale verdivurderingen er sensitivt overfor endringer i flere av de forutsetningene som er lagt til grunn. I hvor stor grad verdiestimatet endres varierer mellom analysene, men estimatet er særlig følsomt overfor endringer i netto driftsmargin. For ledelsen i Farstad vil det være særlig viktig å fokusere på å opprettholde lønnsomheten i selskapet i fremtiden for å ivareta verdien.

11. Komparativ verdivurdering

Ved komparativ verdivurdering estimeres verdien av fremtidige kontantstrømmer indirekte ved å se på den relative prisingen ved sammenlignbare selskaper. Som beskrevet i kapittel 3.2 er komparativ verdivurdering enkel å gjennomføre, siden den benytter informasjon som er lett tilgjengelig, men ved å unngå bruk av prognoser kan metoden også ignorere informasjon som er tilgjengelig i markedet. I forhold til analyse av Farstad kan en komparativ verdivurdering gi en rimelighetssjekk på den fundamentale verdivurderingen, og være et supplement til denne.⁹⁹

Det er vanlig å benytte multipler basert på analytikerens prognoser for selskaper, eller konsensus i markedet. Fordelen med å benytte konsensusmultipler er at multiplene da ikke blir like påvirket av enkelte års regnskapstall, men heller gir en prognose om fremtiden.¹⁰⁰ Konsensustall publiseres blant annet på nyhetssider som Bloomberg og Reuters. Siden 2011 var et svakt år for rederiene, vil multipler basert på regnskapstallene fra 31.12.2011 gi et forholdsvis pessimistisk bilde av bransjen. Jeg velger derfor å benytte konsensustall per 31.12.2011 hentet fra Bloomberg.

Det skilles mellom resultat- og kontantstrømorienterte multipler, og balanseorienterte multipler. Det kan være fornuftig å benytte seg av flere multipler, da det finnes styrker og svakheter ved bruk av de ulike. I denne oppgaven benytter jeg følgende multipler:

- Price/Book – Markedsverdien til egenkapitalen over bokført verdi av egenkapitalen
- Price/Earnings – Markedsverdien til egenkapitalen over resultat
- EV/EBITDA – Markedsverdien til selskapet over EBITDA
- EV/Sales – Markedsverdien til selskapet over driftsinntekter

I oppgaven er DOF, Solstad, Havila og Farstad benyttet for å finne bransjetall for supplybransjen, men da Bloomberg ikke hadde tilgjengelige data for konsensus P/E-multipel per 31.12.2011 for Solstad og Havila har jeg i tillegg hentet konsensustall fra Siem

⁹⁹ Kaldestad & Møller (2011) s. 155

¹⁰⁰ Kaldestad & Møller (2011) s. 164

og Eidesvik som også er to norske, børsnoterte offshorerederier. Figuren under viser konsensusmultipler for selskapene.

	Pris / Bok	P / E	EV / EBITDA	EV / Salg
DOF	0,59x	28,65x	8,68x	3,96x
Solstad	0,73x	N/A	8,22x	4,41x
Havila	0,41x	N/A	9,13x	4,05x
Siem	0,75x	348,06x	10,31x	4,15x
Eidesvik	0,47x	9,03x	6,92x	3,71x
Farstad	0,86x	9,49x	7,34x	2,96x
<i>Gjennomsnitt</i>	<i>0,64x</i>	<i>15,72x*</i>	<i>8,43x</i>	<i>3,87x</i>

Figur 76 Konsensusmultipler per 31.12.2011 hentet fra Bloomberg (*Siem er utelatt grunnet ekstrem verdi)

Multiplene i figuren over viser at det er variasjoner mellom selskapene. En komparativ verddivurdering basert på gjennomsnittlige multipler kan likevel gi en rimelighetsjekk av den fundamentale verddivurderingen som ble gjort i forrige kapittel. Ved å multiplisere gjennomsnittlig multiplere med relevant faktor finner jeg et estimat på markedsverdien til Farstads egenkapital og/eller totalkapital. Figuren under viser implisitt markedsverdi av egenkapitalen til Farstad basert på de fire multiplene over.

	P / B	P / E	EV / EBITDA	EV / Salg	Snitt	FV
Multiplikator	0,64x	15,72x*	8,43x	3,87x		
Faktor	6 710 025	519 631	1 416 689	3 584 889		
Totalkapital			11 947 411	13 885 470		12 317 844
Netto finansiell gjeld			-5 498 365	-5 498 365		-5 498 365
Egenkapital	4 260 866	8 170 336	6 449 046	8 387 105	6 816 838	6 819 479
Antall aksjer	39 000 000	39 000 000	39 000 000	39 000 000	39 000 000	39 000 000
Verdiestimert per aksje	109,25	209,50	165,36	215,05	174,79	174,86

Figur 77 Verddivurdering ved bruk av multiplikatormodeller, sammenlignet med verdi ved fundamental verddivurdering

Selv om P/E-multiplere er den multiplere som benyttes mest, vil denne påvirkes av selskapenes kapitalstruktur i tillegg til resultatene fra driften. Det er derfor anbefalt å benytte andre multipler i tillegg. EV/EBITDA-multiplere er anbefalt å bruke, da denne ikke påvirkes av kapitalstruktur. EV/EBITDA inkluderer heller ikke avskrivninger og unormale inntekter og kostnader.¹⁰¹

¹⁰¹ Koller, Goedhart & Wessels (2010) s. 317

Multiplene gir ulike estimater på egenkapitalverdien til Farstad. I gjennomsnitt gir multiplene et verdiestimat på 174,79 kr per aksje. Det er kun 0,07 kroner under verdiestimatet fra den fundamentale verdivurderingen. Verdiestimatet fra den fundamentale verdivurderingen på 174,86 kr per aksje virker som et fornuftig estimat sammenlignet med estimatet fra den komparative verdivurderingen.

I figuren under har jeg oppsummert flere analytikers dekning og vurdering av Farstad-aksjen per 31.12.2011. Andres vurdering av aksjeverdien kan også være en god rimelighetsvurdering på den fundamentale verdivurderingen.

Man bør være oppmerksom på at analytikere ansatt i meglerhus kan ha insentiver til å gi kjøpsanbefalinger, ved at meglerhuset også har en rolle som mellommann mellom kjøpere og selgere i aksjemarkedet. På den andre siden vil en målpris under dagens aksjekurs også stimulere til aktivitet i markedet. Det kan virke som at det for meglere vil være mest ugunstig med hold-anbefalinger, da denne anbefalingen ikke stimulerer til aktivitet.

	Anbefaling	Målpris
Swedbank First Securities	Strong Buy	220
EVA Dimensions	Hold	
Nordea Equity Research	Buy	186
Pareto Securities	Buy	220
SEB Enskilda	Buy	200
RS Platou Markets	Buy	175
Fearnly Fonds	Buy	190
Carnegie	Buy	
ABG Sundal Collier	Buy	250
<i>Bloomberg 12 måneders konsensus</i>		<i>199</i>

Figur 78 Analytikerdekning per 31.12.2011 hentet fra Bloomberg

De ulike målprisene ligger alle betydelig høyere enn aksjeprisen per 31.12.2011. Motivasjonen til ikke å gi hold-anbefalinger kan være en årsak til de høye estimatene. Så lenge jeg er bevisst denne sammenhengen virker analytikerestimatene likevel som et rimelig sammenligningsgrunnlag for verdiestimatet fra den fundamentale verdivurderingen.

Analytikernes vurderinger av verdien på Farstad-aksjen varierer mellom 175 kroner og 250 kroner. Bloombergs 12-måneders rullerende konsensus var 199 kroner per aksje 31.12.2011. Verdiestimatet fra den fundamentale verdivurderingen på 174,86 kroner virker som et fornuftig estimat sammenlignet med analytikerestimatene som er hentet fra Bloomberg.

12. Konklusjon og handlingsstrategi

12.1 Konklusjon

Den fundamentale verdivurderingen av Farstad er gjort på grunnlag av regnskapstall per 31.12.2011 og markedsinformasjon til og med mai 2012. Markedsprisen på aksjen til Farstad var 31.12.2011 på 151 kroner.

Den fundamentale verdivurderingen i kapittel 9.9 ga en verdi på aksjen til Farstad på 174,86 kroner. Det gir en oppside på 15,8 % i forhold til aksjeprisen 31.12.2011. Gjennom sensitivitetsanalysene konkluderte jeg med at verdiestimatet er følsomt overfor flere av forutsetningene jeg har lagt til grunn for analysen. Derfor har jeg i tillegg til den fundamentale verdivurderingen gjennomført en komparativ verdivurdering basert på konsensusmultipler hentet fra Bloomberg. Formålet med den komparative verdivurderingen er å ha et sammenligningsgrunnlag for verdiestimatet.

Den komparative verdivurderingen ga et gjennomsnittlig verdiestimat per aksje på 174,79 kroner. Verdien fra den komparative verdivurderingen er kun 0,04 % lavere enn verdiestimatet fra den fundamentale verdivurderingen.

I tillegg til å benytte de to verdivurderingsmetodene har jeg sammenlignet mine estimater med flere analytikers vurdering av aksjen til Farstad per 31.12.2011 som er hentet fra Bloomberg. Aksjeverdiene analytikerne legger til grunn for sine handlingsstrategier varierer mellom 175 kroner per aksje og 250 kroner per aksje. Verdiestimatet fra den fundamentale verdivurderingen ligger nært det laveste av analytikerestimatene. Samlet sett virker verdiestimatet fornuftig i forhold til prisingen av andre selskaper, og andre analytikers vurdering av Farstad.

12.2 Handlingsstrategi

Det er vanlig å anbefale ”hold” dersom aksjekursen ligger innenfor pluss eller minus 10 % fra verdiestimatet. Her vil det si at en hold-anbefaling vil innebære at aksjekursen må ligge mellom 160,94 kroner og 196,71 kroner.

Analysen av Farstad bygger på regnskapstall per 31.12.2011 og markedsinformasjon til og med mai 2012. 1.6.2012 var prisen på Farstad-aksjen 152 kroner. Selv om aksjen har beveget seg en del i perioden, tilsvarer det kun en marginal endring fra aksjeprisen ved årsskiftet. Dersom jeg fremskriver verdiestimatet på aksjen til 1.6.2012 utgjør det 178,72 kroner, eller en premie på aksjeprisen på 17,6 %. For en veldiversifisert investor vil derfor anbefalingen være å kjøpe aksjen, da det kan ligge en betydelig oppside i aksjeverdien.

Litteraturliste

Lærebøker

Bodie, Z., Kane, A. & Marcus, A.J. (2008) Investments. 7. utg. New York, McGraw-Hill/Irwin

Brealey, R.A., Myers, S.C. & Allen, F. (2008) Principles of Corporate Finance. 9. utg. New York, McGraw-Hill/Irwin

Johnson, G., Scholes, K. & Whittington, R. (2005) Exploring Corporate Strategy. 7. utg. London, Prentice Hall

Kaldestad, Y. & Møller, B. (2011) Verdivurdering – Teoretiske modeller og praktiske teknikker for å verdsette selskaper. 1. utg. Oslo, DnR Kompetanse

Koller, T., Goedhart, M., Wessels, D. (2010) Valuation. Measuring and Managing the Value of Companies. 5. utg. Hoboken, New Jersey, John Wiley & Sons

Palepu, K.G., Healy, P.M., & Peek, E. (2010) Business Analysis and Valuation IFRS edition. 2. utg. Hampshire, Cengage Learning EMEA

Penman, S.H. (2010) Financial Statement Analysis and Security Valuation. 4. utg. New York, McGraw-Hill/Irwin

Forelesninger

Johnsen, T. (2010) FIE426 Kapitalforvaltning. Forelesning 1. Bergen, NHH

Knivsflå, K.H. (2011) BUS424 Strategisk regnskapsanalyse. Forelesning 3. Bergen, NHH

Knivsflå, K.H. (2011) BUS424 Strategisk regnskapsanalyse. Forelesning 14. Bergen, NHH

Knivsflå, K.H. (2011) BUS424 Strategisk regnskapsanalyse. Forelesning 16. Bergen, NHH

Knivsflå, K.H. (2011) BUS424 Strategisk regnskapsanalyse. Forelesning 17. Bergen, NHH

Lofquist (2009) SOL040 Strategisk ledelse. Forelesning 5. Bergen, NHH

Lofquist (2009) SOL0404 Strategisk ledelse. Forelesning 7. Bergen, NHH

Artikler og rapporter

Clarkson Capital Markets. (2012) Overview of the Offshore Supply Vessel Industry May 2012

DNB Markets. (2012) Økonomiske Utsikter: januar 2012

DNB Markets. (2. februar 2012) Sector report and quarterly preview: Asia Offshore – Beginnings of a sector up cycle

DnB NOR Markets. (26. mai 2010) Sector Report: Offshore Supply – Rough times ahead, but asset prices offer valuation support

Farstad Shipping ASA. (2006) Årsrapport 2006

Farstad Shipping ASA. (2007) Årsrapport 2007

Farstad Shipping ASA. (2008) Årsrapport 2008

Farstad Shipping ASA. (2009) Årsrapport 2009

Farstad Shipping ASA. (2010) Årsrapport 2010

Farstad Shipping ASA. (2011) Årsrapport 2011

International Energy Agency (IEA). (2011) World Energy Outlook 2011 Factsheet

Miller, M.H. & Modigliani, F. (1958) The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. American Economic Review, 48, juni, s. 261-297

Oljeindustriens Landsforening (OLF). (18. november 2011) Konjunkturrapport 2011 Optimisme i norsk petroleumsnæring – men mørkere utsikter for verdensøkonomien

Porter, M. (2008) The five competitive forces that shape strategy. Harvard Business Review, januar, s. 79-93

Avisartikler

Landre, E. (2011) Dette er oljeprisanslagene. E24, 6. oktober, 2011. Tilgjengelig fra: <http://e24.no/olje-og-raavarer/dette-er-oljeprisanslagene/20107075?view=print> (Lastet ned 28. november 2012)

Nettsteder

ABC Nyheter (1. august 2010) Flagger ut fordi han blir syk av Norge. Tilgjengelig fra: <http://www.abcnyheter.no/nyheter/miljo/100824/flagger-ut-fordi-han-blir-syk-av-norge> (Lastet ned 22. februar 2012)

CSR Norge. Hva er CSR? Tilgjengelig fra: <http://www.csrnorge.no/Om-CSR-Norge/Hva-er-CSR> (Lastet ned 9. juli 2012)

The Economist (3. februar 2011) Brazil's Offshore Oil: In deep waters. Tilgjengelig fra: <http://www.economist.com/node/18065645> (Lastet ned 22. februar 2012)

Farstad Shipping ASA. About Farstad Shipping. Tilgjengelig fra: www.farstad.com/about (Lastet ned 20. februar 2012)

Finansdepartementet. Skatter og Avgifter – Rederibeskatning. Tilgjengelig fra: http://www.regjeringen.no/nb/dep/fin/tema/skatter_og_avgifter/bedriftsbeskatning/rederibeskatning.html?id=447324 (Lastet ned 12. april 2012)

Oslo Børs. Farstad Shipping. Tilgjengelig fra: http://www.oslobors.no/markedsaktivitet/stockGraph?newt__ticker=FAR&newt__menuCtx=1.1.20 (Lastet ned 3. august 2012)

Proff Forvalt. Ordbok. Tilgjengelig fra: <http://www.forvalt.no/Ordbok/L> (Lastet ned 14. mai 2012)

Statoil ASA. Logistikkportalen – Ordbok. Tilgjengelig fra:

<http://logistikkportalen.no/ordbok> (Lastet ned 27. desember 2011)

Workboat.com. Dayrates for fleet utilization. Tilgjengelig fra:

<http://www.workboat.com/day-rates.aspx> (Lastet ned 9. juli 2012)

Skatteloven. (1999) Lov om skatt av formue og inntekt m.v. 26. mars 1999 nr. 14.

Tilgjengelig fra: <http://www.lovdatab.no> (Lastet ned 12.4.2012)