



Verdsettelse av Odfjell SE

Strategisk regnskapsanalyse og verdsettelse

Henrik Stavseng

Veileder: Karl Rolf Pedersen

Selvstendig arbeid innen masterstudiet i økonomi og administrasjon,
hovedprofil innen økonomisk styring

NORGES HANDELSHØYSKOLE

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

Sammendrag

I denne masteroppgaven utføres det en strategisk regnskapsanalyse og verdsettelse av Odfjell SE. Verdsettelsen er basert på offentlig tilgjengelig informasjon. Oppgaven begynner med å presentere Odfjell og kjemikalietankbransjen. Som bransje-grunnlag velges to norske kjemikalietankselskaper; Stolt- Nielsen og Team Tankers (tidl. Eitzen Chemical).

Videre presenteres tre ulike teknikker for verdsettelse, før det gjøres en beslutning å utføre en fundamental verdsettelse av Odfjell SE. Den fundamentale verdsettelsen starter ved en strategisk analyse av eksterne omgivelser og interne ressurser. I den eksterne bransjeorienterte analysen benyttes PESTEL- modellen og Porters fem krefter for å kartlegge makroforholdene som kan påvirke bransjens lønnsomhet. I den interne ressursorienterte analysen er KIKK og VRIO blitt brukt for å identifisere eventuelle konkurransefortrinn i Odfjell SE.

I regnskapsanalysen blir de historiske regnskapstallene til Odfjell og bransjen omgruppert fra et kreditorperspektiv til en investororientert analyse. Videre foretas det justeringer som følge av målefeil i rapporterte tall, og de justerte tallene benyttes så til å foreta en kredittvurdering av Odfjell SE. Kredittrisikopremien kommer så som et påskudd i gjeldskravet, som benyttes til å estimere historiske avkastningskrav. Ved å sammenligne kapitalkrav med rentabiliteter for Odfjell og bransjen, identifiseres Odfjells strategiske fordel i analyseperioden.

Tilegnet kunnskap og innblikk fra fundamental analyse benyttes så til å utarbeide fremtidsregnskap og fremtidig avkastningskrav. Den fundamentale verdsettelsen gir et verdiestimat på Odfjells A-aksje på 36.00 NOK, som er om lag 24 % over børsverdien 31.12.14. Sensitivitetsanalysen av den fundamentale verdsettelsen viser at verdiestimatet er svært følsomt for endringer i budsjett- og verdidriverne. I tillegg gir den komparative analysen et gjennomsnittlig verdiestimat på 41.6 NOK per aksje, noe som indikerer at Odfjell SE sin aksje er undervurdert i forhold til konkurrentene. Bloombergs 12 måneders konsensus tilsier en målpris på 35 NOK, og indikerer en klar kjøpsanbefaling av aksjen.

Verdiestimatet per 31.12.14 framskrives så til 15.12.15 (dagens dato), for å se om det eventuelt gis en ny handelsstrategi i dag. Det framskrevne verdiestimatet gir en verdi på 38.48 NOK per aksje, som sammenlignet mot børsverdien på 25.90 NOK, gir en oppside på 48,6 %. På bakgrunn av den fundamentale verdsettelsen virker det som at markedet undervurderer Odfjells aksje og det anbefales å kjøpe aksjen per 15.12.2014.

Forord

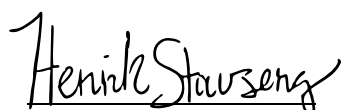
Denne masteroppgaven er skrevet som en avsluttende del av masterstudiet i økonomi og administrasjon, med fordypning innen økonomisk styring ved Norges Handelshøyskole, høsten 2015.

Med min bakgrunnen innenfor økonomisk styring har jeg tatt fag som dekker et bredt område innen økonomi og regnskap. Etter min mening ville en oppgave innenfor verdsettelse åpne muligheten for å bruke mye av mine faglige kunnskaper, samtidig som jeg måtte sette meg inn i helt nye fagområder. Jeg liker analysearbeid og regnskap, og tenkte at en oppgave med en kombinasjon av disse fagområdene ville være interessant. Samtidig synes jeg det virket spennende å lære mer om Odfjell og kjemikalietankbransjen. Jeg fant Odfjell SE spesielt interessant siden selskapet har vært i en vanskelig økonomisk situasjon over flere år.

Arbeidet med oppgaven har vært utfordrende og krevende, men samtidig svært spennende og lærerikt. Skriveprosessen har vært utfordrende i form av at en fundamental verdsettelse omfatter mye arbeid, spesielt når det gjelder behandlingen av regnskapstall. Jeg har brukt flere velkjente analyser, modeller og teknikker i oppgaven, samtidig som jeg har foretatt noen forenklinger.

Jeg ønsker spesielt å takke min veileder, Karl Rolf Pedersen for gode råd og tilbakemeldinger underveis i oppgaven.

Bergen 15.12.2015



Henrik Stavseng

INNHOOLD

SAMMENDRAG	2
FORORD	3
TABELLOVERSIKT	7
FIGUROVERSIKT	9
1. INNLEDNING	10
1.1 FORMÅL	10
1.2 AVGRENSNINGER	10
1.3 STRUKTUR	11
2. PRESENTASJON AV SELSKAP OG BRANSJE	13
2.1 ODFJELL SE	13
2.2 KJEMIKALIETANKBRANSJEN	15
3. VERDSETTELSESTEKNIKKER OG VALG AV METODE	20
3.1 VERDSETTELSESTEKNIKKER	20
3.1.1 FUNDAMENTAL VERDIVURDERING	20
3.1.2 KOMPARATIV VERDIVURDERING	21
3.1.3 OPSJONSBASERT VERDIVURDERING	22
3.2 VALG AV VERDSETTELSESTEKNIKK	23
4. STRATEGISK ANALYSE	24
4.1 RAMMEVERK FOR STRATEGISK ANALYSE.....	24
4.2 EKSTERN BRANSJEORIENTERT STRATEGISK ANALYSE	25
4.2.1 PESTEL- MAKROANALYSE.....	25
4.2.2 PORTERS FEM KREFTER	31
4.2.3 OPPSUMMERING AV EKSTERN BRANSJEORIENTERT ANALYSE.....	35
4.3 INTERN RESSURSORIENTERT STRATEGISK ANALYSE	36
4.3.1 KIKK- ANALYSE	36
4.3.2 VRIO- ANALYSE	38
4.3.3 OPPSUMMERING AV INTERN RESSURSORIENTERT ANALYSE	41
4.4 OPPSUMMERING AV STRATEGISK ANALYSE, SWOT	42
5. REGNSKAPSANALYSE	43
5.1 RAMMEVERK FOR REGNSKAPSANALYSE.....	43
5.2 PRESENTASJON AV RAPPORTERTE TALL	44
5.3 OMGRUPPERING AV RAPPORTERTE TALL FOR ANALYSE	46

5.3.1	RESULTATREGNSKAPET	46
5.3.2	BALANSEN.....	52
5.4	ANALYSE AV MÅLEFEIL OG JUSTERING	58
5.4.1	MÅLEFEIL	58
5.4.2	JUSTERING AV OPERASJONELL LEIE	59
5.5	PRESENTASJON AV ODFJELLS OMGRUPPERTE OG JUSTERTE TALL.....	61
5.5.1	OMGRUPPERT OG JUSTERT RESULTAT	61
5.5.2	OMGRUPPERT OG JUSTERT BALANSE	61
5.6	PRESENTASJON AV OMGRUPPERTE BRANSJETALL	62
5.6.1	OMGRUPPERT RESULTATREGNSKAP	62
5.6.2	OMGRUPPERT BALANSE	62
6.	ANALYSE AV KREDITTRISIKO	63
6.1	INNLEDNING	63
6.2	LIKVIDITETSANALYSE.....	63
6.3	SOLIDITETSANALYSE	66
6.4	OPPSUMMERING – SYNTETISK RATING	69
7.	ANALYSE AV HISTORISK AVKASTNINGSKRAV	71
7.1	INNLEDNING	71
7.2	NETTO FINANSIELT GJELDKRAV	71
7.2.1	FINANSIELT GJELDSKRAV	72
7.2.2	FINANSIELT EIENDELSKRAV	73
7.3	EGENKAPITALKRAV	75
7.3.1	KAPITALVERDIMODELLEN (CAPM)	75
7.3.2	EGENKAPITALKRAV I ANALYSEPERIODEN	84
7.4	NETTO DRIFTSKRAV, NDK, (WACC)	84
8.	ANALYSE AV HISTORISK LØNNSOMHET – STRATEGISK FORDEL	86
8.1	INNLEDNING	86
8.2	STRATEGISK FORDEL, SF.....	87
8.3	DRIFTSFORDEL, DF	88
8.3.1	BRANSJEFORDEL DRIFT, BFD.....	88
8.3.2	RESSURSFORDEL DRIFT, RFD	89
8.3.3	GEARINGFORDEL DRIFT, GFD	91
8.4	FINANSIERINGSFORDEL, FF	92
8.5	OPPSUMMERING STRATEGISK FORDEL, SF.....	93

9.	FREMTIDSREGNSKAP OG FUNDAMENTAL VERDSETTELSE	95
9.1	RAMMEVERK FOR FREMTIDSREGNSKAP.....	95
9.2	BUDSJETTTHORISONT	95
9.3	ANALYSE AV VEKST	96
9.3.1	KORTSIKTIG VEKST	96
9.3.2	LANGSIKTIG VEKST	97
9.4	BUDSJETTDRIVERE	97
9.5	FREMtidig AVKASTNINGSKRAV	105
9.6	FUNDAMENTAL VERDIVURDERING	106
10.	SENSITIVITETSANALYSE	108
10.1	ENDRING I DRIFTSINNTEKTSVEKSTEN	108
10.2	ENDRING I NETTO DRIFTSMARGIN	109
10.3	ENDRING I NETTO DRIFTSKRAV OG VEKSTFAKTOR	110
10.4	OPPSUMMERING AV SENSITIVITETSANALYSE	111
11.	KOMPARATIV VERDIVURDERING	112
11.1	MULTIPLIKATORANALYSE	112
11.2	ANALYTIKERNES KONSENSUS	114
12.	OPPSUMMERING AV VERDSETTELSE OG HANDELSSTRATEGI	115
12.1	OPPSUMMERING	115
12.2	HANDELSSTRATEGI	116
REFERANSER		119
BØKER.....		119
FORELESNINGSNOTAT		119
ÅRS- OG KVARTALSRAPPORTER.....		119
NETTSIDER/ AVISER		120
ANDRE RAPPORTER/DOKUMENTER		122
APPENDIKS		123
APPENDIKS 1: DEKOMPONERING AV FINANSIERINGSFORDELEN TIL ODFJELL.....		123
APPENDIKS 2. OMGRUPPERTE TALL FOR STOLT- NIELSEN OG EITZEN/ TEAM.....		124
APPENDIKS 3. KONTROLLPREMIEN MELLOM A- OG B- AKSJEN.		126
APPENDIKS 4. FORKORTELSSESREGISTER		127

Tabelloversikt

TABELL 1: TABELLEN VISER ANTALL SKIP, TOTAL KAPASITET OG FRAKTET VOLUM FOR ODFJELL.	39
TABELL 2: OPPSUMMERING AV RESSURSORIENTERT STRATEGISK ANALYSE AV ODFJELL.	41
TABELL 3: TABELLEN PRESENTERER ODFJELLS RESULTATREGNSKAP I ANALYSEPERIODEN.	44
TABELL 4: TABELLEN VISER ODFJELLS RAPPORTERTE BALANSE I ANALYSEPERIODEN.	45
TABELL 5: ODFJELLS FULLSTENDIGE NETTORESULTAT I ANALYSEPERIODEN.	48
TABELL 6: ODFJELLS DRIFTSSKATTESATS OG NORMALISERT DRIFTSSKATTESATS I ANALYSEPERIODEN.	50
TABELL 7: FORDELING AV SKATTEKOSTNADEN TIL ODFJELL I ANALYSEPERIODEN.	51
TABELL 8: ODFJELLS OMGRUPPERTE RESULTATREGNSKAP I ANALYSEPERIODEN.	52
TABELL 9: ODFJELLS BALANSE ETTER DRIFT OG FINANS FOR ANALYSEPERIODEN.	55
TABELL 10: OMGRUPPERT BALANSE FOR ODFJELL UTTRYKT VED SYSSELSATT KAPITAL, SSK.	56
TABELL 11: ODFJELLS BALANSE UTTRYKT SOM NETTO DRIFTSKAPITAL, NDK.	56
TABELL 12: ODFJELLS OMGRUPPERTE BALANSE FOR ANALYSEPERIODEN.	57
TABELL 13: RENTE PÅ FINANSIELL GJELD I ANALYSEPERIODEN.	59
TABELL 14: OPERASJONELLE LEIEKOSTNADER I ANALYSEPERIODEN (ODFJELLS ÅRSRAPPORTER)	60
TABELL 15: TABELLEN VISER BALANSEJUSTERINGEN AV JUSTERING FOR OPERASJONELL LEASING.	60
TABELL 16: TABELLEN VISER HVORDAN JUSTERINGEN AV OPERASJONELL LEIE VIRKER INN PÅ BALANSEN OG RESULTATET.	60
TABELL 17: TABELLEN UNDER VISER ODFJELLS OMGRUPPERTE OG JUSTERTE RESULTATREGNSKAP.	61
TABELL 18: TABELLEN UNDER VISER ODFJELLS OMGRUPPERTE OG JUSTERTE BALANSE I ANALYSEPERIODEN.	61
TABELL 19: TABELLEN VISER BRANSJENS SAMMENSATTE RESULTATREGNSKAP I ANALYSEPERIODEN.	62
TABELL 20: TABELLEN VISER BRANSJENS SAMMENSATTE BALANSE I ANALYSEPERIODEN.	62
TABELL 21: TABELLENE VISER FINANSIERINGSMATRISER FOR ODFJELL (A) OG BRANSJEN (B) PER 31.12.14.	68
TABELL 22: STANDARD OG POOR'S TABELL FOR KREDITTRATING AV SELSKAPER.	69
TABELL 23: ODFJELLS NØKKELTALL (A) OG KREDITTRISIKOPREMIE (B) I ANALYSEPERIODEN.	70
TABELL 24: RISIKOFRI RENTE ETTER SKATT, BASERT PÅ 3 MND. NIBOR- RENTE.	72
TABELL 25: ODFJELLS FINANSIELLE GJELDSKRAV ETTER SKATT I ANALYSEPERIODEN, MED KRP FRA TABELL 22.	73
TABELL 26: MARKEDETS RISIKOPREMIE I ANALYSEPERIODEN.	74
TABELL 27: ODFJELLS FINANSIELLE EIENDELSKRAV I ANALYSEPERIODEN.	75
TABELL 28: ODFJELLS KRAV TIL NETTO FINANSIELL GJELD I ANALYSEPERIODEN.	75
TABELL 29: BRANSJEBETA.	77
TABELL 30: BETA PÅ FORDRINGER.	79
TABELL 31: BETA PÅ FINANSIELLE EIENDELER.	80
TABELL 32: BETA PÅ FINANSIELL GJELD.	80
TABELL 33: BETA PÅ NETTO FINANSIELL GJELD.	81
TABELL 34: BEREGNING AV BETA TIL NETTO DRIFTSKAPITAL.	82
TABELL 35: JUSTERT EGENKAPITALBETA.	82
TABELL 36: EGENKAPITALKRAVET I ANALYSEPERIODEN.	84

TABELL 37: ODFJELLS AVKASTNINGSKRAV TIL NETTO DRIFTSKAPITAL (WACC) I ANALYSEPERIODEN.	85
TABELL 38: ODFJELLS STRATEGISKE FORDEL I ANALYSEPERIODEN.	87
TABELL 39: BRANSJEFORDEL DRIFT.....	89
TABELL 40: ODFJELLS RESSURSFORDEL I ANALYSEPERIODEN.....	89
TABELL 41: ODFJELLS MARGINFORDEL I ANALYSEPERIODEN.	90
TABELL 42: ODFJELLS OMLØPSFORDEL I ANALYSEPERIODEN.....	91
TABELL 43: GEARINGFORDEL DRIFT MED SKALERINGEN AV STRATEGISK FORDEL FRA DRIFT, MED NFGG.	92
TABELL 44: ODFJELLS FINANSIERINGSFORDEL PÅ NETTO FINANSIELL GJELD I ANALYSEPERIODEN.....	93
TABELL 45: OPPSUMMERING AV ODFJELLS STRATEGISKE FORDEL I ANALYSEPERIODEN.	94
TABELL 46: AVKASTNINGSKRAVET TIL ODFJELL I BUDSJETTPERIODEN OG I TERMINALLEDET.....	105
TABELL 47: VERDIESTIMATET PÅ ODFJELL-AKSJEN PER 31.12.2014.....	106
TABELL 48: EFFEKT PÅ VERDIESTIMATET VED ENDRING I WACC OG VEKSTFAKTOR.	111
TABELL 49: MULTIPLER FRA KOMPARATIVE SELSKAPER (BLOOMBERG).....	112
TABELL 50: VERDIESTIMAT PÅ A- AKSJEN VED KOMPARATIV VERDSETTELSE.	113
TABELL 51: ANALYTIKERES 12 MÅNEDERS KONSENSUS FOR ODFJELL A (BLOOMBERG).	114
TABELL 52: OFFENTLIGE PRESSEMELDINGER I LØPET AV 2015 (ODFJELL, 2015)	116

Figuroversikt

FIGUR 1: HISTORISK UTVIKLING I ODFJELLS A-AKSJE MOT OSEBX, REBALANSERT.	14
FIGUR 2: DEEP SEA KJEMIKALIEFLÅTEN OG ORDREBOK (EITZEN 2014).....	16
FIGUR 3: DEEP- SEA KJEMIKALIETANKMARKEDET (ODFJELL, 2014).....	18
FIGUR 4: RAMMEVERK FOR STRATEGISK ANALYSE.....	24
FIGUR 5: GRAFEN VISER EN FORVENTET ØKNING I OLJEPRISEN MOT 2022.....	27
FIGUR 6: UTVIKLINGEN I 3 MND. OG 12 MND. LIBOR- RENTE FRA 2001 TIL 2015.....	28
FIGUR 7: PORTERS FEM KONKURRANSEKREFTER.....	31
FIGUR 8: HISTORISK UTVIKLING I ODFJELLS FLÅTE I ANTALL SKIP OG LASTEKAPASITET	39
FIGUR 9: RAMMEVERK FOR REGNSKAPSANALYSE (KNIVSFLÅ, 2015)	43
FIGUR 10: ODFJELL OG BRANSJENS LIKVIDITETSGRAD 1 I ANALYSEPERIODEN.	64
FIGUR 11: ODFJELL OG BRANSJENS LIKVIDITETSGRAD 2 I ANALYSEPERIODEN.	65
FIGUR 12: ODFJELL OG BRANSJENS RENTEDEKNINGSGRAD I ANALYSEPERIODEN.	66
FIGUR 13: ODFJELLS EGENKAPITALPROSENT I ANALYSEPERIODEN.	67
FIGUR 14: ODFJELL OG BRANSJENS NETTO DRIFTSRENTABILITET I ANALYSEPERIODEN.	67
FIGUR 15: ODFJELL A SIN MÅNEDLIGE AVKASTING MOT OSEAX.	76
FIGUR 16: ODFJELLS ÅRLIGE ESTIMERTE EGENKAPITALBETA I ANALYSEPERIODEN	83
FIGUR 17: STRATEGISK FORDEL I ANALYSEPERIODEN	94
FIGUR 18: ODFJELLS DRIFTSINNTEKTER I ANALYSEPERIODEN.	99
FIGUR 19: ANTALLET SKIP I ODFJELLS FLÅTE UNDER ANALYSEPERIODEN.	99
FIGUR 20: INNTEKT PER SKIP I ANALYSEPERIODEN.	100
FIGUR 21: ANTALL SKIP I BUDSJETTPERIODEN OG "STADY STATE".	101
FIGUR 22: ARPU I BUDSJETTPERIODEN OG "STADY STATE".	101
FIGUR 23: DRIFTSINNEKSTVEKSTEN FRA 2010- 2025.....	102
FIGUR 24: OMLØPSHASTIGHETEN TIL NETTO DRIFTSEIENDELER I ANALYSEPERIODEN	102
FIGUR 26: OMLØPSHASTIGHETEN TIL NETTO DRIFTSEIENDELER I BUDSJETTPERIODEN OG "STADY STATE"	104
FIGUR 27: ODFJELLS NETTO DRIFTSMARGIN I BUDSJETTPERIODEN OG I TERMINALÅRET 2025.....	104
FIGUR 28: EFFEKT PÅ VERDIESTIMATET VED ENDRING I DRIFTSINNEKSTVEKSTEN I BUDSJETTPERIODEN	108
FIGUR 29: EFFEKTER PÅ VERDIESTIMATET VED ENDRING AV DRIFTSINNEKSTVEKSTEN I TERMINALLEDET	109
FIGUR 30: EFFEKT PÅ VERDIESTIMATET VED EN ENDRING I NETTO DRIFTSMARGIN I BUDSJETTPERIODEN	109
FIGUR 31: EFFEKT PÅ VERDIESTIMATET VED EN ENDRING I NETTO DRIFTSMARGIN I TERMINALÅRET.....	110
FIGUR 32: EFFEKTEN PÅ VERDIESTIMATET VED ENDRING I EGENKAPITALKRAVET.....	111
FIGUR 33: BØRSVERDIEN PÅ ODFJELLS A- AKSJE FRA 15.12.14 TIL 15.12.15 (OSLO BØRS, 2015)	116

1. Innledning

Som en innledende del av denne masteroppgaven brukes dette kapittelet til å presentere oppgavens formål, avgrensninger og struktur. Oppgavens formål tydeliggjøres i delkapittel 1.1. I delkapittel 1.2 beskrives oppgavens avgrensninger før en nærmere forklaring av oppgavens overordnede struktur blir gjort rede for i delkapittel 1.3.

1.1 Formål

Formålet med denne oppgaven er å verdsette egenkapitalen til Odfjell SE per 31.12.2014, basert på teknikk for fundamental verdsettelse. I utarbeidelsen av oppgaven er det benyttet offentlig tilgjengelig informasjon om Odfjell SE, bransjen og makroøkonomiske forhold for å knytte et verdiesimat til selskapets aksje.

1.2 Avgrensninger

Denne masteroppgaven er i hovedsak basert på offentlig tilgjengelig informasjon. Som en del av verdsettelsen er det dannet et bransjegrnlag for sammenligning. Det ideelle hadde vært å ha så mange selskaper i bransjegrnlaget som mulig, da dette ville gitt et optimalt bilde av bransjen. Siden mange av de lignende selskapene i bransjen ikke er børsnotert har det vært utfordrende å få tak i regnskapstall fra disse. En avgrensning som tas er derfor at kjemikalietankbransjen består av Stolt- Nielsen, Team Tankers International (tidligere Eitzen Chemical) og Odfjell SE. For disse selskapene er det benyttet årsrapporter og kvartalsrapporter i perioden 2009 – 2015.

I regnskapsanalysen omgrupperes Odfjell og bransjens regnskaps- og balansetall fra et kreditororientert perspektiv til et investororientert perspektiv. Det er også foretatt justeringer av operasjonell leie slik at de justerte og omgrupperte regnskapstallene gir et mer riktig bilde av selskapets økonomiske forhold. For Stolt- Nielsen og Team Tankers har det blitt valgt å ikke justere for målefeil da tidsbruken dette ville krevd anses som større enn nytten. Med samme begrunnelse er det unnlatt å gjøre ”trailing” av bransjetall for 2015.

1.3 Struktur

I kapittel 2 presenteres Odfjell og kjemikalietankbransjen. Videre gjøres det en kort presentasjon av konkurrentene Stolt- Nielsen og Team Tankers.

Videre presenteres de ulike verdsettelsesteknikkene før valg av verdsettelsesmetode og rammeverk for selve verdsettelsen blir presentert i kapittel 3.

I kapittel 4 utføres det en ekstern bransjeorientert analyse og en intern ressursorientert strategisk analyse. I 4.1 presenteres rammeverk for den strategiske analysen. Den eksterne bransjeanalysen i 4.2 omfatter en PESTEL- analyse og en analyse av Porters fem krefter for å kartlegge makroforholdene som påvirker lønnsomheten i bransjen. I delkapittel 4.3 utføres det en intern ressursorientert analyse, ved KIKK og VRIO analyser. I 4.4 oppsummeres de viktigste og mest sentrale forholdene ved en SWOT- analyse.

I kapittel 5 utføres det en regnskapsanalyse av Odfjell SE og bransjen. I delkapittel 5.1 presenteres rammeverk for regnskapsanalysen. I delkapittel 5.2 presenteres Odfjell SE sine rapporterte tall siden 2009, og inkluderer en ”trailing” av regnskapsåret 2015. De historiske regnskaps- og balansetallene til selskapet blir videre omgruppert til investororientert analyse i delkapittel 5.3. Etter omgruppering blir tallene justert for målefeil i form av operasjonell leie i delkapittel 5.4, før delkapittel 5.5 presenterer Odfjell SE sine omgrupperte og justerte regnskapstall i analyseperioden. I delkapittel 5.6 presenteres omgrupperte bransjetall for Stolt- Nielsen og Team Tankers.

De omgrupperte og justerte tallene for Odfjell SE og bransjen benyttes videre til å beregne selskapets kredittrisiko i kapittel 6. I 6.1 innledes kapittelet før det i 6.2 og 6.3 utføres henholdsvis likviditetsanalyse og soliditetsanalyse ved hjelp av forholdstall. Selskapets kredittrisiko oppsummeres gjennom en syntetisk rating i delkapittel 6.4. Fra syntetisk rating knyttes det en årlig kredittrisikopremie til selskapet, som et ledd i å estimere Odfjell SE sitt historiske avkastningskrav.

I kapittel 7 utføres det en analyse av selskapets historiske avkastningskrav. Etter en kort introduksjon i 7.1 blir kravet til netto finansiell gjeld og til egenkapitalen henholdsvis estimert i 7.2 og 7.3. I delkapittel 7.4 beregnes Odfjell SE sitt krav til netto driftskapital (WACC) i analyseperioden.

I kapittel 8 brukes rentabiliteter (fra kapittel 6) og historiske avkastningskrav (fra kapittel 7) til å gjøre en historisk lønnsomhetsanalyse, med fokus på strategisk fordel. Etter en innledning av strategisk fordel i 8.1 beregnes Odfjell SE sin strategiske fordel i 8.2. I delkapittel 8.3 estimeres driftsfordelen i analyseperioden som dekomponeres for videre innsikt. Finanseringsfordelen blir identifisert i 8.4 før periodens strategiske fordel oppsummeres i 8.5 Innsikten og kunnskapen fra den fundamentale analysen brukes til å utarbeide fremtidige kontantstrømmer for verdsettelse av Odfjell SE sin egenkapital i kapittel 9.

Kapittel 9 er basert på tidligere kapitler, og presenterer fremtidsregnskap og fundamental verdsettelse av Odfjell SE sin egenkapital per 31.12.14. Rammeverket for fremtidsregnskap blir presentert i 9.1 før valg av budsjettthorisont blir gjort i 9.2. I delkapittel 9.3 presenteres prognoser for vekst på kort og lang sikt. Budsjettdriverne og fremtidig avkastningskrav blir presentert i henholdsvis delkapittel 9.4 og 9.5. I delkapittel 9.6 presenteres verdiestimatet til Odfjell SE sin egenkapital per 31.12.14 ved fri kontantstrøm fra drift- modellen (FKD-modellen).

I kapittel 10 vises usikkerheten i estimatene ved en sensitivitetsanalyse. Analysen har til hensikt å vise hvor sensitiv verdiestimatet per 31.12.14 er for endringer i verdi- og budsjett-driverne.

Som et supplement til den fundamentale verdsettelsen utføres det også en komparativ verdsettelse i kapittel 11. Denne analysen er ment som et supplement til den fundamentale verdsettelsen, og kan fortelle om Odfjell SE er under- eller overvurdert i forhold til konkurrentene. I tillegg presenteres analytikerens konsensus av aksjen, til sammenligning med verdiestimatet fra den fundamentale verdsettelsen.

I kapittel 12 følger en avsluttende kommentar til oppgaven ved en konklusjon og valg av handelsstrategi av Odfjell SE sin aksje per 31.12.14. I tillegg framskrives verdiestimatet til 15.12.15 (dagens dato) for å se om dette endrer handelsstrategien per 31.12.14.

2. Presentasjon av selskap og bransje

I delkapittel 2.1 presenteres det norske kjemikalietankselskapet Odfjell SE, mens delkapittel 2.2 beskriver dagens kjemikalietankmarkedet. Dagens kjemikalietankmarked beskrives gjennom transporterte varer, reguleringer, flåten og konkurrentene. I tillegg gis det en kort beskrivelse av Stolt- Nielsen og Team Tankers International (tidligere Eitzen Chemical), som brukes som bransjegrunnlag i denne oppgaven.

2.1 Odfjell SE

Odfjell SE (videre i oppgaven oftest omtalt som kun Odfjell) er et norskregistrert kjemikalietankselskap som er et av de største aktørene på verdensbasis. De transporterer et bredt utvalg av flytende bulk kjemikalier, syrer, vegetabiliske oljer og andre spesialprodukter. Disse varene er produkter som de fleste industrier er avhengige av, der petroleums-kjemikaliene ruver som det største og viktigste segmentet både i volum og i mangfold av ulike produkter.

Selskapets strategi er å vedlikeholde sin posisjon som en ledende aktør innen tilbud av logistikkjenester over hele verden, gjennom sikre operasjoner av deep-sea og regionale kjemikalietankere, LPG/etylen- skip og tankterminaler. Selskapet har stort fokus på sikre operasjoner, og tar sine forhåndsregler når det kommer til kvalitet, helse, sikkerhet og miljø (QHSE).

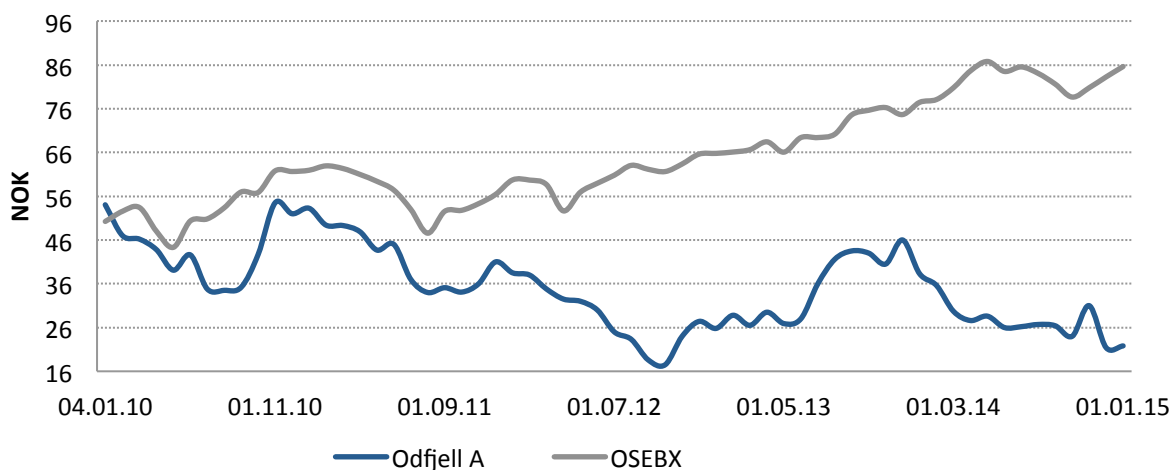
Odfjell har sitt hovedkontor i Bergen, til tross for at selskapet på slutten av 2000- tallet gikk fra å være et norsk allmennaksjeselskap(ASA) til et europeisk allmennaksjeselskap(SE). Dette var begrunnet i det store omfanget av utenlandske operasjoner samtidig som at store deler av selskapets verdier hadde eierskap utenfor Norge.

Per 01.03.2015 bestod Odfjells flåte av 77 skip hvor 43 av skipene er eid av selskapet og 34 er leid inn på kontrakter. 56 av skipene danner selskapets deep-sea flåte, som er under kommando av Odfjell Tankers. Skipene varierer i størrelse, tank konfigurasjon og belegg, noe som styrker selskapets fleksibilitet ovenfor sine kunder. Ved utgangen av 2014 hadde 56 av selskapets skip en lastekapasitet på over 12,000 dwt (dødvekttonn). I tillegg til sin allerede eksisterende flåte hadde selskapet i utgangen av 2014 en ordrebok på om lag 8 nybygg, med leveringstid i 2016 og 2017. (Odfjell, 2014)

Skipene transporterer varer til store terminaler og havnefasiliteter i Europa, USA, Asia, Afrika, Midtøsten og Sør- America. I 2014 fraktet Odfjell produkter med en total last på i underkant av 15.5 millioner tonn.

I takt med sin transport av kjemikalier har selskapet siden 1960/70- tallet også investert betydelige summer i tankterminaler. Disse tankterminalene gjør at selskapet enklere kan optimaliserer flåteutnyttelsen, effektivisering av kostnader og øke konkurransekraften ved å tilby kundene et bedre tilbud. Odfjell opererer totalt om lag 23 tankterminaler over hele verden, der 10 er deleid gjennom Odfjell Terminal BV(joint venture), mens rester er fra ulike samarbeidsavtaler. Totalt sett har de 1,440 tanker med lastekapasitet på 5.4 millioner cbm.

Odfjell ble børsnotert i 1986 og er i dag listet på Oslo Børs med to aksjeklasser, Odfjell ser. A (ODF) og Odfjell ser. B (ODFB). Disse er priset til henholdsvis, 25NOK og 24.5NOK per. 09.09.2015. Aksjeklassene er priset forskjellig ved at A- aksjene har full stemmerett, mens B- aksjene ikke har stemmerett. Dette anses som et middel til å sikre enkelte eiere særskilt innflytelse i selskapet. Grafen under viser verdiutviklingen av selskapets A- aksje med månedlige aksjekurs i perioden 01.01.2010 til 01.09. 2015. Historisk sett har Odfjells B-aksje vært priset lavere enn selskapets A-aksje, som kan indikere at det foreligger en kontrollpremie tilknyttet A-aksjens stemmerett (se appendiks 3).



Figur 1: Historisk utvikling i Odfjells A-aksje mot OSEBX, rebalansert.

Som man ser av grafen har verdien på aksjen vært utsatt for store svingninger de siste fem årene. I denne perioden var aksjekursen på sitt høyeste i starten av november 2010 med en verdi på 54.5NOK per aksje. Omtrent samme dato to år senere var aksjeverdien dalt til periodens bunnpunkt med en verdi på kun 17.5NOK per aksje (Oslo Børs, 2015).

De største aksjonærene i Odfjell er Norchem A/S (32.71%), DNB NOR Markets (9.49%), Svenska Handelsbanken (5.43%), Rederiet Odfjell AS (4.03%) og Odfjell Shipping Bermuda Ltd. (3.99%). 57.4% av aksjekapitalen i Odfjell er eid av internasjonale investorer (Odfjell, 2014).

De siste årene har Odfjell levert negative resultater, og har ikke tjent penger på driften på over fem år. I 2014 kunngjorde ledelsen en omstrukturering på kostnadssiden, som siden den gang har ført til at over 85 ansatte er blitt oppsagt (Maritime, 2015). Det er knyttet store forventninger til Odfjells nye kostnadsstruktur, som skal bedre selskapets resultat med 100 millioner amerikanske dollar årlig innen 2016. Selskapets omstrukturering er derfor et sentralt tema i denne oppgaven, og vil særlig påvirke estimeringen av fremtidige kontantstrømmer i kapittel 9.

2.2 Kjemikalietankbransjen

Produkter som transporteres

Kjemikalietankere transporterer i hovedsak tre produktgrupper. For det første fraktes det organiske kjemikalier, som er avledet av petroleumsprodukter og er karbonbaserte. Den andre gruppen er uorganiske kjemikalier, som er avledet fra andre kilder enn petroleumsprodukter. Den siste gruppen av transportvaren vegetabiliske oljer, som det i de siste årene har vært en høyere etterspørsel etter enn tidligere.

Kjemikalietankere kan også benyttes til å frakte raffinerte petroleumsprodukter (CPP), som tidligere har blitt fraktet med mindre avanserte og sofistikerte tankere. Kundene til kjemikalietankselskapene er hovedsakelig produsenter og konsumenter av kjemikalier, som for eksempel store kjemikalieindustrielskaper, oljeselskaper og mineselskaper (Eitzen Chemical, 2013).

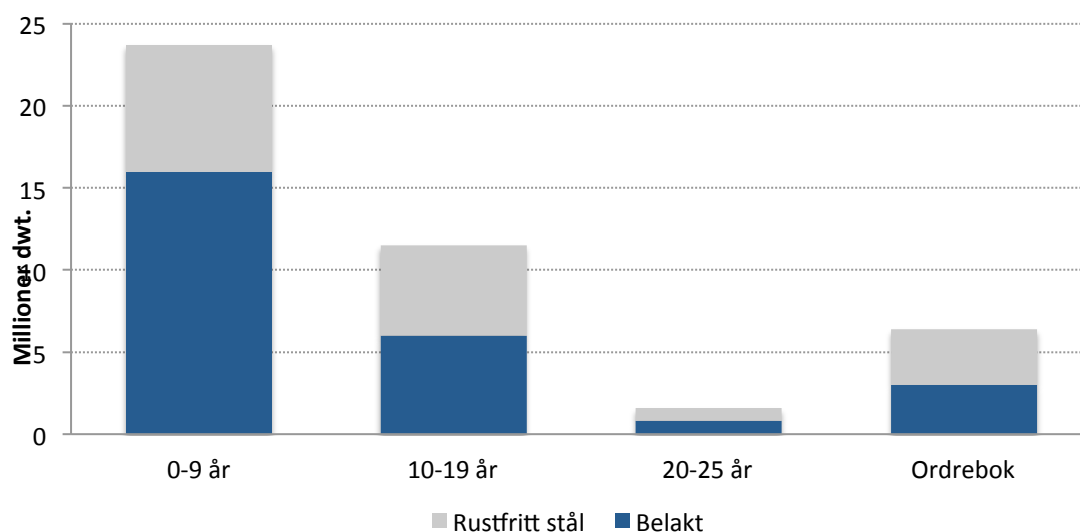
IMO-reguleringer

Reguleringene i bransjen blir stadig strengere og flere produktkategorier har fått strengere krav når det gjelder transport. FN's sjøfartsorganisasjon International Maritime Organisation (IMO) sørger for tiltak som skal gi sikker transport av kjemikaliene samtidig som miljøet skal ivaretas gjennom redusert forurensning. I januar 2007 førte nye reguleringer til at nye produkter som tidligere ble fraktet med alminnelige produkttankere nå måtte fraktes med kjemikalietankere. Kjemikalietankere blir klassifisert etter hvilke grad de er egnet til å transportere diverse kjemikalier og petroleumsprodukter. IMO III, IMO II og IMO I er

klassifiseringer skipene får basert på produktenes sikkerhetsmessige alvorlighetsgrad (IMO, 2015). Den vanligste IMO klassifiseringen på norske skip er av IMO II.

Kjemikalietankflåten

Norge er verdens 5. største skipsfartsnasjon målt etter verdi på flåten og står for 5% av verdens havtransport. De siste årene har den norske flåten målt i bruttotonn gått ned, mens verdien på skipene har gått opp. Dette kan blant annet forklares med at norske skip har den beste og mest moderne teknologien i verden (Norges Rederiforbund, 2014). I 2014 vokste deep- sea kjemikalietankflåten med 3.2 % hvorav 1.8 % av veksten var av skip med IMO II – klassifisering. Denne veksten anses som godt under gjennomsnittet de siste tiårene. Samtidig viser oversikter over ordreboken til selskapene i næringen en total økning av flåten på hele 22 % de neste årene. Det er derfor ventet at ubalansen i tilbud etterspørsel vil vedvare tidligst ut 2015 (Odfjell, 2014). Oversikten nedenfor viser kjemikalietankflåten som består av 2,369 skip med lastekapasitet under 54,000 dwt. og med en total lastekapasitet på 36.4 millioner dwt. (Eitzen Chemical, 2014).



Figur 2: Deep sea kjemikalieflåten og ordrebok (Eitzen 2014).

Figur 2 viser at dagens ordrebok er på omtrent 17 % av dagens kjemikalietankflåte. Odfjell, Stolt- Nielsen, Eitzen/ Team og de andre selskapene i bransjen er utrolige over den store tilførselen av nye kjemikalietankere de neste årene.

Transportrutene

Behovet av transport av kjemikalier og petroleumsrelaterte produkter er svært avhengig av utviklingen i henholdsvis tilbud og etterspørsel av kjemikalier i de viktigste eksport- og importområdene. De viktigste eksportområdene er i USA, Nordvest- Europa, Singapore og regionene rundt den Arabiske Gulf, mens de viktigste importområdene er Europa, Asia og Sør Amerika. På kort sikt er utviklingen av skifergass i USA trukket frem som en potensiell vekstfaktor for bransjen. Midtøsten, inkludert India og Nord- Amerika er forventet å bli viktigere områder for bransjen i årene som kommer, grunnet vekst i antall anlegg og petroleumsraffineringskapasitet. Frem mot 2020 vurderes det viktigste vekstmarkedet å være Sørøst- Asia (Norges rederiforbund, 2015).

Kontrakter, spot-markedet og fraktrater.

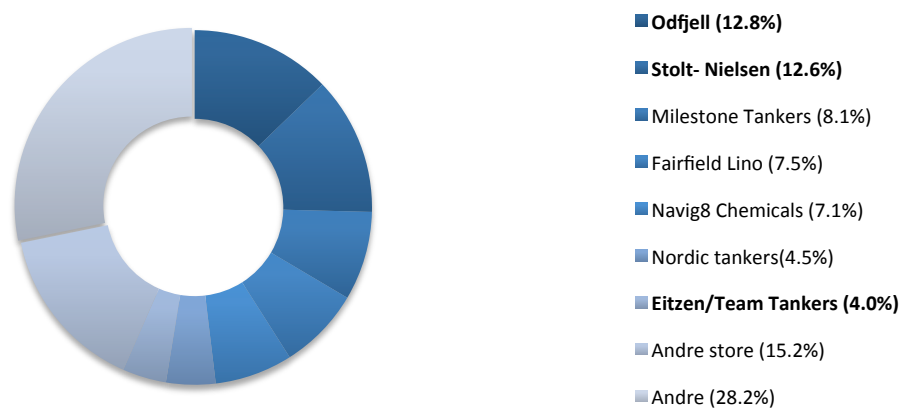
Det siste året har etterspørselen etter kjemikalietanktjenester gått noe opp, noe som reflekteres i selskapenes økning i CoAs med gode vilkår for rederiene. CoAs er bindene avtaler som fastsetter forpliktelser og rettigheter mellom rederiene og eierne av lasten. Ofte er dette langsiktige kontrakter som sikrer rederiene en noe mer stabil inntekt i en volatil bransje.

En annen form for avtaler er ”time charter- avtaler”, som i hovedsak går ut på at rederiene og eierne av lasten gjør avtale om leie av skip for en forhåndsavtalt tidsperiode. Om ikke Odfjell og de andre aktørene har langsiktige kontrakter på skipene sine, gjelder spotraten i markedet på det gitte tidspunktet.

Fraktratene i kjemikalietankbransjen er oppgitt per tonnasjemil, som vil si avstand multiplisert med volumet som fraktes. Ulike kjemikalier har også forskjellige rater. Fraktratene har nær tilknytning til oljeprisen. Oljenæringen i flere land har opplevd en stor nedgang det siste året, ettersom OPEC- landene strategi er å tilby verden billig olje i et forsøk på å kapre større markedsandeler. I stedet for å kutte i produksjonen for å presse prisene opp igjen, har OPEC – landene opprettholdt produksjonen blant annet for å teste bærekraften i USAs skiferoljeindustri (EnerWE, 2015). En lav oljepris gir positiv effekt på driftskostnadene til kjemikalietankselskapene i form av at de får reduserte drivstoffkostnader.

Konkurrentene

I dagens kjemikalietankmarked er det flere mindre- og mellomstore aktører. Det er ingen selskaper som dominerer markedet, men det er tydelige forskjeller i selskapenes flåtekapasitet.



Figur 3: Deep- sea kjemikalietankmarkedet (Odfjell, 2014).

Av figur 3 ser man at Odfjell og Stolt- Nielsen er de største selskapene i deep-sea segmentet, når man tar hensyn til lastekapasitet. Sammen har de kontroll over drøye en fjerdedel av den totale flåten. Bak dem i statistikken følger flere internasjonale aktører. Eitzen/ Team står for 4% av flåtekapasiteten (Odfjell, 2014).

Stolt- Nielsen

Stolt- Nielsen er på lik linje med Odfjell en betydningsfull global aktør innenfor kjemikalietankmarkedet. Selskapet har mange av de samme strategiske målene og verdiene som det Odfjell har. I tillegg har selskapet strategiske plasserte tankterminaler og tankcontainere i de mest sentrale havneområdene over store deler av verden. Selskapet investerer også i fiskeoppdrett og gass. Kjemikalietankflåten til selskapet består i dag av om lag 62 deep-sea parcel-tankere og 87 tankere beregnet til regional skipsfart, som til sammen har en lastekapasitet på 2.5 millioner dwt.¹

Stolt- Nielsen har over 20 heleide og deleide tankterminaler som totalt har en lagringskapasitet på 4.4 millioner kubikkmeter. Av selskapets totale salgsinntekter kommer om lag 60% fra kjemikalietankvirksomheten. Inntektene fra selskapets tankterminaler står

¹ Forkortelsesregister kan finnes i Appendiks 4.

for kun 25% av de totale inntektene, men har likevel vist seg å generere høyere driftsresultat enn kjemikalietankvirksomheten de siste årene (Stolt- Nielsen, 2013).

Mens Odfjell og Eitzen/Team de siste årene har slitt med negative resultater og redusert egenkapital, har Stolt- Nielsen hatt gode resultater.

Eitzen Chemical/Team Tankers

Team Tankers International, tidligere Eitzen Chemical (videre i oppgaven oftest referert som Eitzen/Team), regnes blant de 10 største operatørene innen kjemikalietankmarkedet i verden målt i flåtestørrelse.

Team Tankers International Ltd er et norsk kjemikalietankrederi. Selskapet transporterer en rekke ulike produkter, som organiske og uorganiske kjemikalier, petroleumsprodukter, vegetabiliske oljer og smøreoljer. Flåten til Team Tankers består av over 40 kjemikalietankere i størrelsesorden 3,500 dwt til 46,000 dwt. Selskapets flåte er ung og moderne og kan frakte alt fra 12 til 30 forskjellige kjemikalier.

Den 27. januar 2015 gjennomførte Team Tankers og datterselskaper intern omstrukturering og kjøpte opp den skipseiende virksomheten som tidligere ble utført av datterselskaper i Norge og i Singapore. Det nye omstrukturerte selskapet ble børsnotert på Oslo børs den 9. mars 2015 under tickeren TEAM, hvor aksjer i Eitzen Chemical ASA ble byttet mot aksjer i Team Tankers International Ltd. Omstruktureringen av selskapet er en av de største gjeldskonverteringene i Norges historie og er basert på at Eitzen Chemicals långivere har overtatt rederiet, ved at gjeld for om lag 850 millioner dollar har blitt omgjort til 6,6 milliarder kroner (Dagens Næringsliv, 2015a).

Ved utgangen av oktober 2015 er selskapet verdsatt til en markedsverdi på i overkant av 2.4 milliarder kroner.

3. Verdsettelsesteknikker og valg av metode

I 3.1 presenteres tre verdsettelsesteknikker. Disse er omtalt som fundamental verdsettelse, komparativ verdsettelse og opsjonsbasert verdsettelse. I 3.2 velges foretrukket teknikk for videre analyse.

3.1 Verdsettelsesteknikker

Under presenteres tre kjente verdsettelsesteknikker:

- Fundamental verdsettelse
- Komparativ verdsettelse
- Opsjonsbasert verdsettelse

Felles for metodene er at de gir et verdiesimat på et selskaps egenkapital. Knivsflå (2015) hevder at metodene ikke er alternativer, men at de kan fungere som supplement for hverandre.

3.1.1 Fundamental verdivurdering

I følge Knivsflå (2015) er en fundamental verdsettelse en verdivurdering basert på analyse av underliggende forhold gjennom strategisk regnskapsanalyse og utarbeiding av fremtidsregnskap og fremtidskrav.

Damodaran (2012) hevder at fundamental verdsettelse er basert på et prinsipp der verdien av et aktivum er summen av dets fremtidige kontantstrømmer neddiskontert med et risikojustert avkastningskrav:

$$\text{Verdi av aktivum}_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{E[KS_t]}{(1+r)^t}$$

der

$E[KS_t]$ = aktivumets forventede kontantstrøm på tidspunkt t

r = et risikojustert avkastningskrav

De to hovedmodellene innenfor fundamental verdsettelse er egenkapital- og selskapsmodeller. Egenkapitalmodeller verdsetter egenkapitalen direkte, mens selskapsmodeller

verdsetter egenkapitalen indirekte. Begge metodene skal gi samme verdiestimat, gitt at avkastningskravene er konsistent og basert på virkelige verdier.

De fundamentale teknikkene har sine styrker ved at de fokuserer på kontantstrømmene til selskapene. Den største svakheten til teknikkene er at de krever at det tas forutsetninger om fremtiden, noe det er knyttet stor usikkerhet til. Med andre ord krever metodene at det blir gjort en del forutsetninger og antagelser som kan vise seg å avvike fra virkeligheten. En annen svakhet er at metodene er svært tidskrevende.

3.1.2 Komparativ verdivurdering

Komparativ verdsettelse er en verdivurderingsmetode som priser selskaper basert på hvordan lignende selskaper prises i markedet. Det er to former for komparative verdsettelsesteknikker; multiplikatormodeller og substansverdimodeller.

Multipelbaserte metoder estimerer verdien til egenkapitalen ved å benytte multipler basert på eksempelvis omsetning, resultat og bokførte verdier hos sammenlignbare selskaper i forhold til markedsverdien. En multiplikator kan enkelt forklares ved følgende uttrykk:

$$\text{Multiplikator} = P/B$$

der P er aksjekurs og B er en basis for en regnskapsstørrelse eller balansestørrelse.

Eksempler på multiplikatorer er P/E (Pris/ Fortjeneste), P/B (Pris/ Bok), P/S (Pris/ Salg) og EV/EBITDA (Markedsverdien av egenkapitalen pluss markedsverdien av netto rentebærende gjeld dividert med driftsresultatet før avskrivninger). De tre førstnevnte er egenkapital-multiplikatorer og tar utgangspunkt i pris pr. aksje eller markedsverdien av egenkapitalen. Sistnevnte er en totalkapitalmultiplikator og har sin styrke ved at den tar hensyn til finansieringsstrukturen av selskapene slik at den kan benyttes til direkte sammenligning av selskaper med ulik gjeldsgrad. Selskaper med høyere egenkapitalandel, alt annet likt, bør ha en høyere P- multiplikator, grunnet lavere finansiell risiko. Det som derimot er viktig ved bruk av multiplikatorer er at basisen er positiv og at den er konsistent med P.

Fordelen med slike former for verdsettelse er at de er enklere og mindre kostbare enn andre teknikker. En svakhet med modellen er at den er svært avhengig av sammenlignings-

grunnlaget, som gjør at den som utfører verdsettelsen kan ”manipulere” verdierestimatet ved å velge multiplikatoren eller prisen som gir best verdierestimat (Knivsflå, 2015). Resultatene fra komparative verdsettelsener gir ofte varierende verdierestimater, grunnet selskapenes individuelle forskjeller knyttet til størrelse, lønnsomhet, vekst og risiko (Kaldestad & Møller, 2011).

I tillegg til multiplikatorer finnes det modeller som verdsetter egenkapitalen på bakgrunn av substansverdi. Denne teknikken estimerer salgsverdien til eiendelene i selskapet og gjøres ved å sammenligne eiendeler med markedsprisen på tilsvarende eiendeler. I følge Kaldestad og Møller (2011) er substansverdimodeller en egnet teknikk dersom selskapet har store materielle verdier og det finnes et velfungerende og pålitelig annenhåndsmarked for eiendelene. Eksempler på bransjer som passer til denne beskrivelsen er eiendomsbransjen og shippingbransjen, hvor størsteparten av eiendelene er henholdsvis eiendom og skip, som er svært likvide på brukmarkedet.

Substansverdier kan også gi en pekepinn på om et selskap bør fortsette driften eller avvikle virksomheten. Om driftsverdien er større enn avviklingsverdien lønner det seg å fortsette virksomheten, mens det i motsatt tilfelle vil være lønnsomt å avvikle (Knivsflå, 2015).

3.1.3 Opsjonsbasert verdivurdering

Opsjonsbasert verdivurdering er en videreutvikling av den tradisjonelle fundamentale verdivurderingen og har som mål å legge til verdien av fleksibilitet. Verdien av fleksibilitet regnes i nåverdi og vanligvis representert med en eller flere realopsjoner i driften. En opsjon er en rett, men ikke en plikt til å kjøpe eller selge en eiendel på et gitt tidspunkt til en forhåndsbestemt avtalt pris.

Mens finansielle opsjoner dreier seg om aksjer og andre verdipapirer er realopsjoner opsjoner som er knyttet til en netto driftsrelatert eiendel (Knivsflå, 2015). Et eksempel på en realopsjon kan være et patent et selskap har på et produkt som enda ikke er i produksjon. Selskapet har dermed en rett, men ikke en plikt, til å starte produksjonen av produktet i fremtiden, så lenge patentet er gyldig.

3.2 Valg av verdsettelsesteknikk

Til tross for at Odfjell opererer i en svært syklisk og volatil bransje, er Odfjell et framoverskuende selskap i en moden fase. Siden selskapet har drevet sin virksomhet i over et århundre er det enkelt å finne historiske regnskapsdata. Odfjell har som kjent slitt med underskudd i den underliggende driften i mange år. De har iverksatt flere tiltak for å få ned kostnadene, og begynner omsider å tjene penger igjen, etter over 5 år med røde tall.

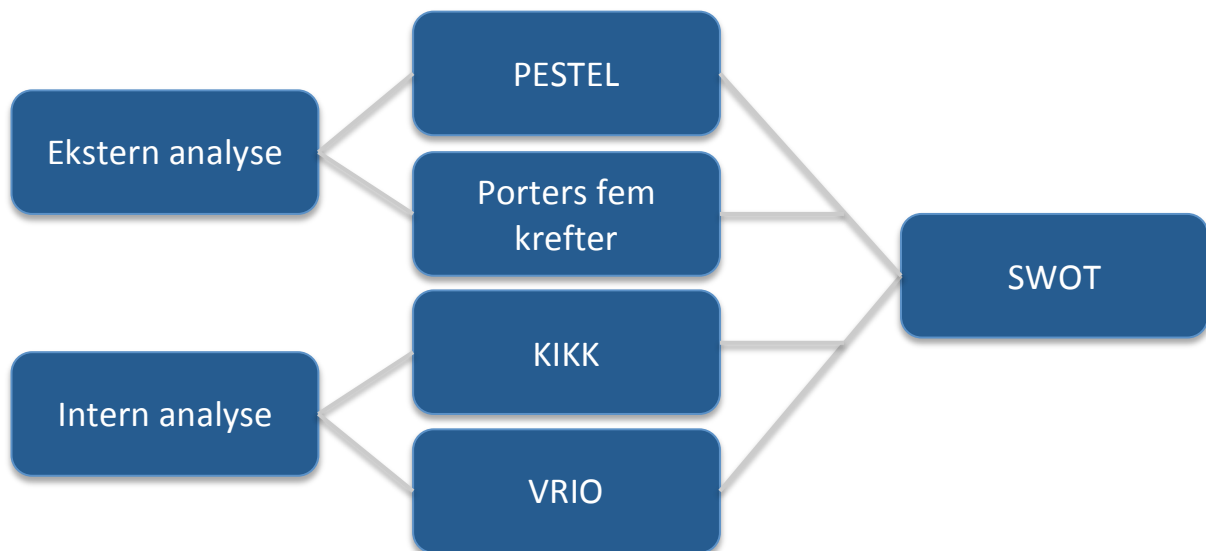
Tidshorisont og syn på markedet er faktorer som er avgjørende når investorer ser seg ut et selskap. For en investor med en kortsiktig tidshorisont vil det være naturlig å foretrekke en balansebasert metode, ved substansverdi- eller likvidasjonsverdimodeller. I tilfeller der investoren har en langsiktig tidshorisont på et selskap er fundamental verdsettelse suveren, da den tar utgangspunkt i at markedet kan ta feil og at verdien av selskapet vil korrigeres over tid. I følge Dahl mfl. (1997) vil en konsentrert tilbudsside som regel redusere annenhåndsomsetningen av skip og dermed øke usikkerheten til skipsverdiene. I tillegg kan en konsentrert tilbudsside indikere at det er inngangsbarrierer i markedet og at det er merverdier tilknyttet selskapenes posisjon i markedet. I slike tilfeller vil en fundamental verdsettelse gi et bedre bilde av verdiene i selskapet. Multiplikatormodellene tar utgangspunkt i at den gjennomsnittlige prisen i markedet er rett, men at enkeltselskaper er under- eller overvurdert (Damodaran, 2012).

På bakgrunn av dette velges det å utføre en fundamental verdsettelse av Odfjell. Som et supplement til den fundamentale verdsettelsen velges det å foreta en komparativ verdivurdering som eventuelt kan støtte opp under verdiestimatet fra den fundamentale verdsettelsen.

4. Strategisk analyse

I første delkapittel presenteres rammeverket for den strategiske analysen. Delkapittel 4.2 tar for seg en ekstern bransjeorientert analyse hvor det er rettet fokus mot makrofaktorer som påvirker bransjen. Den eksterne analysen er gjort ved PESTEL- analyse og Porters fem krefter. I delkapittel 4.3 foretas det en KIKK- analyse for å identifisere ressurser som gir kilde til konkurransefortrinn. Videre i den interne ressursorienterte analysen oppsummeres Odfjells ressurser ved en VRIO- analyse. I 4.4 oppsummeres den strategiske analysen av Odfjell ved en SWOT- analyse.

4.1 Rammeverk for strategisk analyse



Figur 4: Rammeverk for strategisk analyse.

Formålet med den strategiske analysen er å benytte offentlig selskaps- og bransjeinformasjon til å avdekke Odfjells strategiske posisjon i markedet. En strategisk posisjon kan enten være i form av en strategisk fordel, strategisk paritet eller en strategisk ulempe. I økonomisk sammenheng sier man at ved en strategisk fordel har en høyere avkastning på egenkapitalen enn egenkapitalkravet.

Formålet med den eksterne bransjeorienterte analysen er at den skal kartlegge om kjemikalietankbransjen har en bransjefordel. En bransjefordel er tilstede om rentabilitet i

bransjen er høyere enn kravet. Den interne analysen har som formål å identifisere om Odfjell har en selskapsfordel ovenfor sine konkurrenter, dvs. om selskapet har en rentabilitet som er høyere enn bransjen.

Som figur 4 på forrige side viser blir de eksterne og interne analysene koblet sammen til en SWOT analyse, som oppsummerer Odfjells styrker og svakheter, samt de mest nærliggende mulighetene og truslene i dagens kjemikalietankmarked.

4.2 Ekstern bransjeorientert strategisk analyse

I følgende delkapittel utføres det en strategisk analyse av kjemikalietankbransjen. Analysen tar først for seg en PESTEL- analyse som går ut på å klargjøre makroforholdene som kan påvirke bransjens lønnsomhet. Videre foretas en analyse av Porters fem krefter som analyserer Odfjells strategiske markedsposisjon.

4.2.1 PESTEL- makroanalyse

PESTEL- analysen går ut på å kartlegge de makroøkonomiske forholdene som på sikt kan utgjøre trusler eller skape muligheter for bransjen. PESTEL står for politiske (political), økonomiske (economic), sosiale (social), teknologiske (technological), miljømessige (environmental) and legale (legal) faktorer (Professional Academy, 2015).

De ulike faktorene blir først introdusert, før de mest nærliggende truslene og mulighetene innenfor vær kategori beskrives nærmere.

Politiske faktorer

Disse faktorene fastsetter om og i hvilken grad myndighetene påvirker økonomien og en spesiell industri. Politiske faktorer er knyttet til skattepolitikk, utenlandsk handelspolitikk og lignende (Pestle analysis, 2015)

I kjemikalietankbransjen operer ofte selskapene innenfor flere skattesystemer. Odfjell operer med ulike skatteregimer som inkluderer den norske rederibeskatningen, Approved International Shipping Enterprise (AIS) og det britiske systemet for tonnasjeskatt. Samtidig operer de med lokale skatteordninger i Chile, Brasil og Bermuda (Odfjell, 2014). Stolt-Nielsen er inkorporert i skattesystemet i Bermuda, som i utgangspunktet er skattefritt (Stolt-Nielsen, 2014).

Det blir stadig viktigere å velge et optimalt og globalt akseptert skatteregime. På lang sikt er fremtidssiktsutsiktene til shipping industrien positiv, men den vil bli utsatt for store endringer. Effektive måter for å justere seg etter ulike skattesystemer anses som kritisk (PwC, 2015).

En annen nærliggende faktor er den maritime piratvirksomheten som har herjet de siste årene. Til tross for at piratvirksomheten har gått noe ned i Somalia- kysten, Adenbukta og Karibien, er tilstanden i Guineabukten og andre områder i Vest- Afrika fortsatt preget av piratvirksomhet (UNCTAD, 2014). Antallet gisler har falt fra 700 i 2011 til om lag 50 i 2014, og det arbeides mot å få dette tallet til 0 (Aftenposten, 2014). Odfjell (2014) rapporterer at piratvirksomheten i hovedsak er av en økende bekymring i Somalia og Indonesia, hvor kapring og tyveri utgjør den største trusselen.

Økonomiske faktorer

Økonomiske faktorer er basert på den generelle økonomiske utviklingen som direkte påvirker et selskap og som har langtidsvarende virkninger. Utviklingen vil være avgjørende for hvilken type forretninger selskap foretar seg, og hvor lønnsom disse er. De økonomiske faktorene innebærer inflasjonsrater, lånerenter, valutakursendringer og den økonomiske utviklingen i verden osv. (Pestle analysis, 2014).

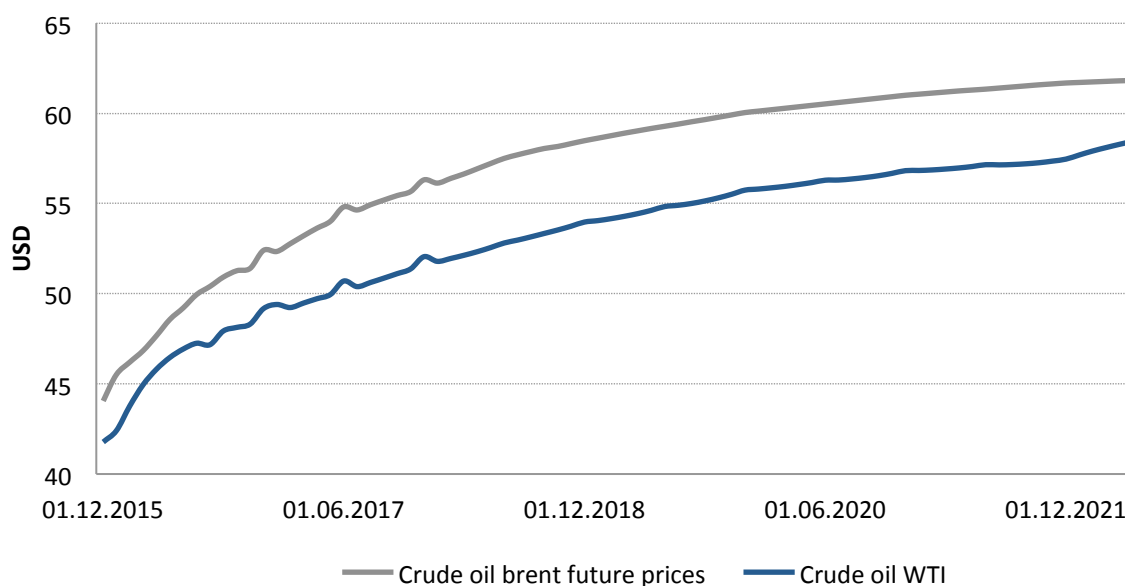
En viktig faktor som er avgjørende for etterspørselen etter transport av kjemikalier er veksten i verdens BNP. I følge OECD (2015) vil verdens BNP vokse med om lag 3.8 % i 2016, hvor de legger til grunn størst vekst i ikke- OECD landene India, Kina og Indonesia med vekst på henholdsvis 7.6 %, 6.7 % og 5.5 %. Det ventes også en stabil vekst på samme nivå forbi 2016.

Sammen med verdens BNP er også utviklingen i industriproduksjonen en faktor som påvirker etterspørselen etter marin transport av kjemikalier. Industrial Production Index (IPI) har hatt en stabil vekst siden mai i 2009. Oxford Economics (2012) spår en vekst i den industrielle produksjonen på 5.0 % i 2015 og 4.4 % i 2016. I følge disse prognosene vil etterspørselen etter transport av kjemikalier øke de neste årene.

Siden Odfjell er avhengig av olje i sine operasjoner er deres lønnsomhet svært avhengig av oljeprisen. Det siste året har oljeprisen falt enormt fra hele USD 115 fatet (19.06.2014) til knappe USD 47,5 fatet (14.09.2015) (Euroinvestor, 2015). Fallet i oljeprisen har økt lønnsomheten i bransjen den siste tiden. Odfjell har sikret bunkerprisen med

bunkershedgingderivater i denne perioden, som har gjort at selskapet har tapt over 15 millioner amerikanske dollar på bunkersderivater (Maritime, 2015).

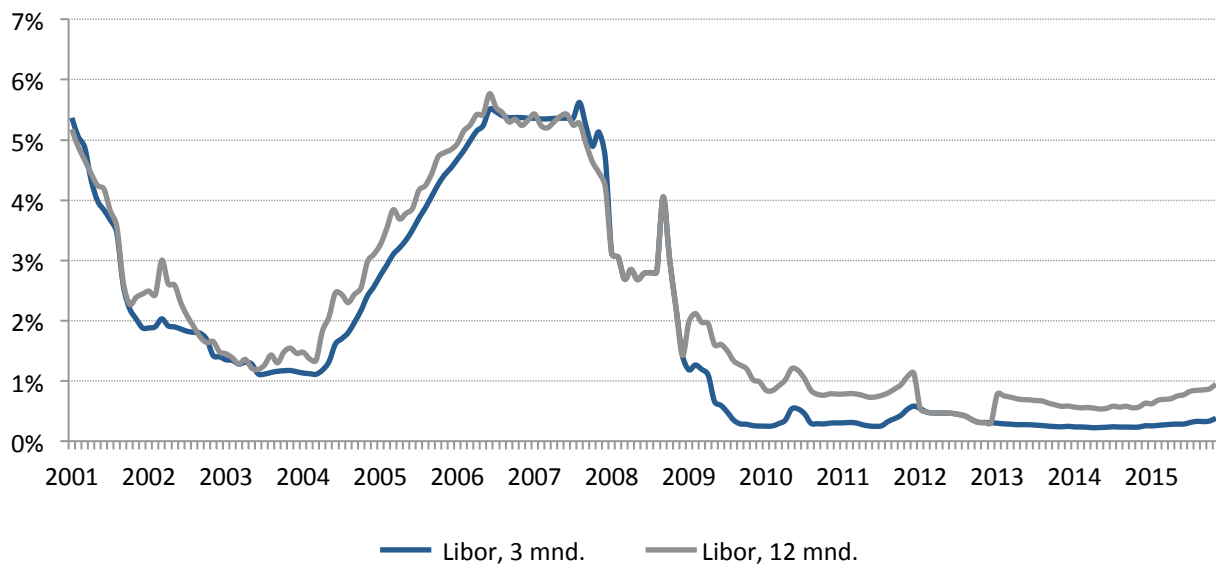
Prognosene om oljeprisens utvikling har vært en het debatt den siste tiden, med spredning fra 20 USD fatet til 70 USD fatet. Utviklingen i den kinesiske økonomien og Saudi- Arabias produksjonsnivå er sentrale faktorer for oljeprisens fremtidige vekst. Det spekuleres i at amerikanske og russiske produsenter vil måtte kutte produksjonen, da spesielt amerikanske skiferprodusenter (Dagens Næringsliv, 2015).



Figur 5: Grafen viser en forventet økning i oljeprisen mot 2022.

Som figur 5 viser er det forventet en jevn økning i oljeprisen frem mot 2020 (Barchart, 2015). Dette vil føre til høyere driftskostnader og redusert lønnsomhet for Odfjell og andre aktører i bransjen, dersom de ikke har sikret seg mot prisstigningen gjennom derivater.

I kjemikalietankbransjen hvor store deler av totalkapitalen til selskapene er finansiell gjeld, vil rentenivået ha stor betydning for selskapenes finanskostnader. I forhold til fremtidige rentekostnader gir LIBOR- renten en god indikasjon på kostnaden av den rentebærende gjelden. LIBOR er regnet som den aller viktigste referansen for renter på verdensbasis. Rentekontrakter som omsettes på mange børser rundt om i verden, for eksempel på Chicago Board of Trade, slutes basert på LIBOR- renten (Hegnar, 2015)



Figur 6: Utviklingen i 3 mnd. og 12 mnd. LIBOR- rente fra 2001 til 2015.

Figur 6 viser LIBOR- renten fra 2001 til i dag, og viser dagens historisk lave rentenivå (Global Rates, 2015). Om rentenivået fremover stiger til nivået fra perioden 2006-2008 vil dette føre til en betydelig økning i Odfjells finanskostnader.

Sosiale faktorer

De sosiale faktorene ser an utviklingen og trender i befolkningen. Eksempler på slike faktorer er befolkningsvekst, aldersfordeling, levealder, helse, utdanningsnivå osv. (Professional Academy, 2015). Dette er forhold som anses som viktig for å forstå fremtidig etterspørsel etter varer og tjenester.

Av faktorene over er befolkningsveksten den faktoren som trolig vil påvirke etterspørselen etter tjenester som transport av kjemikalier mest. The Economist (2015) anslår at befolkningen vil stige fra i overkant av dagens 7.3 milliarder til 9.7 milliarder i 2050. Det er meldt en svak nedgang i befolkningsveksten på i underkant av 1 % det neste tiåret (OCED, 2015).

Teknologiske faktorer

Med teknologiske forhold menes innovasjon, offentlig forskning, utviklingshastigheten og kommunikasjonsteknologi (Hill & Jones 2004). I en stadig strengere kjemikalietankbransje, blir de teknologiske faktorene ofte koblet til de miljømessige faktorene.

I kjemikalietankbransjen er teknologi svært viktig, og norske selskaper er helt i verdens-toppen innenfor den maritime teknologiske utviklingen. Til tross for dette er den også utsatt for kritikk, og den største kritikken har vært rettet mot den svake utviklingen av drivstoff-effektivitet. Trolig vil det bli innført strengere krav til tiltak for reduksjon av drivstoff i fremtiden. I første uken av juni 2015, under den femtiende Nor-Shipping konferansen, presenterte Norsepower Oy Ltd. en fremdriftsteknologi basert på vind for maritime fartøy. Dette energibesparende tiltaket er hevdet å potensielt redusere drivstoffbruket med 5% (Rocky Mountain Institute, 2015).

Odfjell har i løpet av 2015 oppgradert sitt første skip med et helt nytt propellsystem. Planen er at hele 19 skip skal oppgraderes innen 2017. Det nye systemet har høyeste karakter på Righthip's energiskala (A+) og er dermed blant de mest energieffektive kjemikalietankerne i verden. Propellsystemet vil potensielt redusere drivstofforbrenningen med 20 % (Bergens Tidene, 2015b).

Odfjells investeringer i energieffektiverende tiltak setter Odfjell i en lederposisjon når det kommer til en miljømessig og bærekraftig drift. Det er også forretningsmessig gunstig og posisjonerer Odfjell fordelsmessig i markedet.

Til tross for at oljeprisen har falt kraftig det siste året er det viktig at selskapene i bransjen prioriterer tiltak for å øke drivstoffeffektiviteten. Ved at blant annet Odfjell implementerer slik teknologi i driften før det blir et krav, kan de opparbeide seg et midlertidig fortrinn i forhold til konkurrenter som lar seg avvende med slike tiltak.

Miljømessige faktorer

Miljømessige faktorer er forhold selskaper må ta hensyn til som påvirker eller påvirkes av miljøet rundt. Eksempler på slike forhold er globale klimaforandringer, værforhold, geografisk lokasjon, miljøkvoter osv. (Pestle Analysis, 2015).

Drivstoffutslippet, som nevnt i forrige avsnitt, er også her en sentral faktor.

Ekstremvær som følge av klimatiske endringer er noe alle deep-sea shippingselskaper står ovenfor. I slutten av august 2012 inntraff orkanen Isaac Louisiana, som førte med seg store skader for f.eks. Stolt- Nielsen. Kostnader på orkanen ble estimert til om lag USD 3.5 millioner. I følge Odfjell (2014) var dårlig vær nevnt som en av tre grunner til selskapets svake resultat for første kvartal for 2014.

Bønder i flere deler av verden, spesielt i Kina og India, har utnyttet tørken i USA og Brasil til å øke produksjonen av oljefrø. Grunnet økende inntekt, befolkning og biodiesel produksjon har dette ført til større etterspørsel etter vegetabiliske oljer. Etterspørselen etter mat blir også større, da befolkningen stadig øker (OCED-FAO, 2015).

Politikken som USA, EU og Indonesia anmoder om biodiesel er den største usikkerheten for markedet for vegetabiliske oljer. Grunnet til dette er at USA, Indonesia og landene i EU står for en stor del av etterspørselen etter slike varer.

Legale faktorer

Legale forhold inkluderer helse og sikkerhet, likestilling, produktmerking, produktsikkerhet, annonseringsstandarder, forbrukerrettigheter og lover. For selskaper som driver globalt kan dette være en utfordring da hvert enkelt land har egne lover og reguleringer (Professional Academy, 2015).

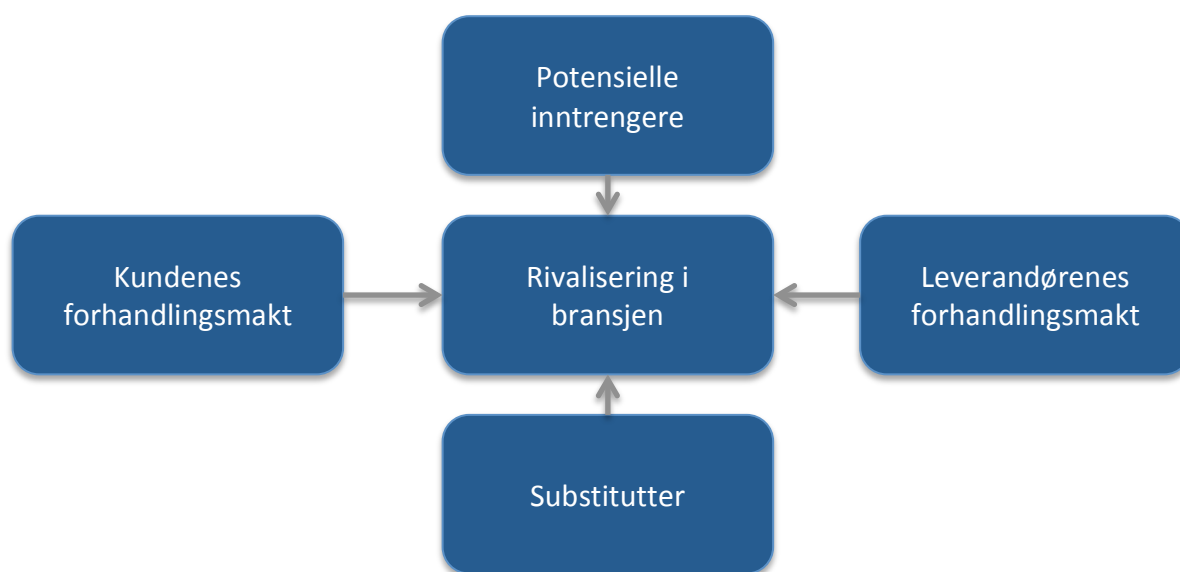
Shippingbransjen er stadig under et enormt press når det kommer til lover og regler innen forurensning. Forskrifter for transport av kjemikalier med skip fra IMOs inkluderer International Convention for the Safety of Life at Sea (SOLAS) og International Convention for the Prevention of Marine Pollution from ships (MARPOL). Begge konvensjonene krever at skip bygd etter 1. juli 1986 må etterkomme standardene via International Bulk Chemical Code (IBC Code), som bestemmer hvilke bulk tanker som kan frakte gitte kjemikalier etter hvor farlige kjemikalierne er for sikkerhet og miljø (IMO, 2015). De nye reguleringene har fokus på luftforurensning, drivstoffeffektivitet, utslipp av miljøskadelige karbondioksid og lignende. Odfjell mfl. måler i dag drivstoffeffektiviteten på sine skip med IMOs Energy Efficiency Operational Index (EEOI), som måler utslippet av CO₂ per enhet.

Eldre skip har et høyere utslipp, og rederiene kan bli tvunget til å skrape skip som følge av de strenge reguleringene og de dyre påkostningene. Til tross for den lange ordreboken i bransjen kan dette være med på å stabilisere balansen av tilbudet og etterspørselen etter transport av kjemikalier.

Rederier er også ilagt handelsreguleringer for å sikre konkurransen i markedet. I slutten av 2003 startet EU og USA en etterforskning av Odfjell og Stolt-Nielsen etter mistanke om kartellsamarbeid (Nettavisen, 2003). Konsekvensene for Odfjell ble en bot på USD 42,5 millioner og et verdifall på børsen med 230 millioner (Bergens Tidende 2003).

4.2.2 Porters fem krefter

Porters fem krefter er et rammeverk som har sin hensikt i å vurdere et selskaps strategiske markedsposisjon (Johnson, 2005). Porter deler sin modell inn i fem faktorer, som analyserer leverandørens forhandlingsmakt, kundenes forhandlingsmakt, intern rivalisering, fare for potensielle inntrengere i bransjen og substitutter til produktene i markedet. Analysen vil gi viktig innblikk i maktforholdet i bransjen og lønnsomhetspotensialet for aktørene.



Figur 7: Porters fem konkurransekrefter.

Rivalisering i bransjen

Rivaliseringen i bransjen er bestemt av konsentrasjonen av de allerede eksisterende aktørene i markedet. Høy rivalisering gir fare for lavere priser i markedet og lavere lønnsomhet for aktørene. En tilspisset rivalisering fører også til at selskapene ved intensiv markedsføring, innovasjon og teknologiske løsninger kaprer markedsandeler. Dette ender ofte opp i lavere lønnsomhet og høyere kostnader. Tre faktorer som ofte karakteriserer konkurransen i et marked er antallet konkurrenter, veksten i markedet og utgangsbarrierer.

I Norge er det flere store aktører innenfor kjemikalietankmarkedet. Odfjell og Stolt- Nielsen er ansett som de største. Team/ Eitzen rangerer også som et av de ti største kjemikalietankselskapene i verden. I tillegg til disse er det flere mindre og mellomstore aktører i bransjen. Siden kontraheringsbølgen mot sutton av 2007, har markedet vært preget av

overkapasitet i kjemikalietankmarkedet. På grunn av det store gapet mellom tilbud og etterspørsel har bransjen vært preget av høy rivalisering og svak lønnsomhet.

I kjemikalietankmarkedet er det få muligheter for å drive produktdifferensiering, da produktene er gitt. Riktignok har selskaper som Odfjell og Stolt- Nielsen satset stort på tankterminaler, noe som skiller dem fra andre aktører. I tillegg har enkelte nyere og avansert skip lisens til å frakte kjemikalier som eldre og utdaterte skip ikke har.

Studier viser at det globale salget av kjemikalier vil øke med 3 % årlig frem til 2050 (Global Chemical Outlook, 2012). Deep- sea rederiene har enda ikke kommet tilbake til toppåret i 2008 målt i omsetning, men de har hatt en stabil årlig vekst siden finanskrisen. Veksten i omsetning for rederiene var i 2014 på 3.2 %. I 2015 er forventningene til deep- sea rederiene på i overkant av 5.0 %. Størsteparten av veksten er antatt å være i de ikke-petroleumsrelaterte segmentene (10 %), mens omsetningen er antatt å bare stige 1.0% i offshorerelatert virksomhet. Om lag 94 % av inntektene fra deep- sea rederiene hentes fra utlandet, og det forventes en vekst på 10 % av inntektene fra utlandet. 60 % av rederiene i deep- sea segmentet forventer forbedret driftsresultat i 2015 i forhold til 2014 (Norges Rederiforbund, 2015). Gode prognoser for vekst i omsetning taler for mindre grad av rivalisering i bransjen. Det som i midlertidig taler for økt rivalisering og lavere inntjening er dagens ordrebok på levering av nye skip. Ordreboken er beregnet til å være 17- 22 % av dagens flåte med levering i 2016-2017.

Graden av utgangsbarrierer i en bransje påvirker også rivaliseringen. Lave utgangsbarrierer fører til at selskap med lav lønnsomhet enklere kan forlate markedet. Kaldestad og Møller (2011) mener at shipping er en typisk bransje med høye utgangsbarrierer, noe som kan forklare den observerbare overkapasiteten av tonnasje i markedet. Høyere barrierer fører til at selskaper med lav lønnsomhet vil fortsette, og dermed holde kapasiteten i markedet høy. Per 1 januar 2015 er ordreboken fra norske utenriksrederier på hele 176 skip, en økning på 20 % fra 2014 (Norges rederiforbund, 2015). Konklusjonen er at det, til tross for positive prognoser, er høy rivalisering i dagens kjemikalietankmarked.

Trussel fra inntrengere

I følge Roos et.al (2010) er det syv sentrale kilder til etableringshindre; stordriftsfordeler, produktdifferensiering, kapitalbehov, byttekostnader, adgang til distribusjonskanaler, kostnadsulemper uavhengig av størrelsesfaktoren og myndighetenes politikk.

Nyetableringer fører med seg økt kapasitet i markedet, samtidig som etterspørselen etter varen eller tjenesten fordeles på flere tilbydere. Flere konkurrenter øker presset på pris, kostnader og investeringer i bransjen. Hvor stor trusselen er avhengig av inngangsbarrierene i bransjen og motreaksjonen til de etablerte selskapene er. For å etablere seg i kjemikalietankbransjen kreves det først og fremst store kapitalinvesteringer, som i utgangspunktet vil si at etableringsbarrierene er høy. På en annen side hevder Kaldestad og Møller (2011) at banker ofte gir gode lånebetingelser til shippingselskapene mot pant i skipene, noe som tilsier at tilgangen på kapital ikke er en inngangsbarriere. Det anses som sannsynlig at inntrengere vil ha høyere kapitalkostnader enn etablerte selskaper, siden de ikke har erfaring i bransjen. Eksempelvis vil verft og selskaper som tilbyr skip på annenhåndsmarkedet være mer villig til å produsere og selge skip til selskaper med god betalingshistorikk. Samtidig er kundene til selskapene i bransjen opptatt av kvalitet, sikkerhet og effektivitet ved transporten av kjemikaliene. Selskaper med lang fartstid i bransjen har potensielt opparbeidet seg et godt rykte, noe nyetablerte selskaper må begge opp over tid. En skjerpet miljøpolitikk i skipsfarten er også et etableringshinder, siden dette vil kreve enda høyere investeringer og kunnskap.

Kundenes forhandlingsmakt

Forhandlingsmakten i et kunde-leverandørforhold er avhengig av balansen i markedet. I følge Roos et. al. (2010) er forhandlingsmakten til en kunde sterk når kundegruppen er konsentrert eller kjøper store volum. Den er også sterk når produktet utgjør en betydelig andel av kundens totale kostnader eller innkjøp og når produktet har liten betydning for kundens produkt videre. Kundene til selskaper som selger produkter og tjenester som er standardiserte og udifferensierte er også kjent for ha å en sterk forhandlingsposisjon (Roos et al., 2010).

I bransjer hvor det er få og store kunder i et marked preget av flere tilbydere vil kundene ha stor makt. Forhandlingsmakten til Odfjell og de andre aktørene i shippingbransjen går dermed ut på at de kan velge mellom disse. Graden av makt kundene har kan gjenspeiles i fraktratene på produktene, antall kontrakter og varigheten på kontraktene.

Inntektene fra transportvirksomheten kommer som kjent enten fra spotmarkedet eller kontrakter. Kontraktene som inngår gjøres enten som time-charter- avtaler eller såkalte CoAs- avtaler. Eksempelvis vil en høy grad av kontraktsdekning føre til økt kundemakt, da kontraktbetingelser bestemmes ved forhandlinger. I spotmarkedet er fraktratene basert på forholdet mellom tilbud og etterspørsel, og prisen reflekteres i ratene. Med tanke på det

overnevnte, samt at det ikke eksisterer noen nære substitutter for frakt av kjemikalier har ikke kundene i bransjen noen nevneverdig forhandlingsmakt.

Leverandørenes forhandlingsmakt

Leverandørene har makt i form av at de kan øke prisene eller senke kvaliteten på produktene i bransjen. Typiske leverandører til aktørene i kjemikalietankbransjen er selskaper som leverer drivstoff, materiell, utstyr og skip. Skipsverftene er sett på som den viktigste leverandøren, da disse leverer skip og foretar vedlikehold. Makten til leverandørene vil være avhengig av hvilken syklus bransjen er i. I oppgangstider kan eksempelvis verft øke prisene på skipene, da etterspørselen er stor. Verftene vil i nedgangstider ha ledig kapasitet, og derfor være villig til å ta lavere pris for skipene. Rederiene kan distansere seg noe fra denne effekten ved å handle tidlig i høykonjunkturen, og samtidig minske sjansene for forsinkelser som ofte oppstår midt i høykonjunkturen grunnet stor etterspørsel.

Shippingbransjen har generelt et høyt lønnsnivå, og norske rederier har de siste årene ansatt et økende antall utenlandske sjømenn. Tilgangen på arbeidskraft er stor, og utenlandsk arbeidskraft blir ofte foretrukket ovenfor norske grunnet lønnsnivå. Norske erfarne sjømenn er kostbare for rederiene, og har de seneste årene vært en mangelvare. På bakgrunn av dette anses leverandørenes forhandlingsmakt som lav.

Trussel fra substitutter

Det å identifisere substitutter er i følge Roos et. al (2010) å se etter andre produkter og tjenester som kan dekke samme funksjon og behov som produktet eller tjenesten som bransjen tilbyr. Det eksisterer ingen nære substitutter til Odfjells og de andre selskapenes tjenester da disse utføres med spesialkonstruerte skip av høy sikkerhet. Det kan være verdt å nevne at det i dag også transporteres kjemikalier ved tog og mindre fartøy, men at dette utgjør en svært liten del av det totale tilbudet. Frakt av kjemikalier ved skip er ansett som den sikreste og mest kostnadseffektive transportformen i dag, og det er ingenting som tyder på at det ikke skal være det i tiden fremover.

4.2.3 Oppsummering av ekstern bransjeorientert analyse

Under følger en oppsummering av den eksterne bransjeorienterte analysen. Forholdene fra PESTEL analysen har en sterk tilknytning til hverandre, og de påvirker hverandre i ulik grad. Endringer i politiske, teknologiske, miljømessige, legale, og sosiale faktorer vil direkte eller indirekte påvirke de økonomiske forholdene i bransjen. Om eksempelvis politikken rundt utflagging av skip til utenlandske skipsregistre endres, vil Odfjell og andre rederier i bransjen kunne oppleve et helt annet skattenivå enn de drar fordel av i dag.

De forventede skjerpede reguleringene i bransjen vil på sikt spare miljøet for forurensning og kan redusere den senere tids overkapasitet av tonnasje i markedet.

Om den positive trenden med mindre grad av piratvirksomheter fortsetter de neste årene vil effektiviteten og sikkerheten innad i bransjen øke. Grad av ekstremvær bransjen er utsatt for påvirker effektiviteten og lønnsomheten til aktørene.

Den lave drivstoffprisen er også en klar fordel for lønnsomheten i bransjen, selv om denne er forventet å stige på relativt kort sikt. Samtidig viser prognoser en positiv utviklingen i verdensøkonomien de neste årene, og at økning i den industrielle produksjonen vil bidra til økt etterspørsel etter bransjens tjenester. Spesielt tyder prognosene at etterspørselen etter vegetabiliske oljer vil øke i årene fremover. Økt utvinning av skifergasser i USA anses som et av de største vekstområdene for bransjen.

En økende verdensbefolkning og bedre levestandard på verdensbasis, øker etterspørselen etter frakt av kjemikalier.

Innovasjon, tilpasningsdyktig teknologi og effektivt etterkomme krav fra reguleringer anses som noen av de viktigste faktorene i dagens kjemikalietankmarked.

Fra analysen av Porters fem krefter kommer det frem at det eksisterer en høy rivalisering i dagens kjemikalietankmarked. Forhandlingsposisjonen til rederiene ovenfor kunder og leverandører anses som god, grunnet flittig bruk av kontrakter og forutsetninger for å gjøre gode kjøp i dårlige tider. På grunn av miljømessige, sikkerhetsmessige og kvalitetsmessige grunner eksisterer det ingen trusler fra substitutter i dagens kjemikalietankmarked.

4.3 Intern ressursorientert strategisk analyse

I dette delkapittelet utføres det en intern ressursorientert strategisk analyse av Odfjell. Først foretas en KIKK- analyse for å kartlegge ressurser som gir kilder til konkurransefortrinn. Deretter anvendes en VRIO- analyse som har som formål å drøfte i hvilken grad ressursen gir Odfjell et fortrinn ovenfor konkurrentene.

4.3.1 KIKK- analyse

KIKK er et strategisk analyseverktøy som er brukt for å kartlegge et selskapers kilde til konkurransefortrinn. Modellen er delt i fire ressurstyper, som alle potensielt kan gi et selskap et strategisk fortrinn i forhold til konkurrenter. Et selskapet med overlegen kostnadsstruktur, innovasjon, kvalitet og/ eller kundespons kan gi selskaper en konkurransefordel i markedet.

Kostnadsstruktur

Kostnadsstrukturen i et selskaper forteller blant annet hvilken kostnader selskaper har, hvor kostnadene oppstår og hvor store selskapets marginer er. I en bransje med høy rivalisering er det å ha en konkurransekraftig kostnadsstruktur svært viktig, da konkurransen ofte fører til pressing av pris mot marginene.

Kjemikalietankbransjen er en rivaliserende bransje med mange aktører, og kostnads-effektiviteten i bransjen er derfor av stor betydning. Odfjell har ikke tjent penger på driften de siste 5 årene, på grunn av sitt høye kostnadsnivå. Selskapet har nedbemannet kraftig det siste året og det ventes at omstrukturingsplanen vil bedre selskapets resultat med over 100 millioner USD ved utgangen av 2016 (Bergens Tidene, 2015a). Omorganiseringen og prosessen med å kutte kostnadene skal hovedsakelig skje gjennom lavere driftskostnader, administrasjonskostnader, drivstofforbruk og mer effektive seilingsmønstre (Odfjell, 2015).

På bakgrunn av dette føles det rimelig å påstå at selskapet har hatt en kostnadsulempe de siste årene i forhold til konkurrenter som f. eks Stolt- Nilsen.

Innovasjon

Om et selskapet har overlegen innovasjon i forhold til konkurrentene betyr dette at selskapet kommer først ut med nye produkter og prosesser som gir dem en styrket posisjon i markedet. Ved at et selskap satser på en overlegen innovasjon vil dette ofte føre til en større interesse rundt selskapet, og kan gi selskapet rom for å ta høyere priser. Hill & Jones (2004) hevder at

det på sikt er innovasjon av produkter og prosesser som viser seg å være den viktigste kilden til et konkurransefortrinn.

Siden kjemikalietankbransjen er en svært teknologisk bransje, har ofte innovasjon og kostnader en sterk tilknytning. Mye av innovasjonen som gjøres i bransjen er nettopp for å øke effektiviteten i driften og kutte kostnader. Som nevnt tidligere har Odfjell investert i et helt nytt propellsystem som skal redusere drivstofforbruket med 20 %. Dette vil naturligvis da redusere drivstoffkostnadene tilsvarende.

Det er likevel ikke noen grunn til å påstå at Odfjell har en overlegen innovasjon i forhold til konkurrentene, da de fleste i bransjen har nære samarbeid med teknologi- og innovasjonsselskaper. Når det gjelder innovasjon innen miljøbesparende løsninger viser flere selskaper sterkt initiativ, og er samtidig bevist på potensielt strengere restriksjoner i fremtiden.

Kvalitet

Sterkt fokus på kvalitet gir mulighet for å sette en høyere pris på produktet eller tjenesten et selskap tilbyr. Høy kvaliteten har til hensikt å øke betalingsvilligheten til kundene.

Siden kjemikalietankbransjen hovedsakelig frakter standardiserte produkter er det vanskelig med produkt differensiering i form av produktene. Kvaliteten i bransjen blir heller bedømt i form av kvaliteten på frakten i form av sikkerhet og pålitelighet. Kundene ønsker at avtalt fraktevolum skal fraktes sikkert, til rett tid og innen avtalte rammer. Odfjell har gjennom sin lange fartstid i bransjen opparbeidet seg gode kunderelasjoner og med et rykte som et kvalitetsbevisst selskap.

Det er likevel strenge krav til aktørene i bransjen når det kommer til kvalitet, helse, sikkerhet og miljø (QHSE), som gjør at kvaliteten nærmest har blitt et krav for å operere i dagens kjemikalietankbransje.

Kunderespons

En overlegen kunderespons gjør at et selskapet har en bedre evne til å tilfredsstille kundene enn konkurrentene. En god kunderespons henger sammen med de overnevnte punktene, da en god kunderespons gjerne må skje gjennom en at kundene er fornøyd med en lav pris, god kvalitet eller er tilfredshet gjennom et nytt produkt eller en ny prosess.

4.3.2 VRIO- analyse

Et selskaps evne til å utvikle og opprettholde konkurransefortrinn ses i sammenheng med hvilken ressurs selskapet disponerer og hvordan de anvendes. Vedvarende konkurransefortrinn kan i følge Roos et al. (2010) kun baseres på ressurser som har følgende egenskaper:

Verdifull (V): Ressursen må være verdifull i form av at den gjør selskapet i stand til å implementere strategier som forbedrer effektiviteten.

Sjelden (R): Ressursen må være sjelden i markedet slik at ikke konkurrentene kan implementere samme ressursen i sin strategi.

Vanskelig å imitere (I) : Ressursen må være vanskelig å kopiere, slik at det ikke vil være mulig for konkurrentene å imitere ressursen på kort sikt.

Ikke finnes likeverdige substitutter: Det må ikke være likeverdige substitutter til ressursen som konkurrentene kan bruke til å generere de samme konkurransefortrinnene.

Må være approprierbar: Verdiene som ressursen skaper er bedre enn konkurrentenes og kommer selskapet selv til gode.

Utnytte ressursens fulle potensiale (O): Selskapet må være organisert på en måte som gjør at de får maksimalt ut av verdien av ressursen, altså dens totale potensiale.

Ved anvendelse av VRIO- analysen kartlegges Odfjells konkurransemessige ressurser og i hvilken grad betingelsene over er tilstede. Ressurser som det er vanlig at også konkurrentene har gir et paritetsfortrinn. Dersom ressursen er sjelden, men ikke viktig for omgivelsene genererer ressursen et **trivielt fortrinn**. Om selskapet har ressurser som både er sjelden og viktig, men som er lett å imitere, gir ressursen kun **midlertidig fortrinn**. Dersom ressursen er sjelden, viktig og vanskelig å imitere, men at selskapet likevel ikke klarer å utnytte ressursens potensial, gir ressursen et **varig, ikke beholdt fortrinn**. Klarer selskapet å utnytte ressursens maksimale potensiale samtidig som den oppfyller de andre betingelsene gir ressursen et **varig, beholdt fortrinn** (Hill & Jones, 2004).

Analysen er basert på selskapets viktigste strategiske ressurser, som er anses å være:

- Kjemikalietankflåten
- Tankterminalene
- Kundeforholdene

Odfjell –flåten

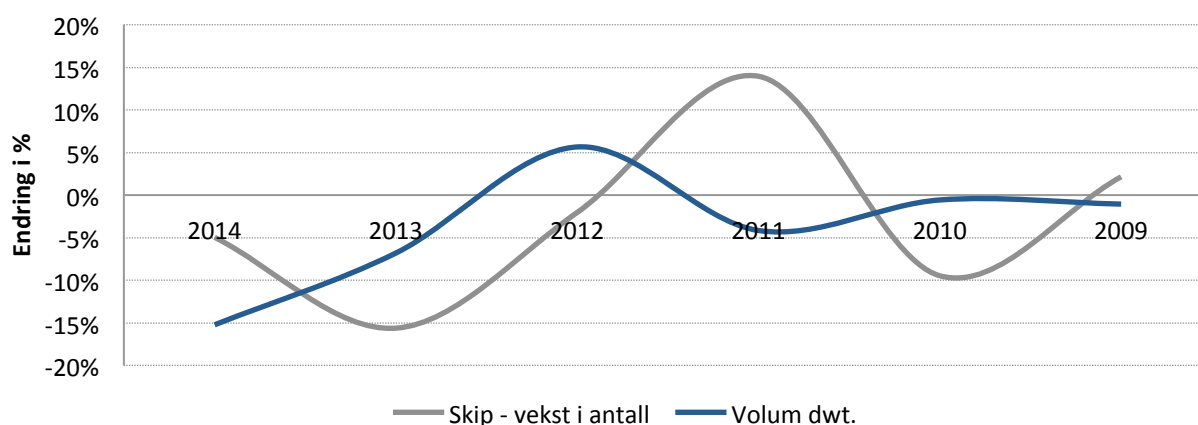
Flåten til selskapet er i verdenstoppen når det kommer til kvalitet og størrelse. Ved inngangen til mai 2015 bestod Odfjell sin flåte av 77 skip, hvor 43 av skipene er eid av selskapet og 34 er leid inn på kontrakter. Majoriteten av skipene er danner selskapets deep-sea flåte, 56 skip totalt.

Tabell 1: Tabellen viser antall skip, total kapasitet og fraktet volum for Odfjell.

År	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008
Antall skip	77	81	96	98	86	95	93
Fraktet volum i dwt. ('000) pr. år	15440	18215	19546	18500	19303	19414	19622
Kapasitet i dwt. ('000)	2236	2273	2684	2717	2352	2603	2460

I tillegg til sin allerede eksisterende flåte hadde selskapet i utgangen av 2014 en ordrebok på om lag 8 nybygg, med leveringstid i 2016 og 2017 (Odfjell, 2014).

Figur 8 viser utviklingen i flåten fra 2008-2014. I enkelte år har det vært en reduksjon i antall skip samtidig som lastekapasiteten har økt. Dette reflekterer den store fornyelsen av flåten selskapet har gjort de siste årene. Mange av de eldre skipene med lavere lastekapasitet erstattes av nye, moderne skip med høyere kapasitet.



Figur 8: Historisk utvikling i Odfjells flåte i antall skip og lastekapasitet

I 2015 har selskapet tilført flåten med 4 nye skip, samtidig som de har solgt tre av de eldste skipene. I samme periode har Odfjell oppgradert et av kjemikalietankskipene med et nytt propellsystem, som skal sørge for redusert drivstoffbruk og utslipp om lag på 20 %.

Selskapet er ventet å oppgradere totalt 19 skip med samme ror, hovedmaskin, turbolader og akselgenerator innen 2017 (Bergens tidene, 2015).

Nåværende flåte varierer i størrelse, tank konfigurasjon og belegg, noe som styrker selskapets fleksibilitet ovenfor sine kunder. Det at selskapets flåte nå beveger seg oppover på Rightship's energiskala (fra D+ til A+) styrker flåten som en strategisk ressurs. Odfjell viser ved handling at de aktivt iverksetter tiltak som styrker flåtens bærekraft og konkurransekraft i forhold til sine konkurrenter.

Tankterminaler

I tillegg til flåten har Odfjell investert stort innenfor tankterminaler, som også bidrar til en mer kostnadseffektiv drift. Terminalene er lokalisert langs de viktigste havneområdene i verden, i Rotterdam (Nederland), Antwerp (Belgia), Houston (USA) og langs kysten til Oman, Korea, Iran, Kina og Singapore. Totalt har selskapet tankterminaler i 23 havner, med lagringskapasitet på 5.4 millioner cbm. (Odfjell, 2014).

Flere av de andre aktørene i kjemikalietankbransjer har slike tankterminaler som en del av sitt operasjonelle drift, eksempelvis Stolt- Nielsen. Odfjells lokalisering i svært viktige geografiske lokasjoner, samt relasjonene dette innebærer er en strategisk fordel ovenfor blant annet Eitzen/Team som ikke besitter tankterminaler.

Kundeforhold

Flere av Odfjells viktigste kunder er basert på relasjoner som er bygd opp over flere tiår, noe har som historisk sett har gitt Odfjell en god kontraktsdekning på flåten. Lønnsomheten på sikt er avhengig av å ha skip på mellomlange og lange kontrakter, for å sikre stabile inntekter i en syklisk bransje. En balanse mellom skip på kontrakter og skip på spot- markedet anses som svært viktig.

Med svake tider i spot- markedet er et godt kundeforhold uvurderlig. Når kundeforholdet er godt er Odfjell bedre rustet til å oppnå gode kontrakter med kundene. Ved at Odfjell inngår langsiktige kontrakter til gjeldende fraktrater, og kontraktsinngåelsen skjer når bransjen har nådd toppen av peak- syklusen, vil fraktraten være låst og sikre god inntjening. I dårlige tider er Odfjells kundeforhold en klar strategisk ressurs. Det er derfor viktig at ledelsen også har forutsetninger for å time kontraktsinngåelser.

I gode tider kan selskapets kontraktsdekning føre til lavere lønnsomhet enn selskaper med lavere kontraktsdekning da eksponeringen til spot- markedet er lavere.

4.3.3 Oppsummering av intern ressursorientert analyse

De mest nærliggende ressursene som genererer konkurransefortrinn til Odfjell ovenfor konkurrentene er som nevnt; kjemikalietankflåten, tankterminaler og et godt kundeforhold.

Odfjells kombinasjon av kjemikalietankflåten og tankterminaler til Odfjell anses som en av de beste i verden, og anses som ressurser som gir selskapet et fortrinn i markedet.

Selskapets kombinasjon av en bærekraftig og fleksible flåte og tankterminaler i de viktigste knutepunktene er både viktig og sjelden, og gir Odfjell et fortrinn ovenfor flere av konkurrentene. Stolt- Nielsen besitter en lignende kombinasjon, mens Eitzen/Team mfl. vil bruke lengre tid på å opparbeide lignende ressurser. Kombinasjonen av kjemikalietankere og tankterminaler øker effektiviteten, noe kundene verdsetter høyt.

Konkurrentene som ikke har kombinert kjemikaliefrakt og lagring i tankterminaler kan eventuelt inngå samarbeidsavtaler med selskaper som eier tankterminaler. Dette vil innebære at tankterminalene ikke vil være en fullverdig ressurs for selskapene, og at den dermed ikke vil generere nok verdier til å ta igjen Odfjell og Stolt- Nielsen. Eitzen/Team mfl. kan skaffe seg en lignende ressurs som Odfjell ved store investeringer, noe som er et hinder i seg selv.

Kjemikalietankflåten og tankterminaler til Odfjell genererer verdier som selskapet selv sitter igjen med. Det faktum at det i hovedsak kun er god tilgang til kapital eller svært gode samarbeidsavtaler som skal til før konkurrerende selskaper skaffer seg lignende ressurser gjør at ressursene kun gir Odfjell et midlertidig fortrinn.

Det gode forholdet mellom Odfjell og kundene anses kun svært viktig. Et godt kundeforhold bidrar til god kontraktsdekning, som sikrer en mer stabil inntjening. Ressursen er også sjelden, siden det vil ta lang tid å skaffe seg lignende relasjoner til kundene sine som det Odfjell har. Odfjell har et godt merkenavn i markedet, som gjør at nye kunder fort velger Odfjell over andre aktører i bransjen. Samtidig er merkevare noe som lett lar seg imitere. På bakgrunn av dette anses også Odfjells kundeforhold som et midlertidig fortrinn.

Tabell 2: Oppsummering av ressursorientert strategisk analyse av Odfjell.

Ressurs	V (verdifull)	R (sjelden)	I (ikke- imiterbar)	O (utnyttet)	Oppsummert
Flåten	Ja	Ja	Nei	Ja	Midlertidig fortrinn
Tankterminaler	Ja	Ja	Nei	Ja	Midlertidig fortrinn
Kundeforhold	Ja	Ja	Nei	Ja	Midlertidig fortrinn

4.4 Oppsummering av strategisk analyse, SWOT

Styrker (S):

- Flåten er ung, miljøbesparende og av nyeste teknologiske løsninger
- Tankterminaler lokalisert i sentrale geografiske lokasjoner på verdensbasis
- Lavt drivstoffbruk
- Godt kundeforhold/merkenavn
- Initiativtaker til miljøbesparende tiltak

Svakheter (W):

- Lav eksponering i spot- markedet gitt økte fraktrater
- Et høyt kostnadsnivå
- Under omstrukturering. Kan bidra til svakere inntjening og effektivitet på kort sikt

Muligheter (O):

- Økt etterspørsel gjennom vekst i verdensøkonomien
- Stadig økende verdensbefolkning
- Kan bli lønnsom igjen med vellykket omstrukturering og kostnadsutt
- Utvinning av skifergasser i USA
- Økt etterspørsel etter vegetabiliske oljer i Asia
- Økt skraping av tonnasje grunnet lave fraktrater og strengere reguleringer
- Åpning av Nordøstpassasjen (NEP)

Trusler (T):

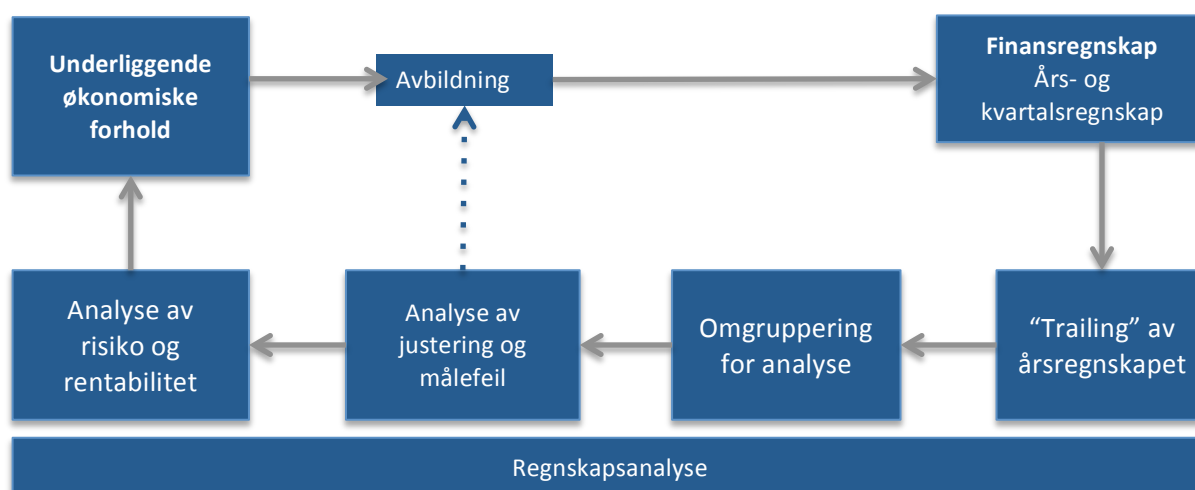
- Betydelig økning i oljeprisen
- En vedvarende overkapasitet av tonnasje i markedet
- Ekstremvær som følge av klimaendringer
- Økende grad av piratvirksomhet og lignende
- Økt rente og dermed høyere finanskostnader

5. Regnskapsanalyse

Delkapittel 5.1 viser benyttet rammeverk for regnskapsanalysen. I 5.2 presenteres Odfjell sine rapporterte regnskap- og balansetall. De rapporterte tallene blir omgruppert til investororientert analyse i delkapittel 5.3. Videre gjøres det en analyse av målefeil i delkapittel 5.4, hvor det justeres for operasjonell leie. I 5.5 presenteres de omgrupperte regnskapstallene til Odfjell mens de omgrupperte bransjetallene presenteres i 5.6.

5.1 Rammeverk for regnskapsanalyse

Første steg i regnskapsanalysen går ut på å samle inn offentlig tilgjengelig informasjon fra selskapets finansregnskap. Deretter omgrupperes tallene til en investororientert analyse. Odfjell fører sine finansregnskap etter International Financial Reporting (IFRS), som er kreditororientert. I en kreditororientert oppstillingsplan er eiendelene gruppert etter likviditet (omløpsmidler og anleggsmidler), mens balansen er satt opp etter forfallstidspunkt, dvs. om gjelden er kortsiktig eller langsiktig. Siden lønnsomheten til eierne skal analyseres er en omgruppering høyst nødvendig. De omgrupperte tallene må så justeres for eventuelle målefeil i rapporteringen. De omgrupperte og justerte regnskapstallene brukes så til å analysere kredittrisikoen til Odfjell (i kapittel 6).



Figur 9: Rammeverk for regnskapsanalyse (Knivsflå, 2015).

5.2 Presentasjon av rapporterte tall

Under presenteres Odfjells rapporterte resultatregnskap og balanse i perioden 2009 til 2014. Regnskapsåret til selskapet er fra 01.01 til 31.12 og alle tall er i tusen USD. For 2015 er det utført en ”trailing” ved å benytte de fire siste kjente kvartalsrapportene (Q314, Q414, Q115 og Q215). I estimeringen av tall for Q3 og Q4 i 2015 er det justert for lignende vekst fra Q1 og Q2 i 2014 til Q1 og Q2 i 2015.

Resultatregnskapet, 2015T – 2009

Tabell 3: Tabellen presenterer Odfjells resultatregnskap i analyseperioden.

	2015T	2014	2013	2012	2011	2010	2009
Driftsinntekter	916,752	1,052,967	1,165,429	1,211,669	1,154,116	1,048,387	1,264,150
Fraktkostnader	-395,642	-496,011	-491,418	-532,391	-532,205	-450,819	-449,245
Time- charter kostnader	-154,608	-190,844	-165,038	-173,157	-167,625	-197,811	-190,675
Operasjonelle driftskostnader	-143,120	-175,417	-267,611	-285,278	-237,998	-221,113	-329,433
Driftsresultat	223,382	190,695	241,362	220,843	216,288	178,644	294,797
Netto resultat fra samarb.partnere og JV	-5,167	-32,333	1,102	825	192	128	110
Generelle og administrative kostnader	-77,588	-92,729	-125,363	-128,576	-103,731	-84,869	-113,147
EBITDA	140,627	65,633	117,101	93,092	112,749	93,903	181,760
Avskrivninger og nedskrivninger	-88,000	-90,152	-126,065	-131,501	-122,164	-124,020	-151,093
Kompensasjoner	0	0	0	0	5,792	0	43,312
Verdifall på anleggsmidler	-14,000	-4,494	-81,338	0	0	0	-13,735
Gevinst (tap) ved salg av anleggsmidler	6,000	6,529	15,515	-4,433	24,880	-6,300	1,156
EBIT	44,627	-22,484	-74,787	-42,842	21,257	-36,417	61,400
Renteinntekter	3,000	3,178	5,325	3,230	2,802	3,468	5,752
Rentekostnader	-46,000	-42,024	-50,724	-53,226	-43,960	-39,696	-50,464
Andre finansposter	-15,000	-14,429	6,025	-18,044	6,529	6,682	9,311
Resultat før skatt	-13,373	-75,759	-114,161	-110,882	-13,372	-65,963	25,999
Skattekostnad	1,023	614	6,640	38	-6,233	-45,765	95,084
Netto resultat før diskont. virksomheter	-12,350	-75,145	-107,521	-110,844	-19,605	-111,728	121,083
Netto resultat fra diskont. virksomheter	0	0	0	0	288,496	32,964	0
Minoritetsinteresser	0	0	0	116	-121	-115	-104
Årsresultat	-12,350	-75,145	-107,521	-110,960	269,012	-78,649	121,187
Annet fullstendig resultat	-42,000	-72,856	12,073	13,131	-25,180	-31,820	115,562
Fullstendig netto årsresultat	-54,350	-148,001	-95,448	-97,829	243,832	-110,469	236,749

Som tabell 3 viser har Odfjell hatt varierende driftsinntekter i perioden, med en negativ trend siden 2012. Høye avskrivningskostnader og finanskostnader i forhold til EBITDA førte til negative årsresultater før skatt i alle år. Skatteinntekten og skattekostnader i henholdsvis 2009 og 2010 reflekterer endring i den norske rederibeskatningen og overgang til den norske tonnasjeskatteordningen. Odfjell har ikke hatt minoritetsinteresser i selskapet siden 2012.

Balansen, 2015T – 2009

Tabell 4: Tabellen viser Odfjells rapporterte balanse i analyseperioden

	2015T	2014	2013	2012	2011	2010	2009
ASSETS							
Immaterielle eiendeler	0	2,400	43,739	109,819	115,178	10,760	10,717
Bygninger	24,000	15,347	42,189	33,161	38,587	49,022	41,472
Skip	1,254,000	1,268,912	1,255,610	1,190,208	1,171,689	1,214,961	1,271,898
Nybyggingskontrakter	23,000	14,699	69,200	102,700	118,555	102,229	125,993
Tankterminaler	0	0	492,392	440,716	591,318	707,253	691,205
Kontor, utstyr, biler med mer.	10,475	35,834	42,964	44,365	43,455	44,146	30,599
Investeringer i samarbeidspartnere	380,000	393,162	22,877	23,152	1,718	1,586	1,501
Lån til samarbeidspartnere og JV	4,000	9,630	0	0	0	0	0
Pensjonsfond	0	1,684	0	0	0	0	0
Andre langsiktige fordringer	5,525	18,901	33,299	48,977	62,288	65,364	83,115
Sum anleggsmidler	1,701,000	1,760,569	2,002,270	1,993,098	2,142,788	2,195,321	2,256,500
Kundefordringer	102,000	130,329	155,171	139,159	134,781	192,087	212,319
Lager	14,000	23,188	36,560	36,862	36,243	29,264	32,391
Finansielle derivater	0	4,825	3,867	6,610	11,563	21,643	13,052
Markedsbaserte investeringer	10,000	9,910	9,658	16,734	25,363	0	0
Lån til samarbeidspartnere og JV	17,000	906	0				
Kontanter og kontantekvivalenter	98,000	95,416	152,124	153,123	180,067	107,046	103,167
Eiendeler for salg	16,000	6,507	0	223,741	0	34,477	81,487
Sum omløpsmidler	257,000	271,081	357,380	576,229	388,017	384,517	442,416
TOTALE EIENDELER	1,958,000	2,031,650	2,359,650	2,569,327	2,530,805	2,579,838	2,698,916
EQUITY AND LIABILITIES							
Aksjekapital	29,425	29,425	29,425	29,425	29,425	29,425	29,425
Tilbakekjøpte aksjer	0	0	-2,785	0	-2,785	-2,785	-1,635
Overkursfond	172,575	172,388	172,388	53,505	53,504	53,504	53,504
Annen egenkapital	381,426	435,776	560,456	824,841	915,851	686,015	820,160
Minoritetsinteresser	0	0	0	6,503	6,309	5,904	4,717
Sum egenkapital	583,426	637,589	759,484	914,274	1,002,304	772,063	906,171
Utsatt skatte	0	0	26,690	53,551	51,554	36,149	28,133
Pensjonsforpliktelse	6,426	8,151	35,527	66,678	30,468	22,380	21,946
Finansielle derivater	35,000	32,234	17,043	15,685	0	0	0
Langsiktig rentebærende gjeld	876,000	837,432	1,216,046	994,911	1,116,941	1,256,861	1,412,895
Annen langsiktig gjeld	1,574	1,997	2,546	10,175	24,537	40,910	11,602
Sum langsiktig gjeld	919,000	879,814	1,297,852	1,141,000	1,223,500	1,356,300	1,474,576
Kortsiktig rentebærende gjeld	276,000	325,750	133,634	225,930	127,997	269,800	163,432
Betalbar skatt	1,196	1,706	1,970	21,716	22,765	21,409	2,294
Skyldige offentlige utgifter	4,158	5,932	6,464	7,732	6,995	5,842	7,453
Finansielle derivater	56,000	87,204	9,198	23,745	47,839	27,911	0
Gjeld for salg	0	0	0	128,900	0	0	0
Annen kortsiktig gjeld	65,646	93,655	151,048	106,030	99,405	126,513	144,990
Sum kortsiktig gjeld	403,000	514,247	302,314	514,053	305,001	451,475	318,169
Sum gjeld	1,322,000	1,394,061	1,600,166	1,655,053	1,528,501	1,807,775	1,792,745
TOTAL EGENKAPITAL OG GJELD	1,905,426	2,031,650	2,359,650	2,569,327	2,530,805	2,579,838	2,698,916

5.3 Omgruppering av rapporterte tall for analyse

Omgrupperingen i følgende kapittel gjøres ved å først omgruppere Odfjells resultatregnskap og balanse i analyseperioden. Deretter justeres de omgrupperte tallene for operasjonell leie, som er karakterisert som type målefeil 2. I slutten av kapitlet presenteres de omgrupperte regnskapene og balansene til Stolt- Nielsen og Eitzen/Team tankers. Regnskaps- og balansetallene til Odfjell, Stolt- Nielsen og Eitzen/ Team Tankers danner bransjegrunnelaget, som vil bli brukt til sammenligning videre i analysen. Alle tall er i tusen USD.

5.3.1 Resultatregnskapet

Før omgrupperingen av Odfjells resultatregnskap presenteres notene i selskapets resultatregnskap. Noteoppstillingen under er koblet til notene fra Odfjell sin årsrapport for 2014. Poster fra tidligere år, som ikke er aktuelle i årsrapporten for 2014 er hentet ved å gå tilbake i selskapets tidligere årsrapporter. I følge Penman (2013) er det nødvendig å klassifisere resultatpostene som drift eller finans for å avdekke underliggende kilder til lønnsomhet ved å sammenligne resultatene med tilhørende kapital. Videre er det også nødvendig å klassifisere posten som normal eller unormal, da unormale poster ikke er representativt for fremtiden. Oppstillingen under gir en beskrivelse av resultatpostene, før hver enkelt post vurderes til drift eller finans og normal eller unormal. Videre brukes Knivsflå (2015) sin metode for omgruppering av resultatregnskapet.

Note 3 – Driftsinntekter

Inntektene til Odfjell kommer fra tre segmenter, kjemikalietank, terminalvirksomhet og LPG markedet. Inntektene fra terminalvirksomheten er gjennom joint venture selskapet Odfjell Terminals BV. Alle inntekter regnes som normale driftsrelaterte inntekter.

Note 18, 19, 20, 21, 22 – Fraktkostnader, time- charter- og operasjonelle kostnader

- Fraktkostnader inkluderer kostnader til drivstoff, diverse avgifter, havnekostnader, bunkere, omlasting og andre kostnader.
- Time- charter kostnader er kostnader relatert til operasjonell leasing, som i sin helhet er leie av driftsmidler. Odfjell har flere leieavtaler av type operasjonell leasing. Leiekostnaden føres under time-charter kostnader, mens eiendelen holdes utenfor balansesummen. Siden leiekontrakten forplikter selskapet til å betale leiekostnader, bør leiekravet karakteriseres som gjeld. Mer om justeringen av operasjonell leasing kommer i delkapittel 5.4.
- Operasjonelle kostnader er i hovedsak lønnskostnader, generelle driftskostnader,

tonnasjeskatt og valutasikringer. Generelle and administrative kostnader er administrative lønnskostnader, pensjonskostnader og andre kostnader. Alle kostnadene under disse postene karakteriseres som drift og normal.

Note 7 – Rentekostnader

Rentekostnader er tilknyttet selskapets rentebærende gjeld, som er både sikret gjeld, usikret gjeld, finansiell leie fra internasjonale banker og obligasjoner i det norske obligasjonsmarkedet. Rentene er i hovedsak basert på flytende LIBOR- renter og klassifiseres som finans og normal.

Note 10, 11 – Avskrivninger, nedskrivninger and gevinst(tap) på anleggsmidler

Avskrivninger er i hovedsak tilknyttet skipene, og på den måten en normal driftsrelatert kostnad som kommer igjen i hver periode. Nedskrivninger og gevinst eller tap på salg av eiendeler anses som drift og unormal.

Note 17 – Renteinntekter

Finansinntektene er renteinntekter på bankinnskudd og lignende. Odfjell har blant annet innskudd i form av depositum på en Total Return Swap (TRS) avtale. Posten klassifiseres som finans og normal.

Note 25, 26 – Andre finansielle poster

Postene inkluderer gevinst/tap på valuta, gevinst/tap på salg av markedsinvesteringer, verdiendring på eiendeler og gjeld og andre finansinntekter og finanskostnader. Posten varierer stort, og er klassifisert som finans og unormal.

Note 34 – Investeringer i samarbeidspartnere og Joint- Ventures

Posten inkluderer et nettoresultat fra tankterminalvirksomheten Odfjell Terminals BV som er nært knyttet til driften av kjemikalietankerne. Til tross for at nettoresultat varierer stort fra år til år kategoriseres det som drift og normal.

Stegene i omgrupperingen av resultatregnskapet følger av Knivsfå (2015):

1. Identifisere fullstendig nettodriftsresultat, FNR
2. Fordele FNR til selskapet (drift), kreditorer(gjeld) og eierne(egenkapital)
3. Identifisere normale og unormale poster i drift, finans og skatt
4. Fordele skattekostnader på alle resultatene

Steg 1: Identifisere fullstendig nettoresultat, FNR.

Fullstendig nettoresultat er majoriteten sin andel av totalresultatet og Knivsflå (2015) uttrykker det slik:

$$\text{FNR} = \text{ÅRE} + \text{AFR} + \text{DSP}$$

Det fullstendige nettoresultatet er dermed nettoresultatet, ÅRE, pluss andre fullstendige resultatelementer, AFR, og en eventuell dirty surplus, DSP. Dirty surplus er brudd på kongruensprinsippet, som går ut på direkteføring av inntekter og kostnader mot egenkapitalen. Odfjell har i løpet av analyseperioden ført diverse kostnader i forbindelse med endring av regnskapsprinsipp direkte mot egenkapitalen. Dette kommer frem i tabellen under. "Dirty surplus" viser at Odfjell har foretatt diverse justeringer direkte mot egenkapitalen i 2012 og 2013.

Tabell 5: Odfjells fullstendige nettoresultat i analyseperioden.

	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009
Årsresultat	-12,350	-75,145	-107,521	-110,960	269,012	-78,649	121,187
AFR	-42,000	-72,856	12,073	13,131	-25,180	-31,820	115,562
Rapportert fullstendig resultat	-54,350	-148,001	-95,448	-97,829	243,832	-110,469	236,749
Dirty surplus	0	0	-10,638	-23,423	0	0	0
Fullstendig nettoresultat	-54,350	-148,001	-106,086	-121,252	243,832	-110,469	236,749

Steg 2- fordel FNR slik at alle "kapitaler" i balansen- selskapet(drift), kreditorer(gjeld) og eierne(EK) – får sitt resultat før skatt.

Selskapets inntekter er satt til drift og normal. Netto resultat fra samarbeidspartnere er klassifisert som drift og unormal. Dette resultatet kommer fra selskapet Joint Venture med Linsay Goldberg hva gjelder den operasjonelle driften av tankterminalene.

Alle rapporterte kostnader før operasjonelt resultat (EBITDA) er klassifisert som drift og normal. Dette er blant annet kostnader tilknyttet Time-charter, drivstoffkostnader, havnekostnader, mannskapskostnader og tekniske kostnader.

Kompensasjoner, verdifall på anleggsmidler, gevinst/tap ved salg av anleggsmidler er klassifisert som drift og unormal, mens avskrivninger klassifiseres som drift og normal. Avskrivningene er hovedsakelig tilknyttet selskapets flåte, og er stabile gjennom analyseperioden.

Steg 3- Identifisere normale og unormale poster – i drift, finans og skatt

Normale poster er poster som er ventet å komme tilbake periode etter periode og som dermed er relevant for fremtiden. Unormale poster er poster som bare dukker opp i noen perioder og som er vanskelig å predikere. Typisk for unormale poster er at de er ustabile og uten noen observerbar trend. Identifiseringen av normale og unormale poster i drift og finans ble gjort over.

Steg 4- Fordel skattekostnaden på alle resultatene

Selskapets skattekostnad fordeles etter normal- og unormal skattekostnad. Den normale skattekostnaden fordeles videre som vist under:

- | | |
|---|-------------------------------------|
| 1. Normal driftsskatt, DSK, på normalt DR | 4. Skatt på normal finanskostnad |
| 2. Unormal driftsskatt på normalt DR | 5. Skatt på normal finansinntekt |
| 3. Skatt på unormalt driftsresultat, UDR. | 6. Skatt på unormalt finansresultat |

1. Normal driftsskatt på normalt driftsresultat

Den normaliserte driftsskattesatsen (ndss) blir satt som den gjennomsnittlige driftsskattesatsen gjennom analyseperioden. For å finne driftsskattesatsen for hvert enkelt år benyttes formelen etter Knivsflå (2015) vist under.

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

der,

NSK = Normal skattekostnad

FI = Finansinntekt

UFR = Unormalt finansresultat

FK = Finanskostnad

DR + UDR = Normalt- og unormalt driftsresultat

fss = finansskattesats

De siste årene har det vært mange endringer i norsk skattepolitikk hva angår skipsfart. I februar 2012 kom det frem i Høyesterett at overgangsreglene fra 2007, som går ut på en obligatorisk innbetaling av latente skatteforpliktelser opparbeidet under rederiskatte-

ordningen fra 1996, var i strid med Grunnlovens forbud mot å gi lover tilbakevirkende kraft. Som følge av dette forekom det en skatteinntekt på USD 110.5 millioner i 2009. Denne anses som unormal. Skatt fra andre skatteregimer og ordinær skatt i Norge anses som normale skatteposter. Overgangen til det nye skattesystemet kostet selskapet 42 millioner dollar (Odfjell, 2010).

Driftsskattesatsen varierer en del fra år til år, men et gjennomsnitt blir valgt for å gjøre fordelingen mer representativ. Den normaliserte driftsskattesatsen finnes på følgende måte:

$$ndss = \frac{dss_1 + dss_2 + \dots + dss_n}{n}$$

Tabell 6: Odfjells driftsskattesats og normalisert driftsskattesats i analyseperioden.

	2015T	2014	2013	2012	2011	2010	2009
Driftsskattesatsen, dss	26.16 %	124.23 %	-7.24 %	-37.37 %	79.89 %	-150.76 %	44.04 %
Normalisert driftsskattesats, ndss	11.28 %	11.28 %	11.28 %	11.28 %	11.28 %	11.28 %	11.28 %
(dss-ndss)	14.88 %	112.95 %	-18.52 %	-48.64 %	68.61 %	-162.04 %	32.76 %

Beregningen av den normaliserte driftsskattesatsen viser at selskapet har hatt en gjennomsnittlig skatt på driften på 11.28 % i analyseperioden. I utgangspunktet skulle man tro at denne ville være noe lavere, men den kan likevel gi et riktig bilde siden Odfjell betaler opp mot 30 % skatt i andre skatteregimer som for eksempel i Brasil.

2. Unormal driftsskatt på normalt driftsresultat

Den unormale driftsskattesatsen uttrykkes som differansen mellom den årlige driftsskattesatsen, dss, og den normaliserte driftsskattesatsen, ndss. Satsen multipliseres så med driftsresultatet, DR, som da utgjør den unormale driftsskatten på normalt driftsresultat.

3. Skatt på unormalt driftsresultat

Unormalt driftsresultat blir beskattet med den normale driftsskattesatsen per periode. Skatten på det unormale driftsresultatet er dermed driftsskattesatsen, dss, multiplisert med den unormale driftsresultatet før skatt, UDR, per periode, $dss * UDR$.

4. Skatt på normal finanskostnad

Finanskattesatsen på finanskostnader, $f_{SS_{FK}}$, er satt til den normale skattesatsen på

finanskostnader i Norge i analyseperioden, som er 28 % (27 % fra 2014). Netto finanskostnad, NFK, i det omgrupperte resultatet er derfor gitt som $(1 - f_{SS_{FK}}) * FK$.

- $f_{SS_{FK}} = 28\%$ (27 % fra 2014)

5. Skatt på normal finansinntekt

Finansskattesatsen på finansinntekter, $f_{SS_{FI}}$, er også satt til den normale satsen på landbasis. I Norge er den normaliserte finansskattesatsen på finansinntekter 14 %. Denne satsen er basert på Knivsflå (2015) sin tommelfingerregel om at halvparten av finansinntektene er henholdsvis realiserede og urealiserede gevinster. Siden de realiserede gevinstene etter skatteloven skattlegges med 28 % og de urealiserede gevinstene ofte ikke blir skattlagt, jfr fritaksmetoden, blir dermed $f_{SS_{FI}}$ antatt å være midt mellom 0 og 28%. På lignende vis blir netto finansinntekt etter omgruppering lik $(1 - f_{SS_{FI}}) * FI$.

- $f_{SS_{FI}} = 14\%$

6. Skatt på unormalt finansresultat

Det unormale finansresultatet, UFR, med røtter i andre finansposter, finansielt dirty surplus eller resultat fra diskontinuerlig virksomhet beskattes med den unormale skattesatsen på finansresultat i Norge. Satsen er 14 %, av samme argumentasjon som punkt 5.

- $f_{SS_{UFR}} = 14\%$

Tabell 7: Fordeling av skattekostnaden til Odfjell i analyseperioden.

	2015T	2014	2013	2012	2011	2010	2009
Normal skattekostnad	-1,000	-614	-6,640	-38	6,233	45,765	15,431
- skatt på finansinntekt	420	445	746	452	392	486	805
+ skatt på finanskostnad	12,420	11,346	13,695	14,371	11,869	10,718	13,625
- skatt på unormalt finansresultat	-2,025	-1,948	813	-2,436	881	902	1,257
= Skatt på driftsresultat	13,025	12,235	5,497	16,317	16,829	55,095	26,994
- skatt på unormalt driftsresultat	-2,093	2,528	4,768	1,656	24,503	9,498	13,536
= Skatt på normalt driftsresultat	15,118	9,707	729	14,660	-7,675	45,597	13,458
- unormal skatt på normalt driftsresultat	8,599	8,826	1,864	19,085	-6,591	49,009	10,012
= Normal driftsskattecostnad	6,518	881	-1,135	-4,425	-1,084	-3,411	3,446

Omgruppert resultatregnskap, 2015T – 2009

Av praktiske årsaker er minoritetsresultatet innbakt som netto finanskostnad, noe Knivslå (2015) mener er en akseptert justering, spesielt når minoritetsresultatet utgjør en liten andel av resultatet.

Tabell 8: Odfjells omgrupperte resultatregnskap i analyseperioden.

Omgruppert resultat	2015T	2014	2013	2012	2011	2010	2009
Driftsinntekter	916,752	1,052,967	1,165,429	1,211,669	1,154,116	1,048,387	1,264,150
- Driftskostnader	858,958	1,045,153	1,175,495	1,250,903	1,163,723	1,078,632	1,233,593
= Driftsresultat fra egen virksomhet	57,794	7,814	-10,066	-39,234	-9,607	-30,245	30,557
- Driftsrelatert skattekostnad	6,518	881	-1,135	-4,425	-1,084	-3,411	3,446
= Netto driftsresultat fra egen virksomhet	51,276	6,933	-8,931	-34,809	-8,523	-26,834	27,111
+ Nettoresultat fra driftstilknyttede virksomheter	-5,167	-32,333	1,102	825	192	128	110
= Netto driftsresultat	46,109	-25,400	-7,829	-33,984	-8,331	-26,706	27,221
+ Netto finansinntekt	2,580	2,733	4,580	2,778	2,410	2,982	4,947
= Netto resultat til sysselsatt kapital	48,689	-22,667	-3,249	-31,206	-5,922	-23,723	32,167
- Netto finanskostnad	33,580	30,678	37,029	38,971	31,970	28,863	36,735
= Nettoresultat til egenkapital	15,109	-53,345	-40,278	-70,177	-37,892	-52,586	-4,567
+ Unormalt netto driftsresultat	-14,507	-6,231	-55,625	-58,808	12,760	-64,807	117,700
+ Unormalt netto finansresultat	-54,952	-88,425	-10,183	7,733	268,964	6,924	123,616
= Fullstendig nettoresultat til egenkapitalen	-54,350	-148,001	-106,086	-121,252	243,832	-110,469	236,749
Netto betalt utbytte		23,320	-158,299	30,244	-13,997	-23,676	-48,725
= Endring i EK		-124,681	-264,385	-91,008	229,835	-134,145	188,024

5.3.2 Balansen

Før omgrupperingen av Odfjells balanse presenteres selskapets noter fra balansen. Postene under er ment å gi innblikk i selskapets balanseposter og hvordan de er klassifisert. Notene er fra Odfjells årsrapport for 2014. Poster fra tidligere år, som ikke var aktuelle i årsrapporten for 2014, er hentet ved å gå tilbake i selskapets tidligere årsrapporter. I følge Penman (2013) er det nødvendig med klassifisering av balansepostene til drift eller finans for å avdekke underliggende kilder til lønnsomhet. Fra omgrupperingen av resultatregnskapet får vi nå en tilhørende kapital for videre analyse. Balansepostene klassifiseres derfor som driftsrelatert eller finansiell. Nedenfor følger en oversikt over aktuelle noter fra Odfjells årsrapporter.

Note 5 – Finansielle derivater

I følge noten er sikringsaktivitetene til selskapet basert på valutakurser, renter og oljepris. Knivslå (2015) hevder at dersom derivatet er driftsrelatert om den sikrer en driftsposisjon,

mens finansiell om den sikrer en finansiell posisjon. Siden Odfjell i hovedsak sikrer finansielle instrumenter klassifiseres alle finansielle derivater som finansielle poster.

Note 7 – Kortsiktig- og langsiktig rentebærende gjeld

Selskapets langsiktige rentebærende gjeld er banklån, finansiell leasing og obligasjoner. I de fleste sammenhenger kan man si at rentebærende gjeld er lik finansiell gjeld, og derfor klassifiseres både den langsiktige- og kortsiktige rentebærende gjelden som finansiell gjeld.

Note 8 – Betalbar skatt

Betalbar skatt er klassifisert som driftsrelatert kortsiktig gjeld. Knivsflå (2015) sier at skyldig skatt både vil inneholde drifts- og finansskatt, men at den oftest er relatert til driften. Utsatt skatt er klassifisert som langsiktig driftsrelatert gjeld mens utsatt skattefordel er klassifisert som driftsrelaterte anleggsmidler.

Note 9 – Pensjonsforpliktelser

Alle poster tilknyttet pensjon er klassifisert som driftsrelatert. Pensjonskrav er en avsetning og klassifiseres som driftsrelatert langsiktig gjeld. Pensjonskostnaden er ifølge Knivsflå (2015) en kostnad som følger av å ha ansatte, og er derfor en driftskostnad.

Note 10 – Anleggsmidler

Inkluderer skip, nybyggingskontrakter, eiendommer og kontorer, utstyr og biler. Eide skip, leide skip og skip under finansiell leasing klassifiseres som driftsrelaterte anleggsmidler. Siden nybyggingskontrakter, eiendommer og de andre eiendelene nevnt i noten er nært knyttet til driften klassifiseres også disse som driftsrelaterte anleggsmidler.

Note 11 – Immaterielle eiendeler

Av noten kommer det frem at selskapet har balanseført goodwill i form av godt kundeforhold i terminalene Odfjell Terminals BV og Odfjell Terminals Inc. Goodwillen ble verdjustert lik 0 i 2013. Immaterielle eiendeler fra tidligere år blir klassifisert som et driftsrelatert anleggsmidler.

Note 16 – Markedsbaserte investeringer

I følge noten er dette obligasjoner og sertifikater, som er markedsbaserte investeringer. På bakgrunn av dette klassifiseres denne posten som en finansiell eiendelspost.

Note 17 – Kontanter og kontantekvivalenter

I følge Knivsflå (2015) er likvider en blanding av finansielle- og driftsrelaterte eiendeler, men

at det kan være vanskelig å skille ut de som er driftsrelatert. Hele kontantbeholdningen klassifiseres derfor som finansielle omløpsmidler.

Note 30 – Annen langsiktig gjeld

Annen langsiktig gjeld er utilstrekkelig beskrevet i noten, men er i følge Knivsflå (2015) ofte finansiell gjeld. Balanseposten klassifiseres deretter som langsiktig finansiell gjeld.

Note 34 – Investeringer i samarbeidspartnere og Joint- Ventures

Noten gir oversikt over selskapet sine datterselskaper, joint venture og andre samarbeidspartnere, samt selskapets eierandel. Investeringer i samarbeidspartnere er klassifisert som driftsrelaterte eiendeler da Knivsflå (2015) mener at slike investeringer oftere er driftsrelatert enn finansielle. Lån til samarbeidspartnere er derimot klassifisert som finansielle anleggsmidler.

Note 35 – Eiendeler for salg

Eiendeler for salg: Noten informerer om salg av skip og tankterminaler. Salget av tankterminalene i 2012 var i forbindelse med en joint venture- avtale med Lindsay Goldberg LLC, og var en strategisk beslutning. Fra før er netto resultat fra tilknyttede virksomheter og investeringer i samarbeidspartnere klassifisert som driftsrelatert. For å være konsistent i fordelingen av drift og finans klassifiseres denne posten som driftsrelatert. Gjeld for salg (2012) : Posterings fra lignende forhold som nevnt over. Gjeld for salg klassifiseres som kortsiktig driftsrelatert gjeld.

Stegene nedenfor følger Knivsflå (2015) sin metode for omgruppering av balansen.

Steg 1. Eventuelt avsatt utbytte = egenkapital

I henhold til IFRS er blir det ikke avsatt foreslått utbytte. Det betyr at eventuelle utbetalte utbytter, blir trukket direkte fra egenkapitalen. På bakgrunn av dette blir det ikke nødvendig med omgruppering av utbytte.

Steg 2. Klargjør hva som er drift og finans i balansen

Under følger en fordeling av Odfjell sine eiendeler og gjeld etter drift og finans. Selskapets anleggsmidler og omløpsmidler fordeles videre etter drift og finans. Det samme gjøres for Odfjell sin langsiktig og kortsiktig gjeld. Nærmere begrunnelse for valg av fordeling er klargjort ovenfor.

Omgruppert balanse, 2015T - 2009

Tabell 9: Odfjells balanse etter drift og finans for analyseperioden.

	2015T	2014	2013	2012	2011	2010	2009
Immaterielle eiendeler	0	0	43739	109819	115178	10760	10717
Utsatt skattefordel	0	2,400	0	0	0	0	0
Eiendommer	24,000	15,347	42,189	33,161	38,587	49,022	41,472
Skip	1,254,000	1,268,912	1,255,610	1,190,208	1,171,689	1,214,961	1,271,898
Nybyggingskontrakter	23,000	14,699	69,200	102,700	118,555	102,229	125,993
Terminaler	0	0	492,392	440,716	591,318	707,253	691,205
Kontorer, utstyr, biler	10,475	35,834	42,964	44,365	43,455	44,146	30,599
Investeringer i samarbeidspartnere	380,000	393,162	22,877	23,152	1,718	1,586	1,501
Pensjonsfond	0	1,684	0	0	0	0	0
Driftsrelaterte anleggsmidler (DAM)	1,691,475	1,732,038	1,968,971	1,944,121	2,080,500	2,129,957	2,173,385
Kundefordringer	102,000	130,329	155,171	139,159	134,781	192,087	212,319
Varelager	14,000	23,188	36,560	36,862	36,243	29,264	32,391
Eiendeler for salg	16,000	6,507	0	223,741	0	34,477	81,487
Driftsrelaterte omløpsmidler (DOM)	132,000	160,024	191,731	399,762	171,024	255,828	326,197
DRIFTSEIENDELER (DE)	1,823,475	1,892,062	2,160,702	2,343,883	2,251,524	2,385,785	2,499,582
Lån til samarbeidspartnere	4,000	9,630	0	0	0	0	0
Andre langsiktige fordringer	5,525	18,901	33,299	48,977	62,288	65,364	83,115
Finansielle anleggsmidler (FAM)	9,525	28,531	33,299	48,977	62,288	65,364	83,115
Finansielle derivater	0	4,825	3,867	6,610	11,563	21,643	13,052
Markedsbaserte investeringer for salg	10,000	9,910	9,658	16,734	25,363	0	0
Lån til samarbeidspartnere	17,000	906	0	0	0	0	0
Kontanter og kontantekvivalenter	45,403	95,416	152,124	153,123	180,067	107,046	103,167
Finansielle omløpsmidler (FOM)	72,403	111,057	165,649	176,467	216,993	128,689	116,219
FINANSIELLE EIENDELER (FE)	81,928	139,588	198,948	225,444	279,281	194,053	199,334
EIENDELER	1,905,403	2,031,650	2,359,650	2,569,327	2,530,805	2,579,838	2,698,916
EGENKAPITAL (EK)	583,403	637,589	759,484	907,771	995,995	766,159	901,454
MINORITETSINTERESSER (MI)	0	0	0	6,503	6,309	5,904	4,717
Utsatt skatt	0	0	26,690	53,551	51,554	36,149	28,133
Pensjonsforpliktelser	6,426	8,151	35,527	66,678	30,468	22,380	21,946
Langsiktig driftsrelatert gjeld (LDG)	6,426	8,151	62,217	120,229	82,022	58,529	50,079
Betalbar skatt	1,196	1,706	1,970	21,716	22,765	21,409	2,294
Skyldige offentlige utgifter	4,158	5,932	6,464	7,732	6,995	5,842	7,453
Annen kortsiktig gjeld	65,646	93,655	151,048	106,030	99,405	126,513	144,990
Gjeld for salg	0	0	0	128,900	0	0	0
Kortsiktig driftsrelatert gjeld (KDG)	71,000	101,293	159,482	264,378	129,165	153,764	154,737
DRIFTSRELATERT GJELED (DG)	77,426	109,444	221,699	384,607	211,187	212,293	204,816
Finansielle derivater	35,000	32,234	17,043	15,685	0	0	0
Langsiktig rentebærende gjeld	876,000	837,432	1,216,046	994,911	1,116,941	1,256,861	1,412,895
Annen langsiktig gjeld	1,574	1,997	2,546	10,175	24,537	40,910	11,602
Langsiktig finansiell gjeld (LFG)	912,574	871,663	1,235,635	1,020,771	1,141,478	1,297,771	1,424,497
Kortsiktig finansiell gjeld	276,000	325,750	133,634	225,930	127,997	269,800	163,432
Finansielle derivater	56,000	87,204	9,198	23,745	47,839	27,911	0
Kortsiktig finansiell gjeld (KFG)	332,000	412,954	142,832	249,675	175,836	297,711	163,432
FINANSIELL GJELD (FG)	1,244,574	1,284,617	1,378,467	1,270,446	1,317,314	1,595,482	1,587,929
EGENKAPITAL OG GJELD	1,905,403	2,031,650	2,359,650	2,569,327	2,530,805	2,579,838	2,698,916

Steg 3. Fra totalkapital til sysselsatt kapital

Balansen fra forrige side omgrupperes fra totalkapital til sysselsatt kapital, som vist under. Den sysselsatte kapitalen er kapital som er innskutt av eiere og finansielle långivere. Omgrupperingen er nødvendig siden den driftsrelaterte gjelden ikke er plassert i kapitalmarkedet, men som en del av driften til selskapet.

Tabell 10: Omgruppert balanse for Odfjell uttrykt ved sysselsatt kapital, SSK.

	2015T	2014	2013	2012	2011	2010	2009
Netto driftsrelaterte anleggsmidler (NAM)	1,685,049	1,723,887	1,906,754	1,823,892	1,998,478	2,071,428	2,123,306
Driftsrelatert arbeidskapital (DAK)	61,000	58,731	32,249	135,384	41,859	102,064	171,460
Netto driftseiendeler (NDE)	1,746,049	1,782,618	1,939,003	1,959,276	2,040,337	2,173,492	2,294,766
Finansielle eiendeler (FE)	81,928	139,588	198,948	225,444	279,281	194,053	199,334
SYSSELSATTE EIENDELER (SSE)	1,827,977	1,922,206	2,137,951	2,184,720	2,319,618	2,367,545	2,494,100
Egenkapital (EK)	583,403	637,589	759,484	907,771	995,995	766,159	901,454
Minoritetsinteresser (MI)	0	0	0	6,503	6,309	5,904	4,717
Finansiell gjeld (FG)	1,244,574	1,284,617	1,378,467	1,270,446	1,317,314	1,595,482	1,587,929
SYSSELSATT KAPITAL (SSK)	1,827,977	1,922,206	2,137,951	2,184,720	2,319,618	2,367,545	2,494,100

Av tabell 10 kommer det frem at Odfjells svake lønnsomhet har tært på egenkapitalen de siste årene. Samtidig ser man at den sysselsatte kapitalen har blitt redusert gjennom hele analyseperioden.

Steg 4. Fra sysselsatt til netto driftskapital

Fra steg 3 ser vi at netto driftseiendeler og finansielle eiendeler utgjør de sysselsatte eiendelene. De finansielle eiendelene er prinsipielt sett eiendeler som selskaper har i tillegg til eiendelene som er nødvendig for å drive selskapet. Når dette er sagt kan dermed de finansielle eiendelene i prinsippet brukes til å nedbetale den finansielle gjelden. På bakgrunn av dette danner finansielle eiendeler og finansiell gjeld netto finansiell gjeld.

Tabell 11: Odfjells balanse uttrykt som netto driftskapital, NDK.

	2015T	2014	2013	2012	2011	2010	2009
Netto driftsrelaterte anleggsmidler (NAM)	1,685,049	1,723,887	1,906,754	1,823,892	1,998,478	2,071,428	2,123,306
Driftsrelatert arbeidskapital (DAK)	61,000	58,731	32,249	135,384	41,859	102,064	171,460
NETTO DRIFTSEIENDELER (NDE)	1,746,049	1,782,618	1,939,003	1,959,276	2,040,337	2,173,492	2,294,766
Egenkapital (EK)	583,403	637,589	759,484	907,771	995,995	766,159	901,454
Minoritetsinteresser (MI)	0	0	0	6,503	6,309	5,904	4,717
Netto finansiell gjeld (NFG)	1,162,646	1,145,029	1,179,519	1,045,002	1,038,033	1,401,429	1,388,595
NETTO DRIFTSKAPITAL (NDK)	1,746,049	1,782,618	1,939,003	1,959,276	2,040,337	2,173,492	2,294,766

Omgruppert balanse, 2015T - 2009

I tabell 12 er minoritetsinteressen fra 2012-2009 innbakt som netto finansiell gjeld. Dette gjøres hovedsakelig av praktiske årsaker, og spesielt siden Odfjell ikke har hatt minoritetsinteresser de siste 2-3 årene. I tillegg er det viktig å være konsistent med omgrupperingen av resultatregnskapet, hvor minoritetsresultatet ble satt som netto finanskostnad.

Tabell 12: Odfjells omgrupperte balanse for analyseperioden.

	2015T	2014	2013	2012	2011	2010	2009
Netto driftsrelaterte anleggsmidler (NAM)	1,685,049	1,723,887	1,906,754	1,823,892	1,998,478	2,071,428	2,123,306
Driftsrelatert arbeidskapital (DAK)	61,000	58,731	32,249	135,384	41,859	102,064	171,460
NETTO DRIFTSEIENDELER (NDE)	1,746,049	1,782,618	1,939,003	1,959,276	2,040,337	2,173,492	2,294,766
Egenkapital (EK)	583,403	637,589	759,484	907,771	995,995	766,159	901,454
Netto finansiell gjeld (NFG)	1,162,646	1,145,029	1,179,519	1,051,505	1,044,342	1,407,333	1,393,312
NETTO DRIFTSKAPITAL (NDK)	1,746,049	1,782,618	1,939,003	1,959,276	2,040,337	2,173,492	2,294,766

5.4 Analyse av målefeil og justering

5.4.1 Målefeil

I følge Knivsfå (2015) finnes det tre typer målefeil.

$$MF = \underbrace{(ekr^* - ekk)}_{MF1} + \underbrace{(ekr_{GRS} - ekr^*)}_{MF2} + \underbrace{(ekr - ekr_{GRS})}_{MF3}$$

Målefeil av type 1, $MF1 = ekr^* - ekk$, er ansett som «god» egenkapitalrentabilitet, ekr^* , i forhold til egenkapitalkravet, ekk . Målefeil av type 1 er målefeil som oppstår på grunn av historisk- kost prinsippet, hvor registrerte historiske kostpriser brukes for målinger i balanse og resultatregnskap. I kostmodellen måler rentabiliteten avkastning på investert kapital, slik at superrentabiliteten måler den strategiske fordelene på faktiske investeringer (Knivsfå, 2015).

Målefeil av type 2, $MF2 = ekr_{GRS} - ekr^*$, gjør seg gjeldende når egenkapitalrentabiliteten etter god regnskapsskikk avviker fra egenkapitalrentabilitet med god måling, ekr^* . I følge Knivsfå (2015) er den største kilden til målefeil 2 manglende balanseføring, som gir utslag i en undervurdert total kapital og en overvurdert rentabilitet.

Målefeil av type 3, $MF3 = ekr - ekr_{GRS}$, oppstår når den rapporterte egenkapitalrentabiliteten avviker fra egenkapitalrentabiliteten etter god regnskapsskikk. Dette er feil som følge av kreativ regnskapsføring, og noe som gjøres for å få selskapets lønnsomhet til å se bedre ut enn den er ved føring etter god regnskapsskikk.

Som nevnt over, av målefeil 2, er manglende balanseføring en sentral kilde til denne formen for målefeil. Odfjells driftskostnader tilknyttet operasjonelle leasing er vurdert til kilde for MF2, og må justeres.

Etter en gjennomgang av Odfjells årsrapporter finner jeg det hensiktsmessig å justere for målefeil tilknyttet selskapets operasjonelle leie av skip. De operasjonelle leiekostnadene utgjør en stor del av Odfjells driftskostnader i analyseperioden. En annen aktuell justering er i forbindelse med selskapets pensjonsforpliktelser. Pensjonskrav og pensjonsfond bør vurderes til virkelig verdi, og endringen i virkelig verdi vil vært selskapets pensjonskostnad. Grunnet tidsbruk og fare for mer støy enn nytte velges det kun å justere for operasjonell leie.

5.4.2 Justering av operasjonell leie

Som nevnt innledningsvis er kostnadene forbundet med operasjonell leie ført under selskapets driftskostnader, nærmere bestemt time-charter kostnader. Ved operasjonell leie holdes verdiene av eiendelene utenfor balansen mens leiekostnaden regnskapsføres som driftskostnad. Etter IFRS skal leietagere innregne leieavtaler i balansen. Når selskaper inngår leieavtaler oppstår det en eiendel i form av retten til å bruke den leide eiendelen, samt en forpliktelse tilknyttet bruken (EY, 2013). I regnskapet skal leiekostnaden fordeles over avskrivninger og rentekostnader.

Dette betyr at justeringen for operasjonell leie, blir gjort i form at balanseføring av leieretten som en eiendel og leiekravet som gjeld. Effekten på egenkapital er lik null, da retten og krevet er like stort. Effekten slår seg ut i økt totalkapital og økt netto driftsresultat da de tidligere resultatførte kostnadene forsvinner. Riktignok økes netto finanskostnader med samme beløp slik at effekten på netto fullstendig resultat til egenkapital er lik null.

For å beregne størrelsen på leieretten og leiekravet benyttes den gjennomsnittlige leiekostnaden og multipliseres videre med en kapitaliseringsfaktor. Kapitaliseringsfaktoren inneholder rente på finansiell gjeld (r) og levetid på leiekapitalen (T).

Under er det antatt at leiekapitalen har en gjennomsnittlig levetid på 5 år. Renten på finansiell gjeld beregnes som et gjennomsnitt av forholdet mellom finanskostnad og inngående finansiell gjeld i analyseperioden vist under.

$$r = \frac{\text{Finanskostnad}}{\text{Finansiell gjeld}}$$

Tabell 13: Rente på finansiell gjeld i analyseperioden

	2015T	2014	2013	2012	2011	2010	2009	Gj .snitt
Rente på finansiell gjeld	0.036	0.030	0.040	0.040	0.028	0.025	0.032	0.033

$$\text{kapitaliseringsfaktor} = \frac{1}{r} - \frac{1}{r * (1 - r)^T} = \frac{1}{0.033} - \frac{1}{0.033 * (1 - 0.033)^5} = 4.54$$

For å beregne den gjennomsnittlige leiekapitalen tar jeg gjennomsnittlig leiekostnad og multipliserer denne med kapitaliseringsfaktoren. Gjennomsnittlig leie i analyseperioden er vist i tabell 14 på neste side.

5.5 Presentasjon av Odfjells omgrupperte og justerte tall

Omgrupperte og justerte resultatregnskap og balanse for Odfjell i perioden 2015T-2009.

5.5.1 Omgruppert og justert resultat, 2015T – 2009

Tabell 17: Tabellen under viser Odfjells omgrupperte og justerte resultatregnskap.

Omgruppert resultat	2015T	2014	2013	2012	2011	2010	2009
Driftsinntekter	916,752	1,052,967	1,165,429	1,211,669	1,154,116	1,048,387	1,264,150
- Driftskostnader	830,160	1,020,636	1,143,386	1,218,409	1,141,565	1,058,528	1,208,035
= Driftsresultat fra egen virksomhet	86,592	32,331	22,043	-6,740	12,551	-10,141	56,115
- Driftsrelatert skattekostnad	9,767	3,647	2,487	-760	1,416	-1,143	6,329
= Netto driftsresultat fra egen virksomhet	76,825	28,685	19,557	-5,980	11,135	-8,997	49,785
+ Nettoresultat fra driftstilknyttede virksomheter	-5,167	-32,333	1,102	825	192	128	110
= Netto driftsresultat	71,658	-3,648	20,659	-5,155	11,327	-8,869	49,895
+ Netto finansinntekt	2,580	2,733	4,580	2,778	2,410	2,982	4,947
= Netto resultat til sysselsatt kapital	74,238	-915	25,238	-2,377	13,737	-5,887	54,842
- Netto finanskostnad	59,129	52,429	65,516	67,800	51,629	46,700	59,410
= Nettoresultat til egenkapital	15,109	-53,345	-40,278	-70,177	-37,892	-52,586	-4,567
+ Unormalt netto driftsresultat	-14,507	-6,231	-55,625	-58,808	12,760	-64,807	117,700
+ Unormalt netto finansresultat	-54,952	-88,425	-10,183	7,733	268,964	6,924	123,616
= Fullstendig nettoresultat til egenkapitalen	-54,373	-148,001	-106,086	-121,252	243,832	-110,469	236,749
Netto betalt utbytte	0	23,320	-158,299	30,244	-13,997	-23,676	-48,725
= Endring i EK	-54,373	-124,681	-264,385	-91,008	229,835	-134,145	188,024

5.5.2 Omgruppert og justert balanse, 2015T – 2009

Tabell 18: Tabellen under viser Odfjells omgrupperte og justerte balanse i analyseperioden.

Omgruppert balanse	2015T	2014	2013	2012	2011	2010	2009
Netto driftsrelaterte anleggsmidler (NAM)	2,398,551	2,437,388	2,620,255	2,628,109	2,802,695	2,875,645	2,927,523
Driftsrelatert arbeidskapital (DAK)	61,000	58,731	32,249	135,384	41,859	102,064	171,460
NETTO DRIFTSEIENDELER (NDE)	2,459,551	2,496,119	2,652,504	2,763,493	2,844,554	2,977,709	3,098,983
Egenkapital (EK)	583,403	637,589	759,484	907,771	995,995	766,159	901,454
Netto finansiell gjeld (NFG)	1,876,148	1,858,530	1,893,020	1,765,006	1,757,843	2,120,834	2,106,813
NETTO DRIFTSKAPITAL (NDK)	2,459,551	2,496,119	2,652,504	2,672,777	2,753,838	2,886,993	3,008,267

5.6 Presentasjon av omgrupperte bransjetall

Som nevnt tidligere er Stolt- Nielsen og Eitzen/Team valgt som sammenlignbare selskaper. I følge Knivsflå (2015) er det vanlig praksis å inkludere selskapet som analyseres i bransjegrundlaget². Odfjell er derfor inkludert i bransjegrundlaget og dermed en del av bransjens omgrupperte regnskap og balanse. Det er brukt samme metode for omgruppering av bransjetallene som ved omgruppering av Odfjells regnskap og balanse i analyseperioden. Under følger bransjens omgrupperte resultatregnskap og balanse i perioden 2009-2014.

5.6.1 Omgruppert resultatregnskap for bransjen, 2014- 2019

Tabell 19: Tabellen viser bransjens sammensatte resultatregnskap i analyseperioden.

Omgruppert resultat	2014	2013	2012	2011	2010	2009
Driftsinntekter	3,532,246	3,660,789	3,690,550	3,617,919	3,225,228	3,310,613
- Driftskostnader	3,408,587	3,521,497	3,620,698	3,529,470	3,163,126	3,200,228
= Driftsresultat fra egen virksomhet	123,659	139,292	69,852	88,449	62,102	110,385
- Driftsrelatert skattekostnad	16,644	16,461	10,479	14,443	11,909	16,784
= Netto driftsresultat fra egen virksomhet	107,015	122,831	59,373	74,006	50,193	93,600
+ Nettoresultat fra driftstilknyttede virksomheter	10,126	32,914	17,814	22,699	24,838	19,858
= Netto driftsresultat	117,141	155,745	77,187	96,705	75,031	113,458
+ Netto finansinntekt	4,789	7,915	6,460	6,555	6,562	10,550
= Netto resultat til sysselsatt kapital	121,930	163,661	83,647	103,260	81,593	124,009
- Netto finanskostnad	185,782	170,517	168,745	125,643	132,077	116,943
= Nettoresultat til egenkapital	-63,852	-6,856	-85,098	-22,383	-50,484	7,066
+ Unormalt netto driftsresultat	-112,333	-52,615	-160,582	-59,445	-83,700	102,850
+ Unormalt netto finansresultat	-171,980	3,666	-2,599	250,438	-42,266	240,829
= Fullstendig nettoresultat til egenkapitalen	-348,165	-55,806	-248,279	168,610	-176,450	350,744
Netto betalt utbytte	23,320	-158,299	30,244	-13,997	-23,676	-48,725
= Endring i EK	-324,845	-214,105	-218,035	154,613	-200,126	302,019

5.6.2 Omgruppert balanse for bransjen, 2014- 2009

Tabell 20: Tabellen viser bransjens sammensatte balanse i analyseperioden.

Omgruppert balanse	2014	2013	2012	2011	2010	2009
Netto driftsrelaterte anleggsmidler (NAM)	6,374,575	6,763,471	6,605,192	6,778,364	6,426,333	6,889,485
Driftsrelatert arbeidskapital (DAK)	35,622	33,033	126,211	40,795	167,756	152,774
NETTO DRIFTSEIENDELER (NDE)	6,410,197	6,796,504	6,731,403	6,819,159	6,594,089	7,042,259
Egenkapital (EK)	1,796,406	2,220,575	2,342,978	2,633,825	2,533,441	2,763,198
Netto finansiell gjeld (NFG)	4,613,791	4,575,929	4,388,425	4,185,334	4,060,648	4,279,061
NETTO DRIFTSKAPITAL (NDK)	6,410,197	6,796,504	6,731,403	6,819,159	6,594,089	7,042,259

² For omgrupperte regnskaps- og balansetall for hver av selskapene, Stolt Nielsen og Eitzen/Team, se Appendiks 2.

6. Analyse av kredittrisiko

Følgende kapittel innledes ved å forklare begrepet risiko. I delkapittel 6.2 utføres det en likviditetsanalyse, mens det i 6.3 gjøres en soliditetsanalyse. Funnene fra analyse av historiske nøkkeltall danner grunnlag for prising av risikoen til Odfjell, i form av en syntetisk rating i delkapittel 6.4. Odfjells kredittrisikopremie kommer som et påskudd i selskapets gjeldskrav i kapittel 7.

6.1 Innledning

Risikoen ved en egenkapitalinvestering kan deles i to typer risiko, systematisk- og usystematisk risiko (Kaldestad og Møller, 2011). Den systematiske risikoen, også omtalt som markedsrisikoen, er den risikoen en investor ikke kan diversifisere bort ved å investere i en aksjeportefølje. Dess mindre diversifisert en investor er, dess større er den systematiske risikoen. Den usystematiske risikoen, også omtalt som den selskapsspesifikke risikoen, er kun tilknyttet selskapet og varierer med dets inntjening og aktiviteter. Denne formen for risiko kan diversifiseres bort ved at en investor investerer i en portefølje ved et bredt utvalg av forskjellige selskaper.

Den selskapsspesifikke risikoen svært relevant for banker og kredittinstitusjoner da det vil være ulik risiko for at selskaper for eksempel vil misligholde tilbakebetaling av lån (Kaldestad og Møller, 2011).

6.2 Likviditetsanalyse

Analysen av likviditeten fokuserer på den kortsiktige kredittrisikoen, det vil si om et selskap har likvide midler til å dekke krav etter hvert som de forfaller til betaling. I analysen av likviditeten til Odfjell benyttes likviditetsgrad 1(lg1), likviditetsgrad 2(lg2) og rentedekningsgraden (rdg).

Likviditetsgrad 1, lg1

Jo mer likvide midler et selskap har i forhold til krav med forfall til betaling, jo lavere er likviditetsrisikoen i selskapet. En tommelfingerregel etter Knivsflå (2015) er at likviditetsgrad

1 bør være 2 eller høyere. Det beste sammenligningsgrunnlaget er derimot gjennomsnittet i bransjen.

Likviditetsgrad 1 er gitt ved følgende uttrykk:

$$lg1 = \frac{OM}{KG} = \frac{DOM + FOM}{KFG + KDG}$$

der,

OM = omløpsmidler

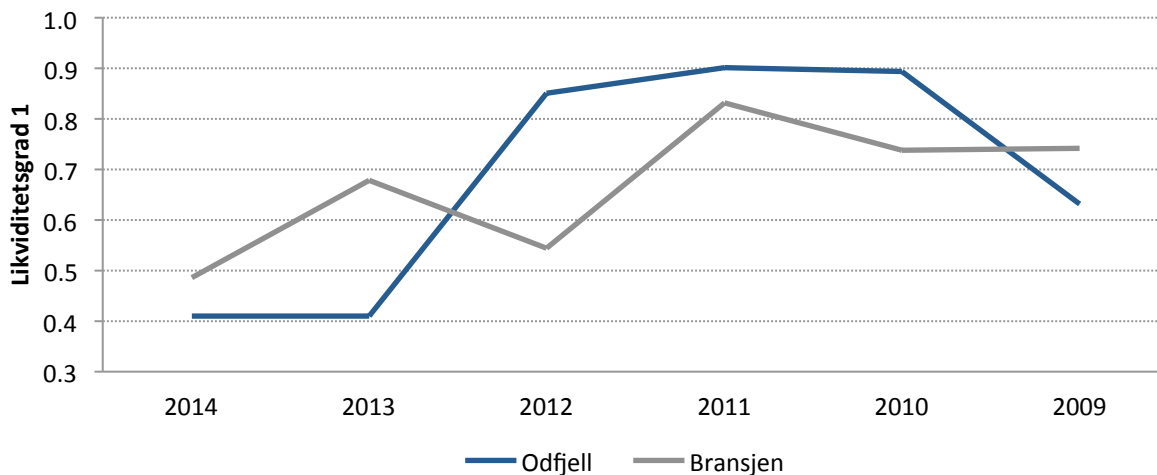
KG = kortsiktig gjeld

DOM = driftsrelaterte omløpsmidler

KFG = kortsiktig driftsrelatert gjeld

FOM = finansielle omløpsmidler

KFG = kortsiktig finansiell gjeld



Figur 10: Odfjell og bransjens likviditetsgrad 1 i analyseperioden.

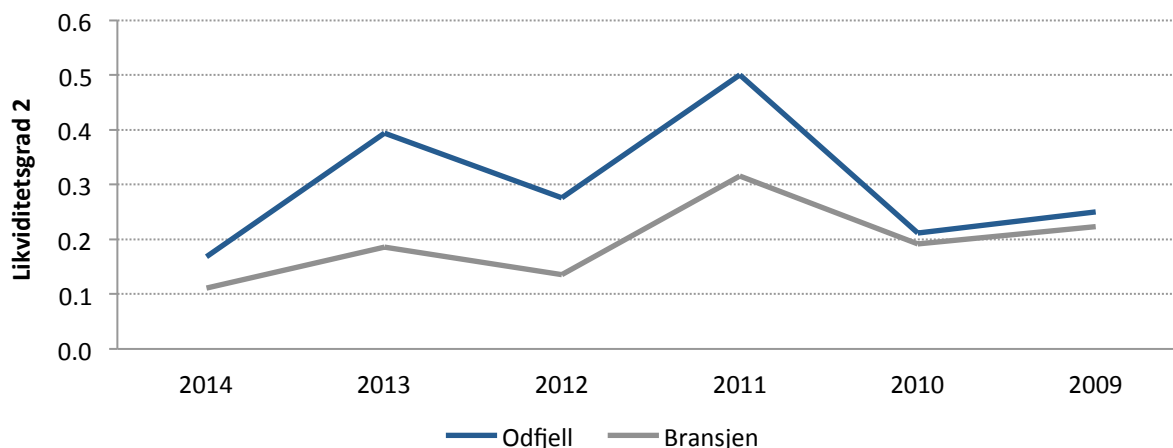
Som figur 10 viser er både Odfjell og bransjen sin likviditetsgrad under 1 i hele analyseperioden, som betyr at selskapene ikke har nok likvide midler til å dekke den kortsiktige gjelden. Dette kan bety at selskapene i fremtiden må dekke kortsiktig gjeld ved salg av anleggsmidler, noe som langt i fra er en optimal situasjon.

Likviditetsgrad 2, lg2

Likviditetsgrad 2 skiller seg fra lg1 ved at det kun er de mest likvide omløpsmidlene som er med, altså de finansielle. Denne bør i følge Knivsflå (2015) være minst 1. Dette forholds-tallet inkluderer kun de mest likvide midlene, og indikerer i hvor stor grad den kortsiktige gjelden kan dekkes av disse midlene.

Likviditetsgrad 2 uttrykkes ved følgende formel:

$$lg2 = \frac{FOM}{KDG + KFG}$$



Figur 11: Odfjell og bransjens likviditetsgrad 2 i analyseperioden.

Av figur 11 ser vi at likviditeten i selskapene er svak, noe som betyr en høy likviditetsrisiko i bransjen. Den store nedgangskonjunktoren bransjen har opplevd de siste årene er en av grunnene til dette. Odfjell ligger over bransjegjennomsnittet i hele perioden, mye grunnet at Team Tankers/Eitzen har svært få finansielle omløpsmidler.

Rentedekningsgrad, rdg

I følge Knivsflå (2015) er rentedekningsgraden netto resultat fra sysselsatt kapital dividert på netto finanskostnad. Dette nøkkeltallet har til hensikt å vise selskapets evne til å betale renter. Kritikken mot dette forholdstallet med tanke på konkursprediksjon er at den kun dekker netto finanskostnad og ikke avdrag.

Rentedekningsgraden beregnes ved følgende uttrykk:

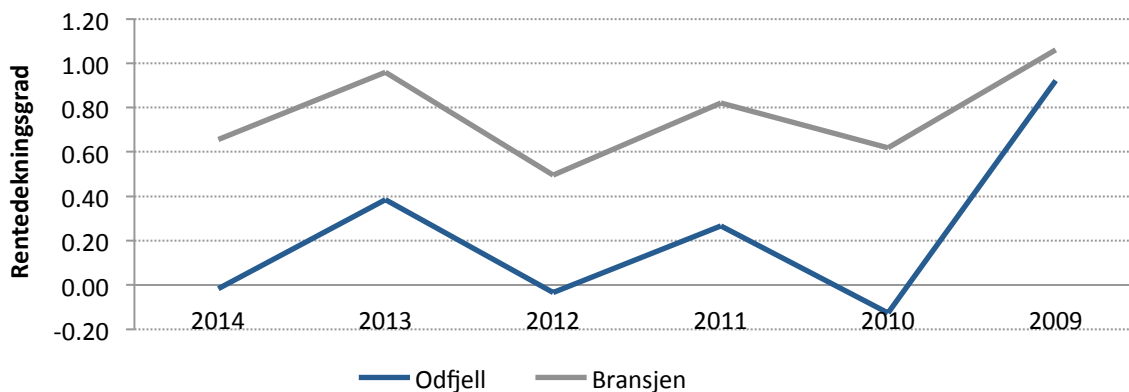
$$rdg = \frac{NRS}{NFK}$$

der,

NRS = netto resultat til sysselsatt kapital

NFK = netto finanskostnad

Figur 12 viser Odfjell og bransjens rentedeckningsgrad i analyseperioden. Som det kommer frem av grafen har Odfjell historisk sett hatt en lavere rentedeckningsgrad enn bransjen. Det siste året har trenden snudd og Odfjell befinner seg i en situasjon hvor de har bedre evne til å betale sine påløpte renter enn det bransjen har. I de fleste årene har både Odfjell og bransjen høyere netto finanskostnader enn netto resultat til sysselsatt kapital. De høye finanskostnadene anses som en trussel på bransjens likviditet.



Figur 12: Odfjell og bransjens rentedeckningsgrad i analyseperioden.

6.3 Soliditetsanalyse

En soliditetsanalyse er en analyse av den langsiktige kredittrisikoen, som går ut på å se om et selskap er tilstrekkelig finansiert til å tåle en lengre periode med tap. Soliditeten til Odfjell analyseres gjennom selskapets egenkapitalandel og netto driftsrentabilitet (ndr). I tillegg analyseres Odfjell og bransjens finansieringsstruktur gjennom statiske finansieringsmatriser.

Egenkapitalandel

Egenkapitalandelen er et forholdstall som forteller hvor mange prosent av total kapitalen i et selskap som er egenkapital. Egenkapitalandelen uttrykkes som vist under.

$$\text{Egenkapitalprosent} = \frac{EK}{TK} = \frac{EK}{NDK + FE + DG}$$

der,

EK = egenkapitalen og TK = total kapital

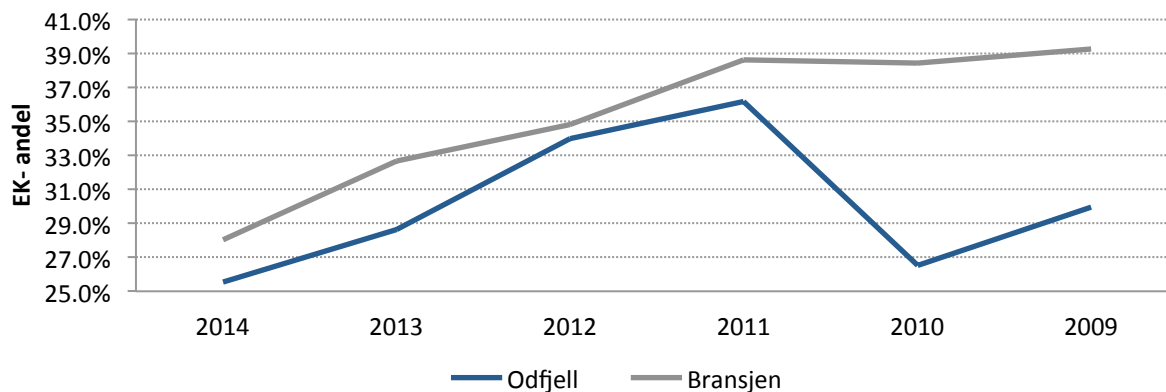
FE = finansielle eiendeler

NDK = netto driftskapital

DG = driftsrelaterte eiendeler

Av forholdstallet over ser vi at jo høyere egenkapitalandel et selskap har i forhold til

totalkapitalen, jo tryggere står selskapet og deres finansielle långivere mot å tåle tap. Soliditetsanalyse er i følge Knivsflå (2015) også en form for lønnsomhetsanalyse, da dårlig lønnsomhet i form av negativt FNR reduserer egenkapitalen.



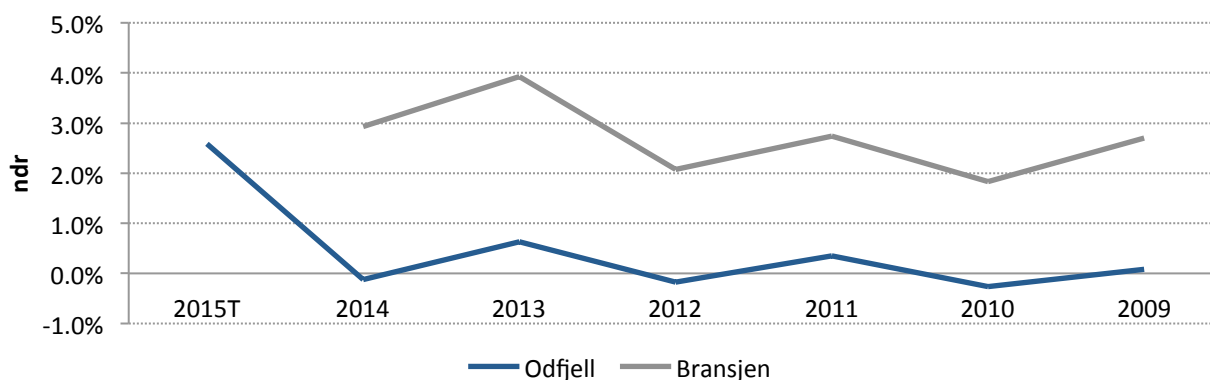
Figur 13: Odfjells egenkapitalprosent i analyseperioden.

Bransjen har i hele analyseperioden hatt en høyere egenkapitalandel enn Odfjell. Riktig nok er ikke gapet stort, sett bort fra årene like etter finanskrisen. I 2011 fikk selskapet et unormalt høyt resultat til egenkapitalen, grunnet overgangen av tankterminalvirksomheten.

Netto driftsrentabilitet, ndr

Formålet med dette nøkkeltallet er at det viser hvilken avkastning Odfjell har hatt på netto driftskapital i analyseperioden og dermed viser lønnsomheten i selskapet.

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



Figur 14: Odfjell og bransjens netto driftsrentabilitet i analyseperioden.

Odfjell har slitt med lønnsomheten i driften de siste årene og rentabiliteten på driften har i snitt ligget rundt 0.1 % i analyseperioden, mens bransjen har hatt et snitt på 2.7 %. I 2010, 2012 og 2014 opplevde Odfjell negative netto driftsresultater grunnet reduserte driftsinntekter og et høyt kostnadsnivå. ”Trailing” av 2015 indikerer derimot at Odfjells omsider begynner å tjene på driften igjen. Selskapets driftsrentabilitet på 2.6 % for 2015T er kloss i bransjegjennomsnittet i analyseperioden.

Analyse av finansieringsstruktur

En finansieringsstruktur viser hvordan selskaper er finansiert på et gitt tidspunkt. Hensikten med bruken av en statisk finansieringsmatrise er at den viser hvor risikabel finansieringen av selskapet er, ved å liste opp eiendelene etter hvor likvide de er og kapitalen etter hvor risikabel den er. Omløpsmidlene er de mest likvide midlene, mens den kortsiktige gjelden er den mest risikable kapitalen. Dess raskere kurven går i bunn, dess mindre risikabel og dess mer solid er finansieringen.

Tabell 21: Tabellene viser finansieringsmatriser for Odfjell (a) og bransjen (b) per 31.12.14.

a. Odfjell	EK	MI	LDG	LFG	KDG	KFG	TE
DAM	25.10 %	0.00 %	3.90 %	56.70%	4.00 %	10.30 %	89.40 %
FAM	0.00 %	0.00 %	0.00 %	0.00 %	0.00 %	100.00 %	1.10 %
DOM	0.00 %	0.00 %	0.00 %	0.00 %	0.00 %	100.00 %	5.60 %
FOM	0.00 %	0.00 %	0.00 %	0.00 %	0.00 %	100.00 %	3.90 %
TK	22.48 %	0.00 %	3.49%	50.69%	3.57 %	19.77 %	100.00 %

b. Bransjen	EK	MI	LDG	LFG	KDG	KFG	TE
DAM	27.10 %	0.05%	3.75 %	56.00 %	9.23 %	3.80 %	88.40 %
FAM	0.00 %	0.00 %	0.00 %	0.00 %	0.00 %	100 %	0.40 %
DOM	0.00 %	0.00 %	0.00 %	0.00 %	0.00 %	100 %	8.70 %
FOM	0.00 %	0.00 %	0.00 %	0.00 %	0.00 %	100 %	2.50 %
TK	23.97%	0.04 %	3.31 %	49.53 %	8.19 %	14.95 %	100.00 %

Som tabell 21 viser er Odfjell og bransjens driftsrelaterte anleggsmidler finansiert med egenkapital, minoritetsinteresser, langsiktig driftsrelatert gjeld, langsiktig finansiell gjeld, kortsiktig driftsrelatert gjeld mens resterende driftsrelaterte anleggsmidler er finansiert med kortsiktig finansiell gjeld. Finansielle anleggsmidler og finansielle- og driftsrelaterte omløpsmidler er i sin helhet finansiert med kortsiktig finansiell gjeld.

Odfjell og bransjen er finansiert relativt likt. Den største forskjellen er at bransjen har større andel av driftsrelaterte anleggsmidler finansiert med kortsiktig driftsrelatert gjeld og mindre andel med kortsiktig finansiell gjeld. Det faktum at regnskaps- og balansetallene til bransjen ikke er justert for operasjonell leasing kan være en årsakene til dette

6.4 Oppsummering – syntetisk rating

Som en oppsummering av analysen av kredittrisiko gjøres det en kredittvurdering basert på syntetisk rating. Ved syntetisk rating gis selskaper en karakter fra A til D basert på selskapets kredittverdigheten. A er best karakter og indikerer lav risiko, mens D er dårligste karakter og kan indikere at selskapet er på randen av konkurs. Kredittverdigheten bestemmes etter fire forholdstall; likviditetsgrad 1 (lg1), rentedekningsgrad (rdg), egenkapitalprosent og netto driftsrentabilitet (ndr). Det eksisterer flere ratingselskaper som bruker denne formen av rating i sin vurdering av selskaper. Den syntetiske ratingen er her basert på Standard og Poor's (S&P) sin metode for kredittrisiko basert på historiske tall (Knivslå, 2015).

Tabell 22: Standard og Poor's tabell for kredittrating av selskaper.

Rating	Likviditetsgrad 1	Rentedekningsgrad	Egenkapitalprosent	Netto driftsrentabilitet	Årlig konkursrisiko	Påslag ³
AAA	11.600 8.900	16.900 11.600	0.940 0.895	0.350 0.308	0.0000	0.006
AA	6.200 4.600	6.300 4.825	0.850 0.755	0.266 0.216	0.0002	0.008
A	3.000 2.350	3.350 2.755	0.660 0.550	0.166 0.131	0.0008	0.010
BBB	1.700 1.450	2.160 1.690	0.440 0.380	0.096 0.082	0.0026	0.014
BB	1.200 1.050	1.220 1.060	0.320 0.270	0.068 0.054	0.0097	0.031
B	0.900 0.750	0.900 0.485	0.220 0.175	0.040 0.026	0.0493	0.044
CCC	0.600 0.550	0.070 -0.345	0.130 0.105	0.012 -0.002	0.1261	0.083
CC	0.500 0.450	-0.760 -1.170	0.080 0.030	-0.016 -0.030	0.2796	0.149
C	0.400 0.350	-1.580 -1.995	-0.020 -0.100	-0.044 -0.058	0.5099	0.214
D	0.300	-2.410	-0.180	-0.072	0.8554	0.280

³ Påslaget tilsvarer kredittrisikoen etter skatt for lange lån. Dette er summen av kredittrisikopremie etter skatt på korte lån pluss et langtillegg etter skatt på 0.004 (lik for alle ratingklasser). Det vil si at kredittrisikoen etter skatt for korte lån er 0.008- 0.004 = 0.004, ved en AA- rating.

I likviditetsanalysen fra delkapittel 6.2 og soliditetsanalysen fra delkapittel 6.3 ble de fire forholdstallene; likviditetskrav 1, rentedekningsgrad, egenkapitalprosent og netto driftsrentabilitet beregnet. Tabell 23.a oppsummerer forholdstallanalysen og gir utgangspunkt for å gi Odfjell en årlig kredittrating i analyseperioden.

Tabell 23: Odfjells nøkkeltall (a) og kredittrisikopremie (b) i analyseperioden.

a.	2015T	2014	2013	2012	2011	2010	2009
Likviditetsgrad 1	0.397	0.410	0.410	0.850	0.902	0.894	0.631
Rentedekningsgrad	1.256	-0.017	0.385	-0.035	0.266	-0.126	0.923
Egenkapitalprosent	0.237	0.255	0.286	0.340	0.362	0.265	0.300
Netto driftsrentabilitet	0.026	-0.001	0.006	-0.002	0.003	-0.003	0.001
b.	2015T	2014	2013	2012	2011	2010	2009
Likviditetsgrad 1	C	C	C	B	B	B	CCC
Rentedekningsgrad	BB	CCC	CCC	CCC	CCC	CCC	B
Egenkapitalprosent	B	B	BB	BB	BB	B	BB
Netto driftsrentabilitet	B	CCC	CCC	CCC	CCC	CCC	CCC
Gjennomsnitt/skjønn	B	CCC	CCC	CCC	B	CCC	CCC
Kredittrisikopremie, krp	0.044	0.083	0.083	0.083	0.044	0.083	0.083

Tabell 23.b viser at Odfjells rating på nøkkeltallene har variert mellom BB og C i analyseperioden. CCC og B er karakterene som oftest går igjen. En CCC rating tilsier en konkurssannsynlighet på 12,61 % og en kredittrisikopremie på 8,3 %, mens en B- rating indikerer en konkurssannsynlighet på i underkant av 5 % og en risikopremie på 4,4 %.

I følge ratingselskapet Standard og Poor's (S&P) er selskaper med både B- og CCC – rating spekulative selskaper og er ikke anbefalt å investere i. Selskaper med B rating er selskaper som er sårbar mot svak lønnsomhet med dårlige finansielle og økonomiske vilkår, men som for øyeblikket har midler til å møte finansielle forpliktelser. Rating CCC er satt på selskaper som er sårbare og avhengig av god lønnsomhet, samt gode finansielle og økonomiske vilkår for å klare å møte finansielle forpliktelser (Standard & Poor's, 2015).

Risikopåslaget ved syntetiske rating blir brukt til å beregne det historiske kravet på selskapets driftskapital i neste kapittel.

7. Analyse av historisk avkastningskrav

Delkapittel 7.1 innledes kapittelet før Odfjells avkastningskrav til netto finansiell gjeld og egenkapital blir beregnet i henholdsvis 7.2 og 7.3. I delkapittel 7.4 beregnes Odfjells netto driftskrav (WACC) for analyseperioden.

7.1 Innledning

Hensikten med dette kapittelet er å estimere seg frem til Odfjells avkastningskrav på netto driftskapital i analyseperioden. I følge Dahl mfl. (1997) er fastsettelse av avkastningskrav langt fra en eksakt vitenskap, men heller en kombinasjon av teori og skjønnsmessige vurderinger. Det historiske avkastningskravet gjenspeiler hvilken pris egenkapitaleierne og netto finansielle långivere har krevd for å være eksponert for Odfjells systematiske risiko i analyseperioden, og skal reflekterer forventet avkastning på tilsvarende risikable investeringer. Fra forrige kapittel vet vi at investorer kan diversifisere seg fra den usystematiske risikoen, og at det dermed er den systematiske risikoen det investorer kompenseres for.

For å finne det historiske avkastningskravet vektet kravet til egenkapitaleierne og kravet til netto finansielle långivere med henholdsvis andel av egenkapital og netto finansiell gjeld i forhold til netto driftskapital. Ved å gjøre dette estimeres det vektete avkastningskravet, som er mest kjent gjennom Weighted Average Cost of Capital (WACC).

De historiske balanseverdiene som er brukt i dette kapittelet er beregnet ved:

$$\text{Inngående kapital} + (\Delta\text{kaptiral} - \text{nettoresultat fra kapital})/2$$

7.2 Netto finansielt gjeldkrav

I følge Knivsflå (2015) er netto finansielt gjeldskrav, $nfgk$, differansen mellom det vektete kravet på finansielle eiendeler, fek , og det vektete kravet på finansiell gjeld, fgk . Netto finansielt gjeldskrav kan derfor finnes ved følgende formel:

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

der,

NFG = netto finansiell gjeld

fgk = finansielt gjeldskrav

FG = finansiell gjeld

fek = finansielt eiendelskrav

FE = finansielle eiendeler

7.2.1 Finansielt gjeldskrav

I følge Knivsflå (2015) er avkastningskravet til den finansielle gjelden risikofri rente etter skatt pluss en kredittrisikopremie.

$$fgk = r_f * (1 - s) + krp (1 - s)$$

der,

$r_f * (1 - s)$ = risikofri rente etter skatt

krp = kredittrisikopremien (fra syntetisk rating)

Risikofri rente, r_f

Som risikofri rente brukes ofte statsobligasjoner av ulike lengder. Knivsflå (2015) anbefaler å benytte 3 måneders NIBOR renter. NIBOR er en samlebetegnelse for norske pengemarkedsrenter med ulik løpetid og skal gjenspeile rentenivået långiverne krever for et usikret utlån i norske kroner med levering om to dager (Finans Norge, 2015). På bakgrunn av dette brukes den årlige NIBOR- renten i estimeringen av historisk avkastningskrav i analyseperioden. NIBOR- renten er fratrukket en risikopremie som tilsvarer kredittrisikopremien før skatt for korte lån⁴.

Tabell 24: Risikofri rente etter skatt, basert på 3 mnd. NIBOR- rente.

	2014	2013	2012	2011	2010	Snitt
3 mnd. NIBOR	0.017	0.018	0.021	0.029	0.025	0.022
- Risikopremie	0.006	0.006	0.006	0.006	0.006	0.006
= Risikofri rente før skatt	0.011	0.012	0.015	0.023	0.020	0.016
- Skatt	0.003	0.003	0.004	0.007	0.005	0.005
= Risikofri rente etter skatt	0.008	0.009	0.011	0.017	0.014	0.012

⁴ AA- rating: Kort kredittrisikopremie før skatt = 0.004/ (1-0.28) = 0.006.

I beregningen av risikopremien i tabell 24 er det antatt at den gjennomsnittlige kredittrisikoen i norske banker tilsier en AA- rating (Knivsfå, 2015). Samtidig viser tabellen at lånerenten har hatt en nedgående trend de siste fire årene.

Kredittrisikopremien, krp

Kredittrisikopremien er den systematiske risikoen for långiverne, og ble analysert i forrige kapittel. Premien er todelt, hvor en kort premie varierer med rating av selskapet og et langtillegg som er uavhengig av rating (Knivsfå, 2015).

Tabell 25: Odfjells finansielle gjeldskrav etter skatt i analyseperioden, med krp fra tabell 22.

	2014	2013	2012	2011	2010	Snitt
<i>Syntetisk rating</i>	CCC	CCC	CCC	B	CCC	CCC
Risikofri rente etter skatt	0.008	0.009	0.011	0.017	0.014	0.012
+ kredittrisikopremie	0.083	0.083	0.083	0.044	0.083	0.075
= Finansielt gjeldskrav etter skatt	0.091	0.092	0.094	0.061	0.097	0.087

7.2.2 Finansielt eiendelskrav

I følge Knivsfå (2015) defineres det finansielle eiendelskravet ved følgende uttrykk:

$$\begin{aligned}
 fek = & r_f * (1 - s) * \left(\frac{KON}{FE}\right) + (r_f * (1 - s) + krp) * \left(\frac{FOR}{FE}\right) \\
 & + r_f * (1 - s) + \beta_{INV} * mrp + likv) * \left(\frac{INV}{FE}\right)
 \end{aligned}$$

der,

β_{INV} = beta til finansielle investeringer

KON = kontanter

mrp = markedets risikopremie ($r_m - r_f$)

FOR = fordringer

likv = likviditetspremie

INV = finansielle investeringer

FE = finansielle eiendeler

En antagelse som støttes av Knivsfå (2015) er at likviditetspremien og beta til finansielle investeringer settes til henholdsvis 0 og 1. Kravet til investeringene beregnes videre som risikofri rente etter skatt pluss markedets risikopremie. Fordringene prises med et krav lik

risikofri rente etter skatt samt en risikopremie på 1 %. Risikopremien på fordringene tilsvarer den korte risikopremien med en antagelse om at fordringer har en BBB- rating. Kontanter er antatt å ha krav lik den risikofrie renten etter skatt.

For å estimere et krav til de finansielle eiendelene etter denne metoden blir det nødvendig å estimere den historiske risikopremien i markedet i analyseperioden.

Markedets risikopremie, mrp

Markedets risikopremie er den meravkastningen investoren forventer forbi den risikofrie renten. Denne faktoren estimes ofte på bakgrunn av historiske data og framtidutsikter. Referanseindeks er også av betydning. Jeg har valgt å bruke Hovedindeksen (OSEBX) på Oslo Børs, og har dermed ikke benyttet globale indekser i denne oppgaven.

Til tross for at det har vært store svingninger og høy volatilitet i det norske markedet de siste årene viser det seg at synet på markedspremien ligger stabilt på rundt 5 %. En mulig årsak til den stabile markedsrisikopremien er at det heller justeres direkte for endringer i risikooppfatningen i fremtidige kontantstrømmer enn i kravet (Magma, 2015). En overordnet undersøkelse av risikopremien på Oslo Børs indikerer en implisitt risikopremie på rundt 5,4% fra starten av 2010 til slutten av 2014, noe som er litt høyere enn undersøkelsen fra PwC som viser til et vektet snitt på 5 % de siste årene (PwC, 2014).

Ved analyse av historiske avkastningskrav anbefaler Knivsfå (2015) å benytte seg av realisert meravkastning på Oslo Børs fra kortsiktig og langsiktig perspektiv. Datasettet til Knivsfå (2015) vektet årlig risikopremie i perioden fra 1995 til hvert år i analyseperioden og årlig risikopremie fra 1958 til hvert år i analyseperioden. Oversikten under viser dem estimerte risikopremie brukt for analyseperioden og viser en gjennomsnittlig risikopremie på 5,7 %.

Tabell 26: Markedets risikopremie i analyseperioden.

	2014	2013	2012	2011	2010	Snitt
Markedets risikopremie	0.054	0.060	0.057	0.056	0.060	0.057

Når markeds risikopremie for analyseperioden er kjent kan Odfjells finansielle eiendelskrav estimeres, vist i tabell 27 på neste side.

Tabell 27: Odfjells finansielle eiendelskrav i analyseperioden.

	2014	2013	2012	2011	2010	Snitt
Krav på kontanter	0.008	0.009	0.011	0.017	0.014	0.012
* Vekt (KON/FE)	0.684	0.765	0.679	0.645	0.552	0.665
+ Krav på fordringer	0.018	0.019	0.021	0.027	0.024	0.022
* Vekt (FOR/FE)	0.211	0.167	0.217	0.223	0.337	0.231
+ Krav på finansielle investeringer	0.062	0.069	0.068	0.073	0.074	0.069
* Vekt (INV/FE)	0.106	0.068	0.104	0.132	0.112	0.104
= Finansielt eiendelskrav	0.016	0.014	0.019	0.026	0.024	0.020

Ovenfor er kravet til kontanter lik risikofri rente etter skatt. Fordringekravet er antatt å være risikofri rente pluss en kort risikopremie på 1 %, med antagelse om at fordringer har BBB-rating. Til slutt er investeringskravet satt til risikofri rente pluss markedets risikopremie.

Videre kan kravet til netto finansiell gjeld beregnes, med å vekte finansielt eiendelskrav og finansielt gjeldskrav på sin henholdsvis andel av netto finansiell gjeld. Tabellen under viser beregningen av netto finansielt gjeldskrav i analyseperioden.

Tabell 28: Odfjells krav til netto finansiell gjeld i analyseperioden.

	2014	2013	2012	2011	2010	Snitt
Krav til finansiell gjeld	0.091	0.092	0.094	0.061	0.097	0.087
* FG/NFG	1.091	1.117	1.145	1.123	1.093	1.114
+ Krav til finansielle eiendeler	0.016	0.014	0.019	0.026	0.024	0.020
* FE/NFG	0.091	0.117	0.145	0.123	0.093	0.114
= Krav til netto finansiell gjeld	0.101	0.104	0.110	0.071	0.108	0.099

Fra tabell 28 ser vi at kravet fra netto finansielle långivere for 2011 er langt lavere enn de andre årene. Dette året hadde Odfjell en høyere kredittverdighet, som vil si at selskapet hadde en bedre evne til å betale gjeld ved forfall og å tåle tap.

7.3 Egenkapitalkrav

7.3.1 Kapitalverdimodellen (CAPM)

Egenkapitalkravet kan estimeres på en rekke ulike måter, der Capital Asset Pricing Model (CAPM) regnes som den mest brukte modellen. I følge Koller m.fl. (2010) består egenkapitalkravet av risikofri rente, markedets risikopremie og egenkapitalbeta. Egenkapitalkravet ved CAPM beregnes ved følgende formel:

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

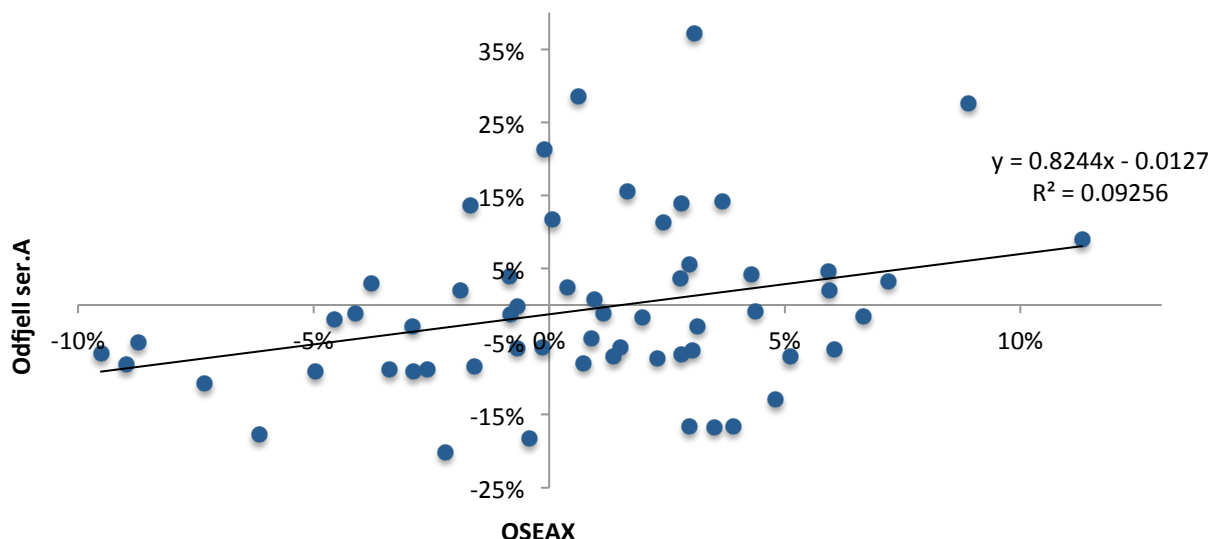
Med andre ord beregne avkastningskravet til egenkapital ved risikofri rente etter skatt ($r_f \times (1 - s)$), pluss egenkapitalbetaen (β_{EK}) multiplisert med markedets risikopremie etter skatt ($r_m - r_f$). Som et tillegg til CAPM- modellen legger blant annet Knivsflå (2015) på en likviditetspremie til kravet. Dette er i praksis en samlepост, for ekstra risiko som tradisjonelle CAPM- modellen ikke fanger opp. Knivsflå (2015) uttrykker dermed kravet til egenkapitalen etter følgende formel:

$$ekk = r_f + \beta_{EK} * mrp + likv_{EK}$$

Egenkapitalbeta

Egenkapitalbeta er et mål på den systematiske risikoen ved en aksjeinvestering. Denne kan måles ved at man sammenligner avkastningen til selskapet i form av endringer i aksjekursen mot en indeks. Ved en slik beregning bør det benyttes data fra en lengre tidsperiode og månedlige avlesninger for å øke påliteligheten og redusere standardavviket (Kaldestad og Møller, 2011). Det kan være verdt å nevne at investorer begynner å ta i bruk skjønsmessige vurderinger når de fastsetter en selskapsbeta, og i mindre grad benytter seg av historiske data (PwC, 2014).

Som indeks er Oslo Børs All Share Index (OSEAX) blitt foretrukket, med månedlige avlesninger i perioden 2010-2015. Markedsbetaen fungerer som en ”benchmark” og er 1.



Figur 15: Odfjell A sin månedlige avkastning mot OSEAX.

Plottet fra regresjonsanalysen fra figur 15 viser at Odfjell har en betaverdi på 0.8244. Dette taller er stigningstallet til trendlinjen som går gjennom punktene og betyr at 1 % månedlig avkastning på totalindeksen OSEAX resulterer i 0.8244 % avkastning for Odfjells aksje. Skjæringspunktet er gitt ved -0.0127 , og indikerer at en måned med 0 % avkastning på OSEAX vil gi Odfjells aksje en avkastning på -1.27% .

R^2 sier noe om forholdet mellom den systematiske og usystematiske risikoen. I figur 13 over viser denne en verdi på 0.09256, som forteller oss at 9.26 % av variasjonen i avkastningen til Odfjells aksje kan forklares med variasjonen i avkastningen på OSEAX. Dette indikerer at den usystematiske risikoen er på hele 90.744 %, og således en risiko som er spesifikk for Odfjell.

I følge Knivsflå (2014) vil selskapers egenkapitalbeta konvergerer mot markedsbetaen 1 over tid. Derfor justeres egenkapitalbeta med å addere den opprinnelige egenkapitalbetaen vektet med $2/3$, og markedsbeta vektet med $1/3$. Justeringen av egenkapitalbeta er vist under:

$$\beta_{Justert} = \beta_{Marked} \times \frac{1}{3} + \beta_{EK} \times \frac{2}{3}$$

$$\beta_{Justert} = 1 \times \frac{1}{3} + 0,8244 \times \frac{2}{3} = 0,883$$

Som en alternativ metode til den vanlige regresjonsanalysen av et selskapet mot indeks, brukes det også en såkalt bransjebeta. I følge Damodaran (2012) er bransjebeta, også omtalt som "bottom- up beta", et godt mål på egenkapitalbetaen. Det som skiller "bottom-up" betaer fra den regresjonsmetoden at den er et vektet gjennomsnitt av betaverdier fra i selskaper fra bransjen. Tabell 29 viser beregning av bransjebeta med data fra Damodaran (2015), hvor det er benyttet selskaper i kjemikaliebransjen⁵.

Tabell 29: Bransjebeta.

Industry	Number of firms	Beta	D/E Ratio	Tax rate	Unlevered beta
Chemical (Basic)	46	0.935	0.403	0.109	0.688
Chemical (Diversified)	10	1.173	0.332	0.225	0.933
Chemical (Specialty)	103	1.026	0.214	0.112	0.862
Average beta					0.828

⁵ Bransjebeta brukes ikke videre i oppgaven. Om det hadde vært aktuelt hadde det vært mer riktig å legge til betaverdier fra flere bransjer, som for eksempel transportselskaper og selskaper innenfor den maritime næringen.

Ved bruk av Damodaran sitt datamateriale kan Odfjells egenkapitalbeta beregnes ved å multiplisere 0.828 med (1+ gjennomsnittlig netto finansiell gjeldsgrad i perioden). Odfjell sin gjennomsnittlige netto finansielle gjeldsgrad i analyseperioden er som kjent høy og ligger på 2,19. Denne metoden antar at skatteskjoldet har en beta lik netto driftskapital (Knivsflå, 2015). Ved å gå veien om bransjebeta for å finne egenkapitalbetaen til Odfjell får selskapet følgende beta i analyseperioden:

$$\beta_{EKi} = \beta_B * \left(1 + \frac{NFG}{EK}\right) = 0.828 * (1 + 2.19) = 2.64$$

Ved antagelsen om at skatteskjoldet har en beta lik den netto finansielle gjeldsbetaen, kan selskapets egenkapitalbeta i følge Knivsflå (2015) beregnes ved følgende uttrykk:

$$\beta_{EK} = \beta_B * (1 + t) * nfgg) = 0.828 * (1 + (1 + 0.122) * 2.19) = 2.42$$

Ovenfor vises utregningen av egenkapitalbeta med skatteskjoldet, t , lik Odfjells gjennomsnittlige netto finansielle gjeldsbeta. Beregningen av bransjebeta er avhengig av mye data og kan være tidskrevende uten tilgang til informasjon. For det første oppstår det utfordringer å beregne bransjebeta siden flere av konkurrentene ikke er børsnoterte. I tillegg er netto finansiell gjeldsgrad så høy at bransjebetaen ofte blir misvisende. På bakgrunn av analysen av egenkapitalbeta for Odfjell velges regresjonsbeta justert mot markedsbeta fremfor bransjebeta. Den gjennomsnittlige egenkapitalbetaen til Odfjell i analyseperioden er dermed antatt å ligge rundt 0,883.

For å beregne årlig avkastningskrav til netto driftskapital i analyseperioden er det nødvendig å beregne den årlige egenkapitalbetaen i analyseperioden. I følge Knivsflå (2015) kan den årlige egenkapitalbetaen beregnes på følgende måte:

$$\beta_{EK} = \frac{\left(\beta_{NDK} - \beta_{NFG} * \frac{NFG}{NDK}\right)}{\left(\frac{EK}{NDK}\right)}$$

der,

$$\beta_{NDK} = \beta_{EK} * \left(\frac{EK}{NDK}\right) + \beta_{NFG} * \left(\frac{NFG}{NDK}\right)$$

$$\beta_{NFG} = \beta_{FG} * \left(\frac{FG}{NFG}\right) - \beta_{FE} * \left(\frac{FE}{NFG}\right)$$

Som det kommer frem av forklaringen over, er det behov for å estimere selskapets netto driftsbeta, samt selskapets eiendels- og gjeldsbeta.

Beta til finansielle eiendeler, β_{FE}

Formelen for å kalkulere beta til finansielle eiendeler er i følge Knivsflå (2015) gitt ved:

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

Videre i beregningen av eiendelsbeta antas det at kontanter er risikofrie med beta lik 0, investeringsbeta er lik 1. Som vist i tabellen under er beta til fordringer etter Knivsflå (2015) beregnet slik:

$$\beta_{FOR} = \frac{mrd * krp \text{ for fordringer}}{mrp}$$

der,

mrd = markedsrisikodelen (fra regresjonsanalysen)

krp (fordringer) = kredittrisikopremie for fordringer

mrp = markedets risikopremie ($r_m - r_f$)

Kredittrisikoen på fordringer er kun basert på den kortsiktige risikoen. Det er som tidligere nevnt antatt at fordringer har en BBB- rating, og dermed en kredittpremie på lange lån på 1 %. For å estimere beta til finansielle eiendeler, er beta til fordringer beregnet i tabell 30.

Tabell 30: Beta på fordringer.

	2014	2013	2012	2011	2010	Snitt
Lang kredittrisikopremie	0.014	0.014	0.014	0.014	0.014	0.014
- Langtillegget	0.004	0.004	0.004	0.004	0.004	0.004
= Kort kredittrisikopremie	0.010	0.010	0.010	0.010	0.010	0.010
/ Markedets risikopremie	0.054	0.060	0.057	0.056	0.060	0.057
= Fordringsbeta når $mrd= 1$	0.185	0.167	0.175	0.179	0.167	0.175
* Markedsrisikodelen	0.093	0.093	0.093	0.093	0.093	0.093
= Fordringsbeta	0.017	0.015	0.016	0.017	0.015	0.016

Tabell 31: Beta på finansielle eiendeler.

	2014	2013	2012	2011	2010	Snitt
Kontantbeta	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
* Kontanter (KON/FE)	0.684	0.765	0.679	0.645	0.552	0.665
+ Fordringsbeta	0.017	0.015	0.016	0.017	0.015	0.016
* Fordringer (FOR/FE)	0.211	0.167	0.217	0.223	0.337	0.231
+ Investeringsbeta	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000
* Investeringer (INV/FE)	0.106	0.068	0.104	0.132	0.112	0.104
= Finansiell eiendelsbeta	0.109	0.071	0.107	0.136	0.117	0.108

Beta til finansiell gjeld, β_{FG}

I følge Knivsflå (2015) kan beta til finansiell gjeld finnes ved å multiplisere markedsrisikodelen, mrd , med kredittrisikopremien, krp , og dividere det på markedspremien, mrp .

$$\beta_{FG} = \frac{mrd * krp}{mrp}$$

I formelen over er markedsrisikodelen gitt som andelen av systematisk risiko i forhold til den totale risikoen. I figur 15 fant vi at markedsrisikodelen til Odfjell ligger på 0.09256, altså i underkant av 9.3 %.

Tabell 32: Beta på finansiell gjeld.

	2014	2013	2012	2011	2010	Snitt
Kredittrisikopremie, krp	0.083	0.083	0.083	0.044	0.083	0.075
* Markedsrisikodelen, mrd	0.093	0.093	0.093	0.093	0.093	0.093
/ Markedets risikopremie, mrp	0.054	0.057	0.060	0.056	0.057	0.057
= Finansiell gjeldsbeta	0.142	0.135	0.128	0.073	0.135	0.123

Beta til netto finansiell gjeld, β_{NFG}

Netto finansiell gjeldsbeta beregnes etter Knivsflå (2015) ved følgende uttrykk:

$$\beta_{NFG} = \beta_{FG} * \left(\frac{FG}{NFG} \right) - \beta_{FE} * \left(\frac{FE}{NFG} \right)$$

Tabell 33: Beta på netto finansiell gjeld.

	2014	2013	2012	2011	2010	Snitt
Finansiell gjeldsbeta	0.142	0.135	0.128	0.073	0.135	0.123
* Finansiell gjeld (FG/NFG)	1.091	1.117	1.145	1.123	1.093	1.114
- Finansiell eiendelsbeta	0.109	0.071	0.107	0.136	0.117	0.108
* Finansielle eiendeler (FE/NFG)	0.091	0.117	0.145	0.123	0.093	0.114
= Netto finansiell gjeldsbeta, $\beta(NFG)$	0.145	0.142	0.131	0.065	0.136	0.124

Beta til netto driftskapital, β_{NDK}

I perfekte kapitalmarkeder er verdien av netto driftskapital, altså selskapskapitalen, i følge Miller og Modigliani (MM) uavhengig av kapitalstrukturen. Dette betyr at risikoen til netto driftskapital vil være lik, uavhengig av egenkapitalandel og størrelsen på den finansielle gjelden. Med forutsetningene til MM uttrykker Knivsflå (2015) netto driftsbeta med følgende formel:

$$\beta_{NDK}^{MM} = \beta_{EK,justert} * \left(\frac{EK}{NDK}\right) + \bar{\beta}_{NFG} * \left(\frac{NFG}{NDK}\right) = 0.883 * 0.316 + 0.124 * 0.684 = 0.364$$

der,

$\bar{\beta}_{NFG}$ = gjennomsnittlig driftsbeta

$\left(\frac{EK}{NDK}\right)$ = gjennomsnittlige egenkapitalandelen

$\left(\frac{NFG}{NDK}\right)$ = gjennomsnittlige vekten av netto finansiell gjeld i analyseperioden.

Forutsetningene i modellen til Miller og Modigliani er forsvarlig for selskaper med god kredittverdighet, og samtidig urealistisk for selskaper med finansielle krisekostnader. I følge Knivsflå (2015) er finansielle krisekostnader ekstra kostnader enkelte selskaper har grunnet høy kredittrisiko. Et eksempel på krisekostnader er når verft krever en ekstra kostnad for å produsere og selge skip til Odfjell som følge av selskapets høye kredittrisiko. Etter analysen av Odfjells kredittrisiko ble selskapets svake kredittverdighet belyst, noe som gjør at MM sin forutsetning ikke holder. Knivsflå (2015) påpeker at driftsbeta er høyere ved finansielle krisetilstander. Netto driftsbeta for selskaper med finansielle krisekostnader, som har direkte effekt på driften, er i følge Knivsflå (2015) gitt ved følgende formel:

$$\beta_{NDK} = \beta_{NDK}^{MM} + \text{MAX}\{0, \beta_{NFG} - \beta_{TERSKEKEL}\} * \frac{NFG}{NDE}$$

Med en antagelse om at finansielle krisekostnader inntreffer ved lavere kredittrating enn B, vil terskelbeta til netto finansiell i følge Knivsflå (2015) være gitt ved:

$$\beta_{TERSKEKEL} = krp * mrd / mrp$$

Som tabellen 34 viser er beta til netto driftskapital justert opp i alle år utenom i 2011. I 2011 var kredittverdigheten gitt en B- rating, som i teorien tilsa at selskapet ikke var utsatt for krisekostnader dette året.

Tabell 34: Beregning av beta til netto driftskapital

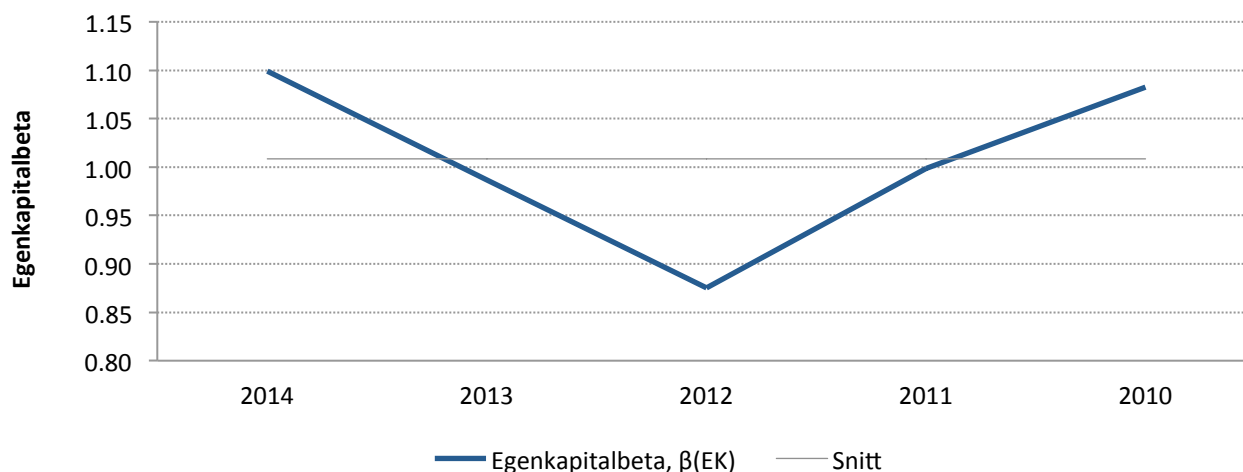
	2014	2013	2012	2011	2010	Snitt
Syntetisk rating	CCC	CCC	CCC	B	CCC	CCC-
Terskel- rating	B	B	B	B	B	B
β (terskel)	0.075	0.068	0.071	0.073	0.068	0.071
β (NFG)	0.145	0.142	0.131	0.065	0.136	0.1240
→ Oppjustering	0.070	0.074	0.060	0.000	0.069	0.0545
Netto driftsbeta, β (NDK), MM	0.364	0.364	0.364	0.364	0.364	0.364
NFG/NDK	0.718	0.678	0.637	0.680	0.709	0.684
Netto driftsbeta, β(NDK)	0.414	0.414	0.401	0.364	0.412	0.401

Når netto driftsbeta og netto finansiell gjeldsbeta er beregnet kan den justerte egenkapitalbeta for hvert enkelt år beregnes, jfr. formelen på side 78.

Tabell 35: Justert egenkapitalbeta.

	2014	2013	2012	2011	2010	Snitt
Netto driftsbeta, β (NDK)	0.414	0.414	0.401	0.364	0.412	0.401
- NFG/NDK	0.718	0.678	0.637	0.680	0.709	0.684
* Netto finansiell gjeldsbeta, β (NFG)	0.145	0.142	0.131	0.065	0.136	0.124
/ EK/NDK	0.282	0.322	0.363	0.320	0.291	0.316
= Egenkapitalbeta, β(EK), justert	1.099	0.986	0.875	0.999	1.083	1.008

Som vi ser av figur 16 er gjennomsnittlig egenkapitalbeta i analyseperioden omtrent 1, noe som ikke avviker alt for mye fra regresjonsbetaen jfr. figur 15.



Figur 16: Odfjells' årlige estimerte egenkapitalbeta i analyseperioden

Likviditetspremie, likv

Likviditetspremien i avkastningskravet har til hensikt å fange opp støy som ikke fanges opp i CAPM- modellen. Denne premien, også kalt småbedriftspremie, er et tillegg for at mindre selskaper ofte har høyere avkastning enn større selskaper. Samtidig er mindre selskaper ofte typisk mer avhengig av nøkkelpersoner, enkeltprodukter og kunder. Av analytikerne i den årlige undersøkelsen fra PwC mente 80 % at det bør legges på et tillegg i forhold til markedsverdien på selskapet. For selskaper med markedsverdi mellom 2 og 5 milliarder viser undersøkelsen at det bør legges på 0-1 %. Påslaget for selskaper med markedsverdi på 1-2 milliarder og 0,5- 1 milliarder bør henholdsvis ligge på 1-2 % og 2-3 %. For mindre selskaper med markedsverdi på 0,1-0,5 milliarder og 0.1-0.5 milliarder bør det i følge undersøkelsen legges til en småbedriftspremie på henholdsvis 3-4 % og 4-5 % (PwC, 2014).

Hvor likvid aksjen er på børsen er også en faktor som spiller inn på størrelsen av likviditetspremien. Odfjell sine aksjer er lite omsatt på børsen med et lavt daglig handelsvolum, hvor enkelte kjøp kan gi store synlige utslag på kursen. I løpet av året 2014 ble om lag 15 millioner aksjer omsatt, som tilsvarte om lag 17 % av selskapets aksjebeholdning (Odfjell, 2014).

I perioden fra 2010- 2015 har Odfjell hatt en markedsverdi på mellom 2- og 5 milliarder kroner. Likviditetspremien i analyseperioden basert på Odfjells markedsverdi i analyseperioden og er satt til 1 % i analyseperioden. Det legges dermed til en likviditetspremie på 1 % i egenkapitalkravet for alle år i analyseperioden.

7.3.2 Egenkapitalkrav i analyseperioden

Som nevnt tidligere er egenkapitalkravet uttrykt ved følgende formel (Knivsflå, 2015):

$$ekk = r_f + \beta_{EK} * mrp + likv_{EK}$$

Tabell 36: Egenkapitalkravet i analyseperioden.

	2014	2013	2012	2011	2010	Snitt
Risikofri rente etter skatt	0.008	0.009	0.011	0.017	0.014	0.012
+ Egenkapitalbeta	1.099	0.986	0.875	0.999	1.083	1.008
* Markedets risikopremie	0.054	0.057	0.060	0.056	0.057	0.057
+ Likviditetspremie	0.010	0.010	0.010	0.010	0.010	0.010
= Egenkapitalkrav, ekk	0.078	0.075	0.073	0.083	0.086	0.079

Tabell 36 viser at selskapet har hatt et noe jevnt krav over perioden, med 2010 og 2011 som årene med høyest krav. Hovedårsaken til dette er at den norske lånerenten har gått kraftig ned de siste årene. Tabellen viser at Odfjell har hatt et gjennomsnittlig egenkapitalkrav på i underkant av 8 % i analyseperioden. I 2009 var gjennomsnittlig egenkapitalkrav, eller prisinvestorer tok på risikoen, på store selskaper 8- 10 % (Koller m.fl., 2010).

Når kravet til egenkapitalen hvert enkelt år er estimert kan det årlige vektete avkastningskravet (WACC) beregnes.

7.4 Netto driftskrav, ndk, (WACC)

Når det justerte egenkapitalkravet for hvert år er identifisert, kan kravet på netto driftskapital, også kalt selskapskapitalen, estimeres. WACC er det vektete gjennomsnittet av egenkapitalkravet og netto finansielt gjeldskrav (Knivsflå, 2015):

$$ndk(WACC) = ekk * \frac{EK}{NDK} + nfgk * \frac{NFG}{NDK}$$

Tabell 37: Odfjells avkastningskrav til netto driftskapital (WACC) i analyseperioden.

	2014	2013	2012	2011	2010	Snitt
Egenkapitalkrav, ekk	0.078	0.075	0.073	0.083	0.086	0.079
* EK/NDK	0.282	0.322	0.363	0.320	0.291	0.316
+ Netto finansielt gjeldskrav, nfgk	0.101	0.104	0.110	0.071	0.108	0.099
* NFG/NDK	0.718	0.678	0.637	0.680	0.709	0.684
= Netto driftskrav, ndk, (WACC)	0.094	0.095	0.097	0.075	0.102	0.093

Av tabell 37 kommer det frem at Odfjell hadde høyest WACC i 2010, grunnet både høyt krav til egenkapital og høy netto finansiell gjeld. Historisk sett har netto finansiell gjeld hatt et høyere avkastningskrav enn egenkapitalen.

De historiske kravene som er estimert i dette kapittelet, vil i kapittel 8 bli brukt til å vurdere Odfjells historiske lønnsomhet og strategiske fordel i analyseperioden.

8. Analyse av historisk lønnsomhet – strategisk fordel

I delkapittel 8.1 innledes kapittelet med å forklare begrepet strategisk fordel, samt hvordan den kan dekomponeres for ytterligere analyse. I delkapittel 8.2 beregnes selskapets strategiske fordel i analyseperioden, basert på historisk rentabilitet og krav. Driftsfordelen beregnes så i 8.3, hvor den dekomponeres i bransjefordel, ressursfordel og gearingfordel. Ressursfordelen dekomponeres videre til marginfordel og omløpsfordel. I 8.4 beregnes finansieringsfordel på netto finansiell gjeld. Kapittelet avsluttes med en oppsummering av strategisk fordel i 8.5.

8.1 Innledning

Hensikten med en historisk lønnsomhetsanalyse er å få innsikt i Odfjell sin strategiske posisjon. I følge Knivsflå (2015) er en strategisk posisjon et selskaps allokering av ressurser som innenfor en bransje gir selskapet en evne til å generere en strategisk fordel, og på denne måten oppnå en rentabilitet utover kravet. Målet med dette kapittelet vil være å koble den strategiske analysen fra kapittel 4 til selskapets økonomiske resultater. I følge Knivsflå (2015) beregnes strategisk fordel på følgende måte:

$$\text{Strategisk fordel, } SF = ekr - ekk$$

Den strategiske fordelen dekomponeres videre i driftsfordel og finansieringsfordel, som vist under.

$$SF = DF + FF$$

1. $DF = SFD + GFD = BFD + RFD + GFD$ ”strategisk”
2. $FF = FFNFG = FFFE + FFFG$ ”ikke- strategisk”

Den strategiske fordelen er dermed summen av driftsfordel (DF) og finansieringsfordel (FF). Driftsfordelen består av strategisk fordel drift (SFD) pluss en skalering av denne fordelen, kalt gearingfordel drift (GFD). Strategisk fordel fra drift splittes i bransjefordel (BFD) og ressursfordel (RFD). I følge Knivsflå (2015) er det oftest driftsfordelen som er kilden til strategisk fordel.

Finansieringsfordel er vanligvis ikke en betydelig kilde til strategisk fordel da det anses som vanskelig å oppnå en unormal avkastning i finansmarkedet (Knivsflå, 2015). På grunn av dette gjøres det ingen dekomponering av finansieringsfordelen i denne oppgaven.

Historiske balanseverdier i dette kapitlet er beregnet på følgende måte:

$$\text{Inngående kapital} + \left(\frac{\Delta \text{kapital} - \text{nettoresultat fra kapital}}{2} \right)$$

Dette gjøres fordi vektene av de historiske balansepostene må være konsistent med vektene fra analysen av historisk avkastningskrav. Ved å beregne balansepostene på metoden vist over blir rentabilitetene en etterskuddsrente (Knivsflå, 2015).

8.2 Strategisk fordel, SF

Som nevnt innledningsvis har et selskap en strategisk fordel om rentabiliteten overstiger kravet. Da oppnår egenkapitalinvestorene en såkalt superrentabilitet, som er differansen mellom rentabiliteten og kravet på egenkapitalen. Egenkapitalkravet til Odfjell ble tidligere estimert i tabell 36.

$$\text{Strategisk fordel, } SF = ekr - ekk$$

Tabell 38: Odfjells strategiske fordel i analyseperioden.

	2014	2013	2012	2011	2010	Snitt
Egenkapitalrentabilitet, ekr	-0.0736	-0.0472	-0.0711	-0.0421	-0.0611	-0.0590
Egenkapitalkrav, ekk	0.0776	0.0748	0.0735	0.0827	0.0858	0.0789
Strategisk fordel, Odfjell	-0.1511	-0.1220	-0.1446	-0.1248	-0.1469	-0.1379

Fra tabell 38 er det tydelig å se at Odfjell har hatt en strategisk ulempe i hele analyseperioden, med en gjennomsnittlig strategisk ulempe på -13.8 % per år. Dette kan enkelt forklares ved at Odfjell har hatt negative nettoresultat til egenkapitalen under analyseperioden.

Videre i analysen dekomponeres strategisk fordel, for å få nærmere innsikt i Odfjells strategiske ulempe i analyseperioden. Dekomponering av strategisk fordel gir videre innblikk i driftsfordel og finansieringsfordel.

8.3 Driftsfordel, DF

I følgende avsnitt analyseres driftsfordelen. I følge Knivsflå (2015) er driftsfordel summen av strategisk fordel fra drift, SFD, og gearingfordel fra drift, GFD.

$$DF = SFD + GFD$$

der,

$$SFD = BFD + RFD = ndr - ndk$$

$$GFD = (ndr - ndk) * nfgg$$

Strategisk fordel fra drift er netto driftsrentabilitet, ndr, minus netto driftskrav, ndk, mens gearingfordelen fra drift skalerer den strategiske fordel fra drift ved netto finansiell gjeldsgrad, nfgg. Under dekomponeres strategisk fordel i bransjefordel drift, BFD, ressursfordel drift, RFD, og gearingfordel drift, GFD.

8.3.1 Bransjefordel drift, BFD

I følge Knivsflå (2015) er bransjefordel fra drift forskjellen mellom bransjens netto driftsrentabilitet og netto driftskrav (WACC). Bransjefordel drift beregnes dermed på følgende måte:

$$BFD = ndr_B - ndk_B$$

Bransjefordelen vil øke om bransjen står ovenfor muligheter i omgivelsene og reduseres dersom den står ovenfor trusler. Basert på Knivsflå (2015) er strategisk fordel fra drift summen av bransjefordel drift og ressursfordel drift dersom Odfjell og bransjen har likt netto driftskrav. Forutsetningen om at Odfjell og bransjen har samme avkastningskrav til driften kan støttes ved at Odfjells kredittverdighet er beregnet til å være et sted mellom Stolt- Nielsen og Eitzen/Team sin kredittverdighet i analyseperioden.

Av tabellen 39 kommer det frem at bransjen har stått ovenfor en gjennomsnitt bransjeulempe i driften på hele -7,69 % i analyseperioden. Bransjeulempen er et resultat av den svake lønnsomheten i bransjen, noe som har ført til at investorene bak selskapene ikke har oppnådd forventet avkastning. Odfjells krav til netto driftskapital ble estimert i tabell 37.

Tabell 39: Bransjefordel drift

	2014	2013	2012	2011	2010	Snitt
Netto driftsrentabilitet, ndr, bransjen	0.0179	0.0233	0.0115	0.0145	0.0111	0.0156
Netto driftskrav, ndk, bransjen	0.0944	0.0946	0.0970	0.0750	0.1018	0.0926
Bransjefordel drift, BFD	-0.0765	-0.0713	-0.0855	-0.0605	-0.0907	-0.0769

Fra den strategisk analysen ble det påpekt at næringen har vært utsatt for piratvirksomhet og ekstremvær de siste årene. Dette er eksempler på forhold som reduserer effektiviteten i driften og svekker lønnsomheten. I tillegg er kjemikalietankbransjen en svært rivaliserende bransje som har opplevd overkapasitet av tonnasje i markedet og påfølgende redusert etterspørsel de seneste årene.

8.3.2 Ressursfordel drift, RFD

I følge Knivsflå (2015) er ressursfordelen i drift definert som følger:

$$RFD = ndr - ndr_B$$

Tabell 40: Odfjells ressursfordel i analyseperioden.

	2014	2013	2012	2011	2010	Snitt
Netto driftsrentabilitet, ndr	-0.0014	0.0078	-0.0019	0.0040	-0.0030	0.0011
Netto driftsrentabilitet, ndr, bransjen	0.0179	0.0233	0.0115	0.0145	0.0111	0.0156
Ressursfordel drift, RFD	-0.0193	-0.0155	-0.0134	-0.0105	-0.0141	-0.0145

Tabell 40 viser at Odfjell har en årlig gjennomsnittlig ressursulempe i analyseperioden på i snitt -1,45 %. Dette er hovedsakelig fordi bransjen har hatt bedre netto driftsresultat enn Odfjell i alle år i analyseperioden. Team/Eitzen har i likhet med Odfjell opplevd negative netto driftsresultat de siste årene, mens Stolt- Nielsen har levert gode driftsresultat i samme periode. Fra den interne ressursanalysen tidligere i oppgaven ble det høye kostnadsnivået til Odfjell påpekt som en svakhet. Selskapet har i seneste tid satt i gang flere kostnadsreduserende tiltak.

Netto driftsrentabilitet kan videre dekomponeres ved å analysere netto driftsmargin, ndm, og omløpshastigheten til netto driftseiendeler, onde (Knivsflå, 2015).

$$ndr = ndm * onde$$

der,

$$ndm = \frac{NDR}{DI}, \text{ der } NDR = \text{netto driftsresultat}, DI = \text{driftsinntekter}$$

$$onde = \frac{DI}{NDE}, \text{ der } NDE = \text{netto driftseiendeler}$$

De underliggende årsakene til ressursulempen fra drift kan identifiseres nærmere gjennom marginfordel og omløpsfordel. Uttrykkene nedenfor viser hvordan ressursfordel dekomponeres i marginfordel, MF, og omløpsfordel, OF (Knivsfå, 2015).

$$RFD = MF + OF$$

$$MF = (ndm - ndm_B) * onde$$

$$OF = (onde - onde_B) * ndm_B$$

Marginfordel, MF

En eventuell marginfordel oppstår når selskapet har en ressurs som gir selskapet bedre marginer enn konkurrentene. Ressursen selskapet har kan gi økte inntekter eller kostnadsfordeler som gir utslag i bedre driftsmargin enn bransjen.

Tabell 41: Odfjells marginfordel i analyseperioden.

	2014	2013	2012	2011	2010	Snitt
Netto driftsmargin, ndm, Odfjell	-0.0035	0.0177	-0.0043	0.0098	-0.0085	0.0023
Netto driftsmargin, ndm, bransjen	0.0332	0.0425	0.0209	0.0267	0.0233	0.0293
Marginfordel, uvektet	-0.0366	-0.0248	-0.0252	-0.0169	-0.0317	-0.0271
Onde, Odfjell	0.4087	0.4394	0.4461	0.4100	0.3551	0.4119
Marginfordel, MF	-0.0150	-0.0109	-0.0112	-0.0069	-0.0113	-0.0111

Ved å studere driftsmarginen til Odfjell og bransjen, jfr. tabell 41, kommer det tydelig frem at Odfjell har hatt en marginulempen i driften i analyseperioden. Det høye kostnadsnivået til Odfjell er i hovedsak årsaken til dette. Fra den strategiske analysen i kapittel 4, ble Odfjells flåte utpekt som selskapets sterkeste ressurs, og flåten vil trolig innen få år generere en positiv marginfordel. Eksempelvis vil selskapet oppleve lavere drivstoffkostnader når 19 kjemikalietankere får nytt propellsystem. Samtidig er det rimelig å anta at også bransjen vil skaffe seg nyere og mer effektive skip i på sikt. Omstruktureringen på kostnadssiden, med

lavere administrasjonskostnader og generelle driftskostnader, vil også kunne bidra til å snu marginulempen til en marginfordel.

Omløpsfordel, OF

Omløpsfordelen må også være skapt av en ressurs, og ressursen må gi selskapet en bedre effektivitet og flåteutnyttelse enn bransjen.

Tabell 42: Odfjells omløpsfordel i analyseperioden.

	2014	2013	2012	2011	2010	Snitt
Onde, Odfjell	0.4087	0.4394	0.4461	0.4100	0.3551	0.4119
Onde, bransjen	0.5397	0.5475	0.5478	0.5434	0.4757	0.5308
Omløpsfordel, uvektet	-0.1310	-0.1081	-0.1017	-0.1333	-0.1205	-0.1189
Netto driftsmargin, ndm, bransjen	0.0332	0.0425	0.0209	0.0267	0.0233	0.0293
Omløpsfordel, OF	-0.0043	-0.0046	-0.0021	-0.0036	-0.0028	-0.0035

Som det fremkommer av tabell 42 har Odfjell hatt en ulempe når det kommer til effektivitet og utnyttelse av netto driftseiendeler. Stolt- Nielsen har hatt bedre evne til å skape flere driftsinntekter per investerte krone i analyseperioden enn det Odfjell har. En av grunnene til dette er at flere av Stolt- Nielsens mindre prosjekter og start-ups har vist god inntjening i forhold til investert kapital (Stolt- Nielsen, 2013). Kortere nedetid på skip, høyere driftsinntekter og en mer effektiv flåte vil kunne øke omløpsfordel til Odfjell i årene fremover.

8.3.3 Gearingfordel drift, GFD

I følge Knivslå (2015) er gearingfordel drift en skalering av strategisk fordel fra drift, med netto finansiell gjeldsgrad, nfgg. Effekten fra gearing er vist under.

$$GFD = (ndr - ndr_B) * nfgg$$

der,

$$nfgg = NFG/EK$$

ndr_B = netto driftsmargin, bransjen

ndr = netto driftsmargin, Odfjell

Som uttrykket over viser vil gearingfordelen fra drift øke ved høyere grad av netto finansiell gjeld om netto driftsrentabilitet er høyere enn netto driftskravet. I analyseperioden har Odfjell hatt en gjennomsnittlig netto driftsrentabilitet på 0.11 %, mot et gjennomsnittlig netto driftskrav på hele 9.3 %. En kombinasjon av dette gapet pluss en høy gjeldsgrad gjør at effekten av gearingen blir svært stor.

Tabell 43: Gearingfordel drift med skaleringen av strategisk fordel fra drift, med nfgg.

	2014	2013	2012	2011	2010	Snitt
Netto driftsrentabilitet, ndr	-0.0014	0.0078	-0.0019	0.0040	-0.0030	0.0011
Netto driftskrav, ndk	0.0944	0.0946	0.0970	0.0750	0.1018	0.0926
Strategisk fordel I drift, SFD	-0.0958	-0.0868	-0.0989	-0.0710	-0.1048	-0.0915
Netto finansiell gjeldsgrad, nfgg	2.552	2.107	1.752	2.127	2.432	2.1941
Gearingfordel drift, GFD	-0.2445	-0.1828	-0.1732	-0.1511	-0.2549	-0.2013

Tabell 43 tydeliggjør sammenhengen mellom netto finansiell gjeldsgrad og gearingfordel. I 2010 og 2014 hadde Odfjell svært høy gjeldsgrad som førte til høy gearing av strategisk fordel drift i disse årene. I neste avsnitt beregnes selskapets finansieringsfordel i analyseperioden.

8.4 Finansieringsfordel, FF

I følge Knivsflå (2015) oppnår et selskap en finansieringsfordel når den faktiske gjeldsrenten er lavere enn kravet til netto finansiell gjeld. Finansieringsfordelen, FF, tilsvarer finansierings-fordelen på netto finansiell gjeld, FFNFG, og uttrykkes som:

$$FF = FFFE + FFFG = (nfgr - nfgk) \times nfgg$$

der,

$FFFE$ = finansieringsfordel finansielle eiendeler

$FFFG$ = finansieringsfordel finansiell gjeld

$nfgk$ = netto finansielt gjeldskrav (fra kapittel 7)

$nfgg$ = netto finansiell gjeldsgrad

$nfgr$ = netto finansiell gjeldsrente = $\frac{NFK - NFI}{NFG}$

Tabell 44: Odfjells finansieringsfordel på netto finansiell gjeld i analyseperioden.

	2014	2013	2012	2011	2010	Snitt
Netto finansielt gjeldskrav, nfgk	0.10097	0.10397	0.11038	0.07145	0.10838	0.09903
Netto finansiell gjeldsrente, nfg	0.02685	0.03388	0.03761	0.02571	0.02090	0.02899
Finansieringsfordel før gearing	0.07412	0.07008	0.07277	0.04574	0.08748	0.07004
Netto finansiell gearing, nfgg	2.55227	2.10660	1.75174	2.12742	2.43224	2.19405
FF, FFNFG	0.18918	0.14764	0.12748	0.09731	0.21278	0.15488

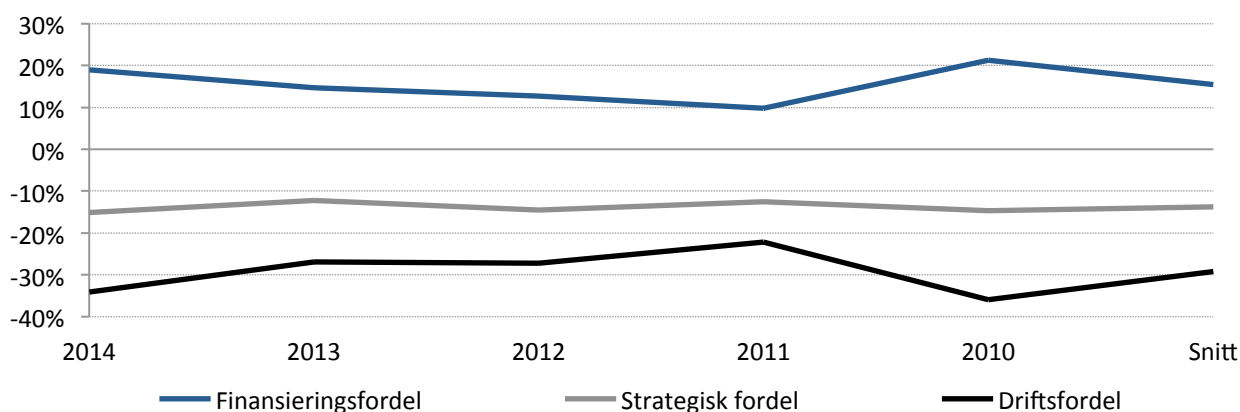
Tabellen 44 viser at Odfjell har hatt en finansieringsfordel i hele analyseperioden, med et gjennomsnitt på i underkant av 15.5 %. Dette betyr at det er en fordel for eierne i selskapet å benytte seg av netto finansiell gjeld ved finansiering av investeringer i selskapet. Finansieringsfordelen på netto finansiell gjeld øker med høyere netto finansiell gjeldsgrad, nfgg. En forklaring på den høye finansieringsfordelen⁶ kan være at selskapets gjeld er overvurdert. I tillegg kan man anta at gjeldsrenten Odfjell har hatt i analyseperioden ikke reflekterer selskapets kredittrisiko.

8.5 Oppsummering strategisk fordel, SF

Fra den strategiske analysen i kapittel 4, ble det trukket frem faktorer i bransjen som har påvirket lønnsomheten i kjemikalietankbransjen de seneste årene. I tillegg ble det gjort en gjennomgang av selskapets interne ressurser. Analysen i dette kapittelet underbygger noen av de mest sentrale forholdene fra den strategiske analysen, og har tydeliggjort hvorfor bransjen og spesielt Odfjell har opplevd lav lønnsomhet de seneste årene.

Bransjen sett under ett har opplevd dårlig lønnsomhet, grunnet negativ markedsbalanse sett fra rederienes side. Den høye rivaliseringen, samt perioder med piratvirksomhet og ekstremvær har bidratt til å svekke lønnsomheten i bransjen. Tilbudet er forventet å øke på kort sikt, noe som reflekteres i dagens ordrebok. På mellomlang sikt er flåten antatt å reduseres grunnet blant annet økte reguleringer, spesielt med tanke på utslipp. Odfjell har som nevnt hatt en lavere driftsrentabilitet enn bransjen i analyseperioden, grunnet det høye kostnadsnivået. Den nye omstruktureringen vil øke marginene til Odfjell og bedre lønnsomheten i årene som kommer.

⁶ Dekomponeringen av finansieringsfordel på netto finansiell gjeld, til finansieringsfordel- på finansielle eiendeler og finansiell gjeld kan finnes i Vedlegg 1.



Figur 17: Strategisk fordel i analyseperioden

Når det kommer til Odfjells ressurser er Odfjells kjemikalietankflåte trukket frem som en viktig strategisk ressurs. Analysen i dette kapittelet viser at selskapets ressursulempe hovedsakelig er på grunn av negative og svake marginer i forhold til bransjen. Marginulempen gjenspeiler den svake kostnadsstrukturen Odfjell har hatt i analyseperioden.

Kostnadsstrukturen har ingen påvirkning på omløpsulempen i selskapet, da denne måles etter inntekter i forhold til netto driftseiendeler. Odfjells gjennomsnittlige omløpsulempe i analyseperioden har vært på -0.35 %. Omstruktureringen på kostnadssiden vil trolig øke effektiviteten i driften av selskapet. Det nye propellsystemet som selskapet innen 2017 vil ha på store deler av dagens flåte vil gi høyere inntjening per skip, arpu, i årene fremover.

Tabell 45: Oppsummering av Odfjells strategiske fordel i analyseperioden.

	2014	2013	2012	2011	2010	Snitt
Strategisk fordel drift, SFD	-0.0958	-0.0868	-0.0989	-0.0710	-0.1048	-0.0915
- Bransjefordel drift, BDF	-0.0765	-0.0713	-0.0855	-0.0605	-0.0907	-0.0769
- Ressursfordel drift, RDF	-0.0193	-0.0155	0.0134	-0.0105	-0.0141	-0.0145
- Marginfordel, MF	-0.0150	-0.0109	-0.0112	-0.0069	-0.0113	-0.0111
- Omløpsfordel, OF	-0.0043	-0.0046	-0.0021	-0.0036	-0.0028	-0.0035
- Gearingfordel drift, GFD	-0.2445	-0.1828	-0.1732	-0.1511	-0.2549	-0.2013
Driftsfordel, DF	-0.3403	-0.2696	-0.2721	-0.2221	-0.3597	-0.2928
Finansieringsfordel FF	0.1892	0.1476	0.1275	0.0973	0.2128	0.1549
Strategisk fordel	-0.1511	-0.1220	-0.1446	-0.1248	-0.1469	-0.1379

9. Fremtidsregnskap og fundamental verdsettelse

I delkapittel 9.1 presenteres rammeverket for verdsettelsen. I 9.2 bestemmes budsjettthorisont for framskrivningen mens kortsiktig- og langsiktig vekst drøftes i 9.3. I 9.4 presenteres de ulike budsjettdriverne før hver budsjettdriver blir fremskrevet basert på historie og den strategiske analysen. Videre blir fremtidig avkastningskrav estimert i delkapittel 9.5 før verdiestimatene fra den fundamentale verdsettelsen presenteres i 9.6.

9.1 Rammeverk for fremtidsregnskap

Som rammeverk for framskrivningen av Odfjell sine fremtidige regnskap, balanse og fri kontantstrøm brukes innsikten fra strategiske analyser og regnskapsanalysen. Odfjell sin strategiske posisjon i markedet vil være avgjørende for selskapets lønnsomhet i årene fremover, i tillegg til utviklingen i verdensøkonomien og etterspørselen etter selskapets tjenester.

Ved å estimere fremtidsregnskap i en fundamental verdivurdering oppstår alle kontantstrømmene i slutten av året, slik at rentabiliteter regnes på inngående kapital.

9.2 Budsjettthorisont

Før man lager fremtidsbudsjett må man velge en budsjettthorisont. I følge Knivsflå (2015) er det to viktige forhold som er avgjørende for valg av budsjettthorisont:

1. Tid før selskapet er i ”stady state”
2. Kvaliteten på regnskapsføringen

Budsjettthorisonten er det året man går fra fullstendig budsjettering til enkel framskrivning hvor man forutsetter konstant vekst og at selskapet er i ”stady state” (Kaldestad og Møller, 2011). Lengden på budsjettthorisonten velges derfor hovedsakelig etter hvor lenge det er til Odfjell havner i ”stady state”. Odfjell og flere andre aktører i kjemikalietankbransjen har de siste årene opplevd dårlige resultater, og bransjen er ikke ansett til å være i ”stady state” på nåværende tidspunkt.

Odfjell fører sine årsrapporter etter IFRS, som er verdibasert. Dette krever i utgangspunktet en kortere budsjetteringshorisont enn om selskapet hadde ført regnskapet etter norske historisk kost- prinsipper.

På bakgrunn av kvaliteten på regnskapsføringen og bransjens sykliske natur velges en budsjetthorisont på 10 år, altså fra 2015 til 2024. Det antas at Odfjell er i ”stady state” i 2025, og at veksten derfra er lik den generelle veksten i økonomien.

9.3 Analyse av vekst

I følgende delkapittel analyseres Odfjells vekst på kort og lang sikt.

9.3.1 Kortsiktig vekst

Den kortsiktige veksten for et selskap vil i følge Knivsflå (2015) være avhengig av to forhold; den generelle veksten i bransjen og økt utnyttelse av interne ressurser. Om veksten i bransjen er positiv kan selskapene oppleve vekst uten å inngå priskrig med konkurrentene. Dersom bransjen har en negativ trend kan veksten kun skje på bekostning av konkurrentene, noe som kan føre til hard konkurranse og dramatiske konsekvenser for netto driftsmargin (Knivsflå, 2015).

Fra den strategiske analysen kom det frem flere forhold som vil påvirke selskapets og bransjens lønnsomhet de neste årene. Den høye rivaliseringen i dagens kjemikalietankmarked vil trolig forbli høy i nærmeste fremtid. Bransjen har som nevnt slitt med overkapasitet av tonnasje de siste årene og ordreboken til rederiene tilsier at denne vil vedvare på kort sikt, noe som vil dempe etterspørselen etter Odfjell og de andre aktørene sine tjenester. For bransjen sin del ser det lyst ut med tanke på veksten i verdensøkonomien og en stadig økende verdensbefolkning. Dette er forhold som alene øker etterspørselen.

Odfjells har i dag en pågående prosess for omstrukturering av kostnadsstrukturen for å gjøre driften av selskapet lønnsom igjen. Kvartalsrapportene for 2015, samt 2015T, viser at selskapet har klart å kutte kostnader innenfor flere områder. De største kostnadskuttene er generelle og administrative kostnader og kostnader knyttet til driften av skipene. Odfjell sin store satsing på innovasjonsstyrke, vil føre med seg lavere drivstoffkostnader og høyere marginer i årene som kommer. Omstruktureringen på kostnadssiden og selskapets satsing på

innovasjon anses som sentrale forhold som vil styrke selskapets netto driftsresultat de neste årene.

Prognosene viser også at deep- sea rederiene er optimistiske på kort sikt med vekst i driftsresultat for 2015 og årene fremover. Det påpekes at åpning av Nordøstpassasjen (NEP) og økt utvinning av skifer-gasser føre til signifikante endringer i deep- sea shipping. Voksende økonomier i Kina og India vil i bli enda viktigere samarbeidspartnere enn tidligere.

9.3.2 Langsiktig vekst

På kort sikt kan selskaper oppleve høy vekst, men siden selskaper ikke kan vokse raskere enn verdensøkonomien over lengre tid sier man at veksten er tilbakevendende til gjennomsnittet, også kalt ”mean reverting”. Norges banks inflasjonsmål brukes ofte som mål på den langsiktige veksten ved verdsettelse av norske selskaper. Sentralbanken har som mål å holde prisveksten stabil på rundt 2,5 % over tid. Flere prognoser fra 2015 viser at prisveksten vil i tiden fremover vil bli klart svakere enn det langsiktige målet på 2,5 %. Nedgangen i den norske kronen i 2014 førte til økt inflasjon og at importerte varer ble dyrere. Denne trenden er ventet å snu, og det er forventet en rolig oppgang i kronekursen. I tillegg er lønnsnivået ventet å bli betydelig svakere fremover, som følge av nedgangen i den norske oljebransjen (E24, 2015). På bakgrunn av dette settes den fremtidige veksten til 1,5 %. Denne vekstfaktoren benyttes i terminalleddet av FGD- modellen i slutten av kapittelet.

9.4 Budsjett drivere

I følge Knivsflå (2015) skjer budsjetteringen av fremtidsregnskap i syv steg, og inkluderer ni budsjett drivere. Siden jeg har antatt null minoritetsinteresser blir denne forkortet til fem steg og kun syv drivere. Nedenfor presenteres de ulike budsjett driverne.

1. Driftsinntektsveksten =	$DI_t = (1 + div_t) * DI_{t-1}$
2. Omløpet til netto driftseiendeler, onde =	$NDE_{t-1} = DI_t / onde_t$
3. Netto driftsmargin =	$NDR_t = ndm_t * DI_t$
4. Finansiell gjeldsdel =	$FG_t = fgd_t * NDE_t$
Finansiell eiendelsdel =	$FE_t = fed_t * NDE_t$
5. Finansiell gjeldsrente =	$NFK_t = fgr_t * FG_{t-1}$
Finansiell eiendelsrentabilitet =	$NFI_t = fer_t * FE_{t-1}$

Budsjettdriverne som det legges vekt på i denne verdsettelsen er fremtidige driftsinntekter, fremtidig omløpshastighet på netto driftseiendeler og fremtidig netto driftsmargin.

Driftsinntektsveksten

Inntektene til Odfjell genereres stort sett gjennom selskapets kjemikalietankere. Ellers inkluderer selskapets omsetning av inntekter gjennom terminaltanker og gasstransport. Som nevnt tidligere sikrer Odfjell deler av inntektene gjennom langsiktige kontrakter, og resten på spot- markedet. Driftsinntektene i shipping utgjør fraktratene på de transporterte varene multiplisert med antall mil. Siden hver kjemikalie ofte har egne fraktrater er det svært omfattende å basere fremtidige driftsinntekter på bakgrunn av fraktrater, volum og distanse. Det gjøres derfor en forenkling ved å fordele driftsinntektene på antall skip, med antagelser om at antall mil transportert er konstant og at selskapet transporterer kjemikalierne til en gjennomsnittlig fraktrate.

Driftsinntekter blir derfor beregnet ved antall skip multiplisert med driftsinntekt per skip (average return per unit, arpu):

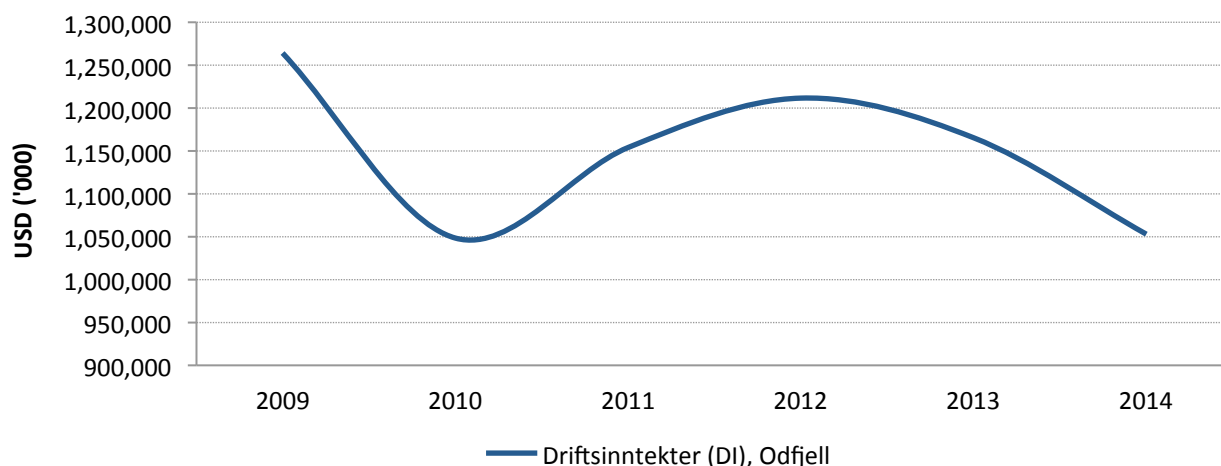
$$DI_t = \text{antall skip}_t * arpu_t$$

Driftsinntekter, antall skip og arpu i analyseperioden.

Under gjøres en kort presenteres Odfjells historiske driftsinntekter, antall skip og arpu. Den historiske utviklingen vil sammen med forhold fra den strategiske analysen danne grunnlag for fremtidig utvikling av budsjettdriveren.

Driftsinntekter

Odfjell opplevde svært gode driftsinntekter i 2009. Driftsinntektsvekst i 2011 var på over 10%, grunnet høyere fraktrater enn dagens nivå. Siden 2011 har Odfjell hatt en negativ driftsinntekts-vekst. Den negative veksten er et resultat av den ugunstige markedsbalansen de siste årene. I 2014 var driftsinntektene tilbake på samme nivå som 2010.

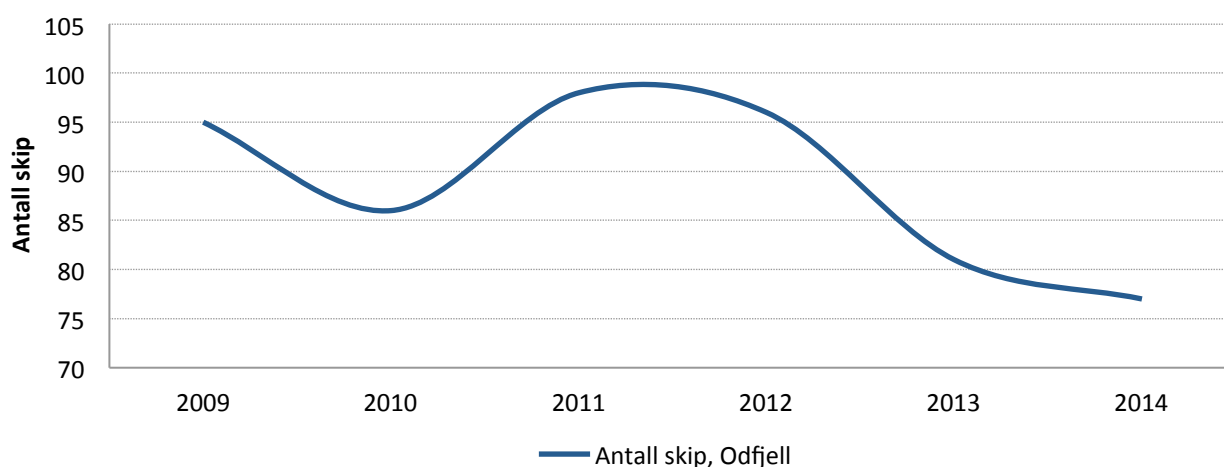


Figur 18: Odfjells driftsinntekter i analyseperioden.

Odfjell har siden 2014 foretatt en omstrukturering på kostnadssiden der de blant annet har sagt opp over 80 ansatte. Omstruktureringen har etter alt og dømme bidratt til redusert omsetningen i 2014.

Antall skip

Som nevnt tidligere har kjemikalietankbransjen opplevd en overkapasitet av tonnasje i markedet siden finanskrisen i 2008. Selskapene i bransjen har de seneste årene foretatt store utskiftninger i flåten og flere nybygg er ventet i perioden 2016- 2017. Den lange leveringstiden på skipene gjør at tilbudet er uelastisk på kort sikt. Kapasiteten i markedet bygges opp når det er høye fraktrater og reduseres når tilbudet er større enn etterspørselen og overkapasitet i markedet er et faktum. Figur 19 viser at Odfjell har hatt en netto reduksjon i flåten siden 2011.

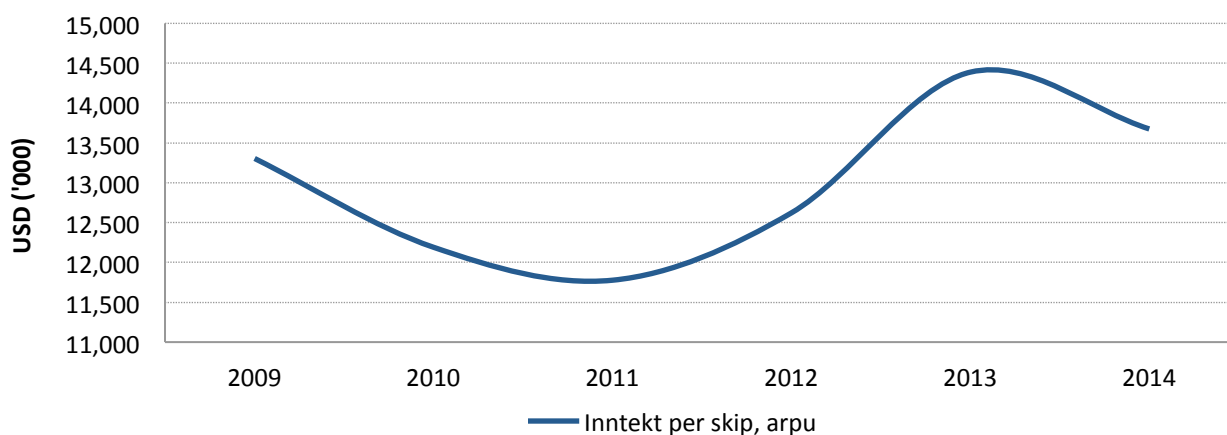


Figur 19: Antallet skip i Odfjells flåte under analyseperioden.

Arpu

Driftsinntekt per skip, arpu, har til hensikt å reflekterer den gjennomsnittlige fraktraten per år. I løpet av analyseperioden hadde Odfjell en økende arpu frem mot 2013, med driftsinntekter per skip på i underkant av 14,500.000 dollar per skip. Dette til tross for reduserte driftsinntekter fra året før. Før omorganiseringen av tankterminalvirksomheten til Odfjell i 2012 er deler av selskapets driftsinntekter generert gjennom tankterminalene, og dermed blitt fordelt på antall skip. Grunnet stor nettoskraping av flåten siden 2012 hadde selskapet en god inntjening per skip i 2013. Nedgangen i 2014 kan forklares ved at selskapets omstrukturering samt generelt lavere fraktrater.

Figur 20 viser at Odfjell har hatt en stigende arpu siden 2011, om man ser bort i fra nedgangen i 2014.

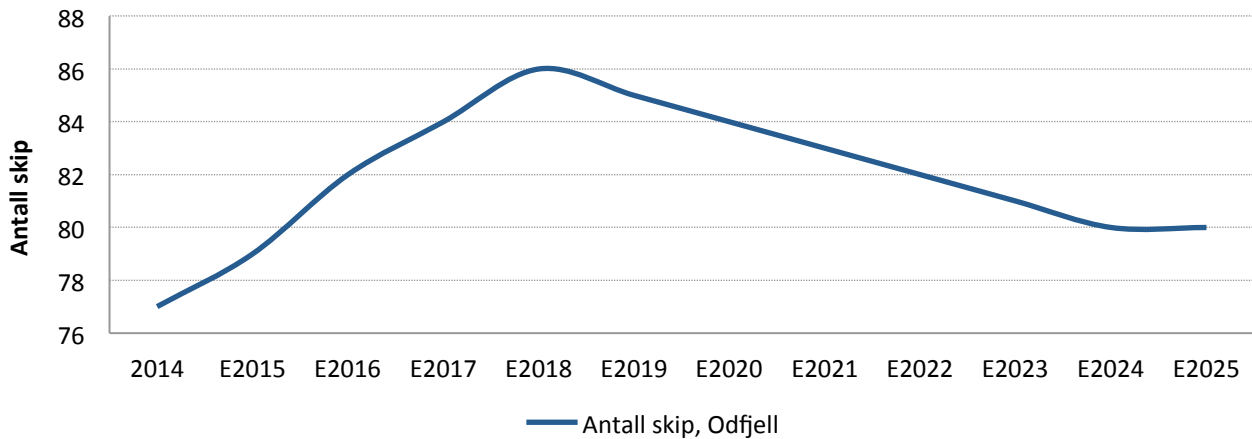


Figur 20: Inntekt per skip i analyseperioden.

Fremtidig utvikling av driftsinntekter, antall skip og arpu.

Antall skip

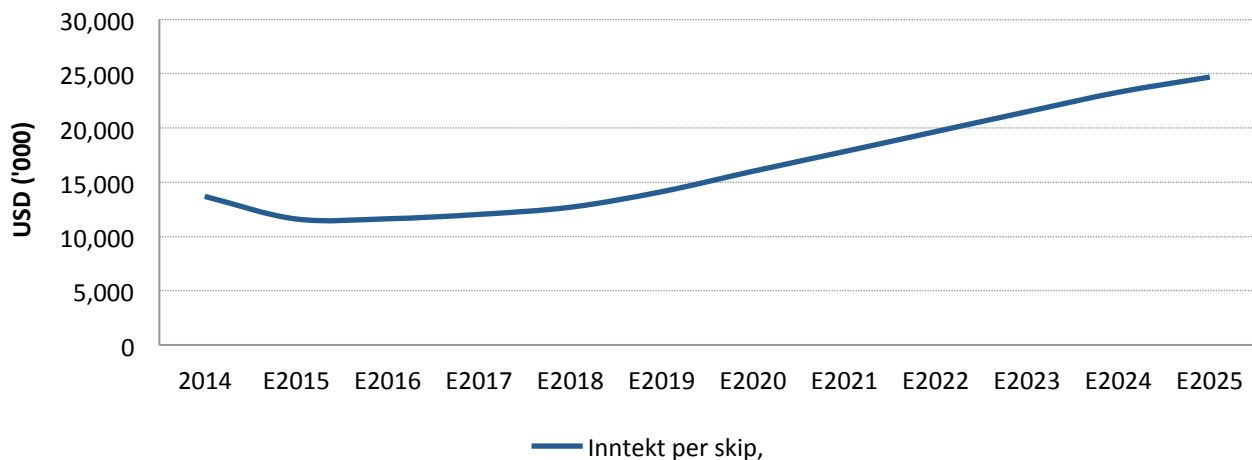
På bakgrunn av den strategiske analysen er flåten til Odfjell forventet å stige i 2016 og 2017. Det forventes at dagens kjemikalietankflåte fortsetter å stige mot 2018. I 2018 er det forventet en nedtrapping i nybyggingsaktivitetene og at rederiene selger eldre skip som er dyrere og mindre effektive i drift, blant annet for å gjenopprette markedslivevekten. Strengere reguleringer fra myndighetene vil også bidra til nettoskraping av dagens flåte forbi 2018. Dette medfører at Odfjell vil gå inn en periode med et redusert tilbud i markedet og en økende etterspørsel forbi 2018.



Figur 21: Antall skip i budsjettperioden og "stady state".

Arpu

Arpu er ventet å stige svakt frem mot 2018, da Odfjell og bransjen vil fortsette å motta nybygg i denne perioden. Forbi 2018 er det forventet at høyere fraktrater og nettoskraping av flåten vil føre til en høyere vekst i Odfjells arpu. Fra 2018 ventes arpu og stige jevnt mot "stady state" i 2025. Figur 22 viser den forventede utviklingen i arpu i budsjettperioden og frem mot "stady state" i 2025.

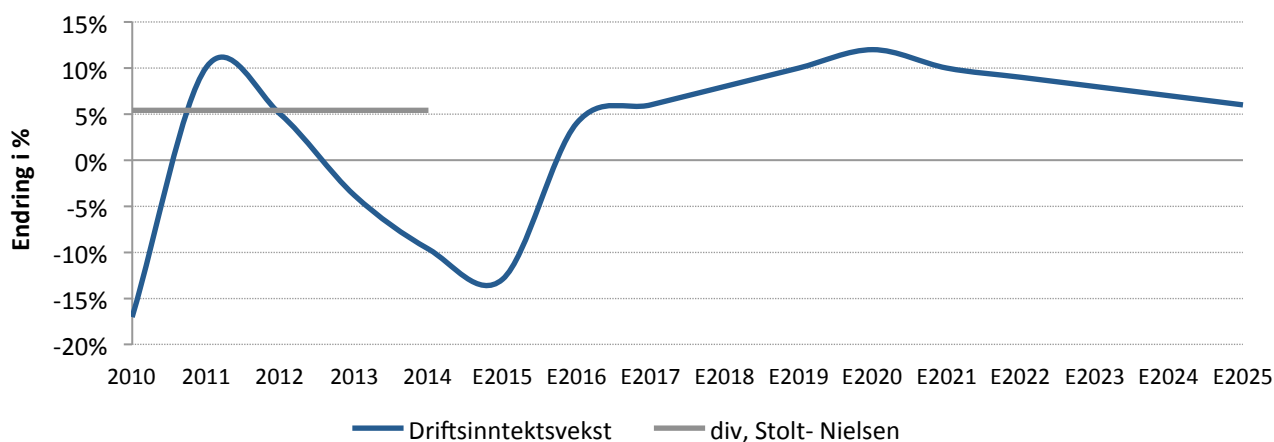


Figur 22: Arpu i budsjettperioden og "stady state".

Oppsummering driftsinntektsveksten

Bransjen har fra 2010-2014 hatt en gjennomsnittlig vekst i driftsinntekter på 1.5 %, mens Stolt- Nielsen alene har hatt en gjennomsnittlig driftsinntektsvekst på 5.4 %. Bransjens lave vekst begrunnes med at Odfjell og Team/Eitzen stort sett har hatt negativ vekst i analyseperioden. Siden både Odfjell og Team/Eitzen er under omstrukturering anses ikke

bransjeveksten som særlig representativ for den fremtidige driftsinntektsveksten til Odfjell. Figur 23 viser Odfjells driftsinntektsvekst i analyseperioden, budsjettperioden og ”stady state”.

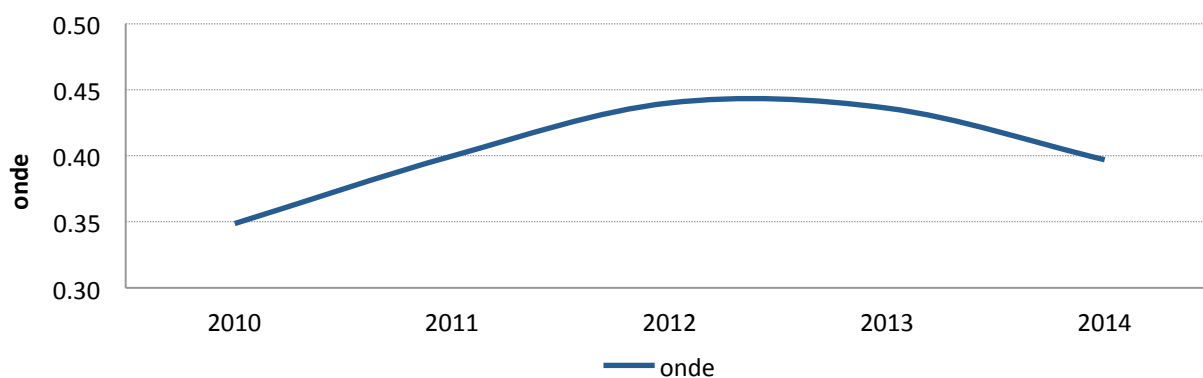


Figur 23: Driftsinntektsveksten fra 2010- 2025.

Driftsinntektsveksten fremover er forventet å bedres på kort sikt. GDP er forventet å stige i årene fremover. På grunn av den forventede leveringingen av nye skip frem mot 2018 er veksten ventet å være lav. I 2018 er det forventet at selskapene begynner å justere markedsbalansen ved å redusere kapasiteten i markedet, noe som vil resultere i høyere etterspørsel. Markedet når etter forventningene en ”peak” i 2020 hvor driftsveksten passerer 12 %. Fra 2020 vil driftsinntekts-veksten konvertere jevnt mot en årlig vekst på 6.0 % i ”stady state”.

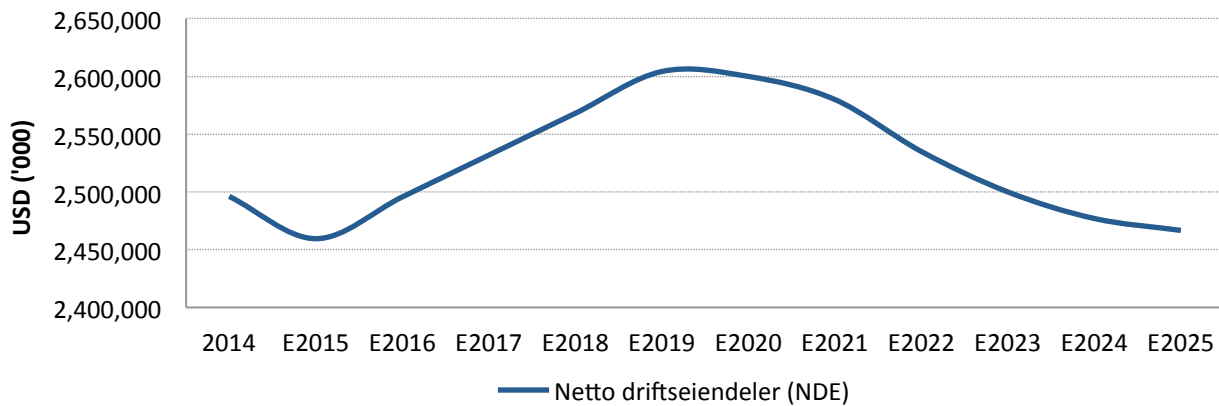
Omløpet til netto driftseiendeler, onde

Som nevnt tidligere er omløpet til netto driftseiendeler selskapets evne til å skape driftsinntekter per krone som er investert i driften. I analyseperioden har Odfjell hatt en varierende inntjening i forhold til netto driftseiendelene.



Figur 24: Omløpshastigheten til netto driftseiendeler i analyseperioden

Det forventes at Odfjell vil foreta store investeringer i driften de neste årene, da hovedsakelig nybyggingsaktiviteter og oppgraderinger av eksisterende flåte. Det er også ventet at selskapet vil investere i prosjekter som vil gjøre selskapet tilpasningsdyktig i forhold til trendene i markedet. Fra 2019 vil selskapet redusere eiendelene ved å selge unna den eldste og mest umoderne delen av flåten.

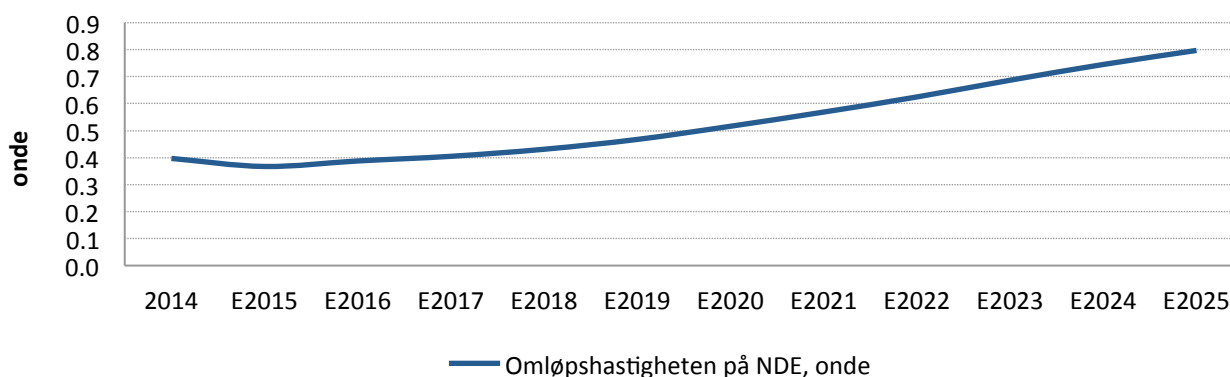


Figur 25: Endring i netto driftseiendeler i analyseperioden

Fra den strategiske analysen kom det frem at eldre skip er dyrere i drift samtidig som de er mindre effektive. Nettoskraping er noe rederiene bevisst gjør for å opprettholde balansen av tilbudet og etterspørselen i markedet. Som figur 25 viser vil NDE konvergere jevnt mot dagens nivå i ”stady state”.

Med økende driftsinntekter og reduksjon i netto driftseiendeler vil omløpshastigheten til netto driftseiendeler stige i budsjettperioden. Fra analysen av strategisk fordel i kapittel 8, kom det frem at Odfjell hadde en omløpsulempe i forhold til bransjen. Mye av grunnen til dette var Stolt-Nielsen gjennomsnittlige onde på 0.6, som var betydelig høyere enn Odfjells i samme periode.

En nyere og mer bærekraftig flåte vil øke effektiviteten. Samtidig vil trolig omstruktureringen på kostnadssiden også gi resultater i form av bedre effektivitet i driften. Mindre grad av piratvirksomhet og ekstremvær er faktorer som vil bidra til en høyere onde enn tidligere. Med store nyinvesteringene frem mot 2019 og skraping av eldre skip mot ”stady state” forutsettes det at Odfjell vil ha en økende omløpsfordel i budsjettperioden.

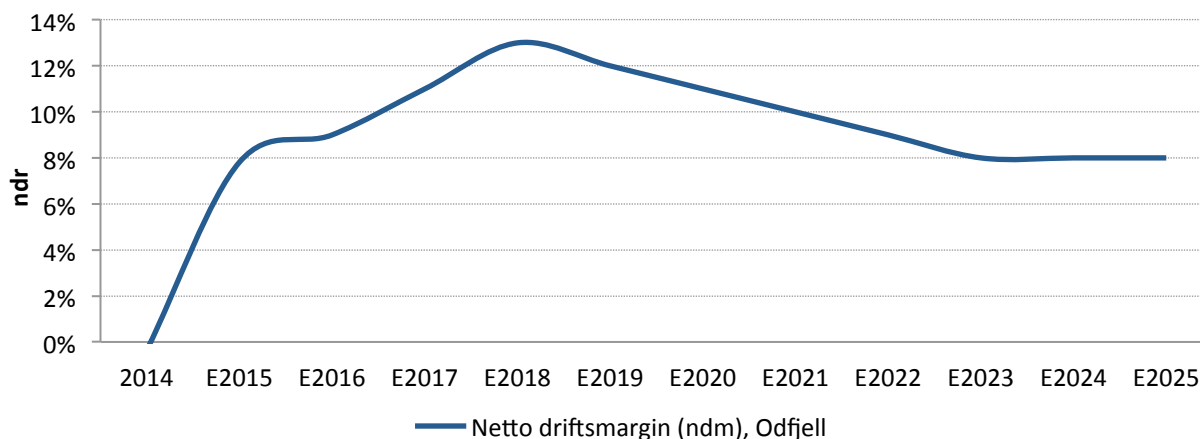


Figur 26: Omløpshastigheten til netto driftseiendeler i budsjettperioden og "stady state"

Netto driftsmargin

Netto driftsmargin sier hvor mye av driftsinntektene selskapet sitter igjen med etter at alle driftsrelaterte kostnader er trukket fra. Det høye kostnadsnivået selskapet har hatt i analyseperioden reflekteres i de svake driftsmarginene i samme periode. Bransjen hadde en gjennomsnittlig driftsmargin på 3 %, mens Stolt- Nielsen alene hadde en gjennomsnittlig margin på 7 %.

Fra Odfjells kvartalsrapporter for 2015 viste kostnadsnivået en markant positiv endring i forhold til året i forveien. "Trailingen" for 2015 viser at selskapet vil oppnå en netto driftsmargin på 7.82 % mot -0.35 % i 2014. Det er forventet at Odfjell vil fortsette å bedre driftsmarginen frem til 2018, før den vil konvergere mot bransjen 8 % i "stady state", like over bransjesnittet i analyseperioden. Samtidig er forventet at også bransjen vil få noe høyere driftsmargin i moden fase, gjennom en mer effektiv flåte.



Figur 27: Odfjells netto driftsmargin i budsjettperioden og i terminalåret 2025.

Finansiell eiendelsdel

I analyseperioden har Odfjell hatt en relativt lav andel finansielle eiendeler, med et gjennomsnitt på 7.5 %. I 2025 er det forventet at Odfjell er i ”stady state” med en finansiell eiendelsdel på 5.5 %.

Finansiell gjeldsandel

Gjennom hele analyseperioden har Odfjell hatt en høyere gjeldsgrad enn bransjen, med gjennomsnitt på 68.4% mot bransjens 65.7 %. Den høye gjeldsgraden gjorde at nettoeffekten av gearing ga Odfjell en strategisk ulempe i analyseperioden. For å redusere ulempen fra gearing, er det forventet at selskapets finansiell gjeldsandel vil reduseres gradvis mot ”stady state”. Den høye finansieringsfordelen til Odfjell er ventet å reduseres markant i budsjettperioden, grunnet en styrket kredittverdighet gjennom syntetisk rating. Fra en estimert gjeldandel på 68 % i 2015, er det forventet at denne vil reduseres jevnt til 65 % i 2025.

9.5 Fremtidig avkastningskrav

Som nevnt i kapittel 7 er avkastningskravet til totalkapitalen (WACC) det vektete gjennomsnittet av egenkapitalkravet og kravet til netto finansiell gjeld. Den fundamentale verdsettelsen er basert på dagens verdi av fremtidige kontantstrømmer, og en må derfor diskontere kontantstrømmene for å finne dagens verdi.

Fremtidige avkastningskrav er basert på at den risikofri renten vil være høyere i ”stady state” enn den har vært i analyseperioden. En stigende risikofri rente gir utslag i økende krav til egenkapitalen og netto finansiell gjeld. Det er antatt at egenkapitalandelen vil konvergerer mot 35 % i ”stady state”. Samtidig forutsettes det at det ikke vil være minoritetsinteresser i Odfjell fremover.

Tabell 46: Avkastningskravet til Odfjell i budsjettperioden og i terminalleddet.

	E2015	E2016	E2017	E2018	E2019	E2020	E2021	E2022	E2023	E2024	E2025
Krav til EK	0.072	0.075	0.077	0.078	0.079	0.082	0.083	0.083	0.081	0.084	0.084
EK/NDK	0.318	0.321	0.324	0.328	0.331	0.334	0.337	0.340	0.344	0.347	0.350
Krav til NFG	0.058	0.061	0.063	0.065	0.065	0.067	0.068	0.069	0.070	0.071	0.071
NFG/NDK	0.682	0.679	0.676	0.672	0.669	0.666	0.663	0.660	0.656	0.653	0.650
Krav til NDK	0.063	0.065	0.068	0.069	0.070	0.072	0.073	0.074	0.074	0.076	0.076

Samtidig som den økte risikofrie renten mot ”stady state” øker kravet er Odfjells kavet til netto finansielle gjeld antatt å være betraktelig lavere enn det var i analyseperioden, grunnet en styrket kredittverdighet. I budsjettperioden er det antatt at Odfjell vil ha en B- rating. Dette er hovedsakelig begrunnet gjennom en betydelig høyere netto driftsmargin.

9.6 Fundamental verdivurdering

I dette kapittelet er det så langt tatt de antagelser som trengs for å gjennomføre en fundamental verdsettelse av Odfjell. Som metode for verdsettelse har FKD- metoden blitt foretrukket. Verdien på egenkapitalen til Odfjell tilsvarer nåverdien av fremtidige kontantstrømmer fra drift, minus netto finansiell gjeld. Knivsflå (2015) uttrykker FKD- metoden ved følgende uttrykk:

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

FKD står for fri kontantstrøm fra drift, som er summen av selskapets netto driftsresultat og endring i netto driftseiendeler. Aksjeverdien som estimeres tilsvarer den gjennomsnittlige verdien av Odfjells A- og B- aksje. Historisk sett er A- aksjen prisen noe høyere enn B- aksjen siden kun A- aksjen har stemmerett. Månedlige avlesninger av aksjene fra 2010- 2015 viser at A- aksjen er priset 3,17 %⁷ høyere enn B- aksjen. Denne forskjellen anses som så minimal at jeg velger å sammenligne verdierestimatet med selskapets A- aksje per 31.12.14.

Tabell 47: Verdiestimatet på Odfjell-aksjen per 31.12.2014.

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025(T)
Fri kontantstrøm fra drift		108,226	49,626	74,987	105,71	107,89	152,195	167,917	190,107	174,30	172,05	168,297
Diskonteringsfaktor		1.06	1.13	1.21	1.29	1.38	1.48	1.59	1.71	1.83	1.97	
Nåverdi 2015-2024	869,534	101,852	43,832	62,042	81,796	78,050	102,703	105,598	111,339	95,069	87,254	
Nåverdi av terminalleddet	1,409,561											1,409,561
Nåverdi av FKD	2,279,095											
Netto finansiell gjeld	1,858,530											
Verdi egenkapital	420,565											
Antall aksjer I tusen	86,800											
Aksjeverdi USD	4.85											
USD/NOK 31.12.14	7.43											
Aksjeverdi NOK	36.00											

⁷ Kontrollpremien på A- aksjen er beregnet i Appendiks 3.

Tabell 47 viser at den fundamentale verdsettelsen gir et verdiestimat på Odfjells aksje på 36.00 NOK. Verdiestimatet tilsvarer dermed en oppside på 24,14 % i forhold til børsverdien på A-aksjen per 31.12.14, som var verdsatt til 29.00 NOK.

Det store avviket mellom verdiestimatet og børsverdien på Odfjells aksje per 31.12.14 kan indikere at markedet av ulike grunner undervurderte aksjeverdien på dette tidspunktet.

Riktignok kan det være flere usikkerhetsmomenter ved verdiestimatet fra den fundamentale verdsettelsen. Bak estimeringen av de frie kontantstrømmene fra driften er det gjort mange forutsetninger og antagelsen om Odfjell, bransjen og omgivelsene. Odfjells inntjening er som nevnt svært avhengig av utviklingen i verdensøkonomien og den industrielle produksjonen. Dersom forutsetningene som ligger til grunn i denne fundamentale verdsettelsen er for optimistisk, er dette en naturlig grunn til at verdiestimatet avviker fra børsverdien per 31.12.14.

En annen faktor som kan ha påvirket verdiestimatet er at den estimerte verdien på Odfjells netto finansielle gjeld per 31.12.14 kan være overvurdert i forhold til selskapets faktiske netto finansielle gjeld. Om dette er tilfellet ville verdien på egenkapitalen vært høyere, gitt lik kontantstrøm.

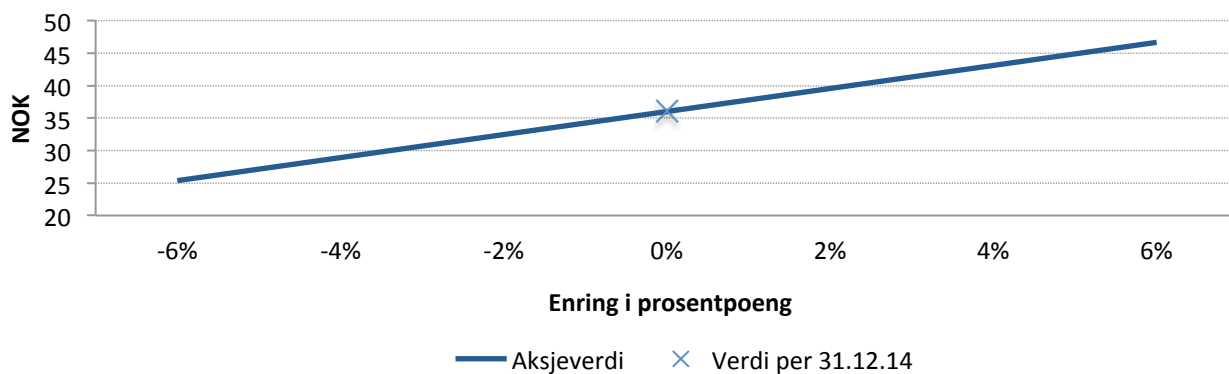
10. Sensitivitetsanalyse

Verdiestimatet fra den fundamentale verdsettelsen er basert på flere forutsetninger om utviklingen av budsjett- og verdidrivere. I følge Knivsflå (2015) er hensikten med en sensitivitetsanalyse å synliggjøre usikkerheten i verdiestimatet ved å endre kritiske budsjett- og verdidrivere. Samtidig mener Koller m.fl. (2010) at en sensitivitetsanalyse kan være til hjelp ved å belyse hvilken budsjett- og verdidrivere som bør undersøkes nærmere og/eller overvåkes.

I 10.1 og 10.2 analyseres det hvordan en endring i henholdsvis driftsinntektsveksten og driftsmarginen påvirker aksjeverdien. Det er valgt å se effekten av endringer i budsjettdriverne i budsjettperioden og terminalleddet (2025) separat. Videre ser analysen på hvordan en endring i avkastningskrav og vekstfaktor slår ut på verdiestimatet i 10.3.

10.1 Endring i driftsinntektsveksten

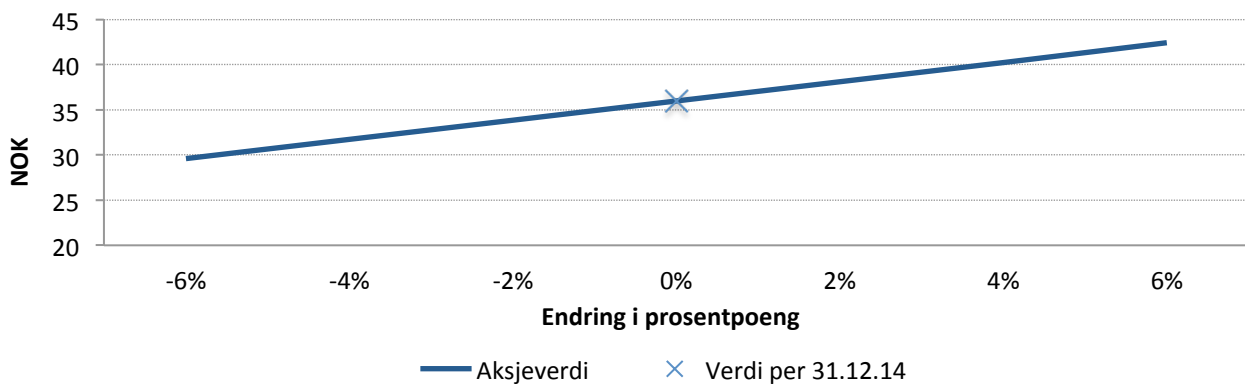
Hensikten er å vise hvordan verdiestimatet endres når driftsinntektsveksten i budsjettperioden 2015- 2024 endres med pluss-/minus 2, 4 og 6 prosentenheter.



Figur 28: Effekt på verdiestimatet ved endring i driftsinntektsveksten i budsjettperioden

Figur 28 viser at verdiestimatet er sensitiv for endringer i driftsinntektsveksten. For investorer som forventer 2 prosentpoeng lavere vekst i driftsinntektene, alt annet likt, vil aksjen verdsettes til 32,45 kroner. På lignende vis vil investorer som forventer 2 prosentpoeng høyere driftsinntektsvekst, alt annet likt, verdsette aksjen til 39,55 kroner. Veksten i driftsinntektene er svært viktig for verdien av selskapets aksje.

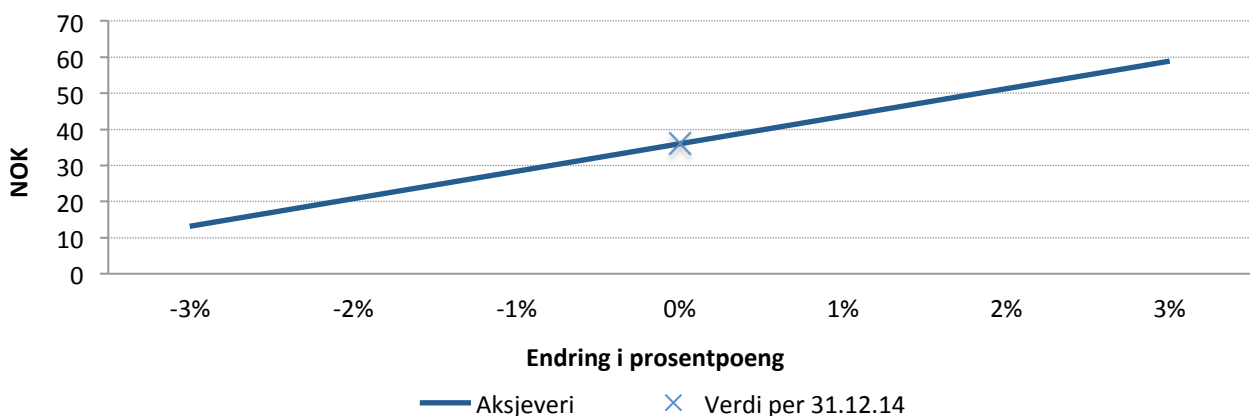
Forventet driftsinntektsvekst i terminalåret, som står for veksten i moden fase, er som vist på neste side også viktig når investorer verdsetter aksjen. Riktignok er investorene mindre opptatt av denne veksten, enn veksten i budsjettperioden. Dette kan bety at det er andre forhold enn veksten i driftsinntektene som har større betydning for investorene i terminalåret enn i budsjettperioden. Figur 29 viser at ved 4 prosentpoeng lavere forventet vekst i driftsinntektene i terminalåret vil aksjeverdien ligge på 31,72 kroner, som tilsvarer et verdifall på 4,28 kroner.



Figur 29: Effekter på verdiestimatet ved endring av driftsinntektsveksten i terminalleddet

10.2 Endring i netto driftsmargin

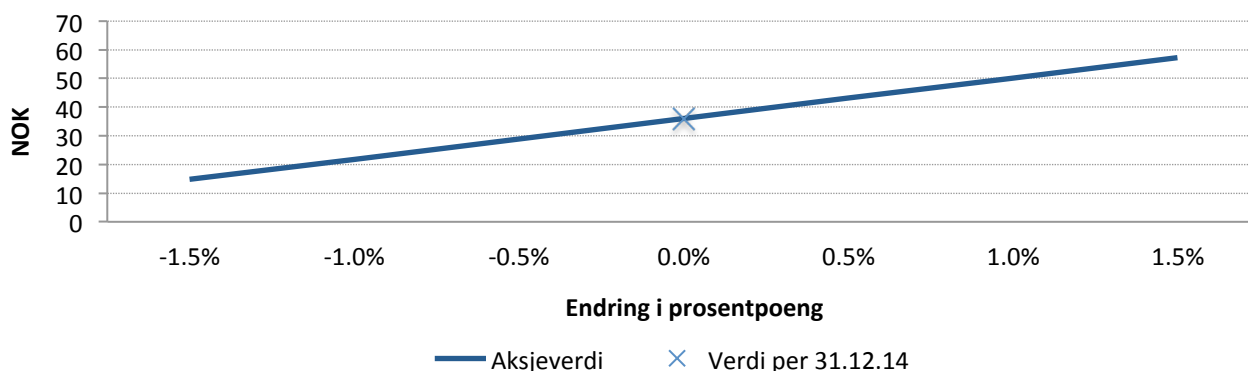
Fremtidig driftsmargin er spesielt usikker, grunnet selskapets omstrukturering. Estimeringen av fremtidig driftsmargin til Odfjell ble gjort fra et optimistisk synspunkt, og det er fortsatt knyttet noe usikkerhet til om selskapet vil etterleve disse forventningene.



Figur 30: Effekt på verdiestimatet ved en endring i netto driftsmargin i budsjettperioden

Ved at en investor forventer 2 prosentpoeng lavere netto driftsmargin i alle årene fra 2015 til

2024 vil denne verdsette aksjen til 20,71 kroner, alt annet likt. Analysen viser at aksjeverdien til Odfjell er svært sensitiv ovenfor endringer i netto driftsmargin i budsjettperioden. Fra tidligere er det påpekt at Odfjell er avhengig av en betraktelig forbedring i netto driftsmargin for at selskapets ressurser skal skape strategiske fortrinn i kjemikalietankbransjen. Det er derfor viktig at Odfjell oppnår gode marginer etter omstruktureringen, noe foreløpige tall fra 2015 viser klare tegn til.



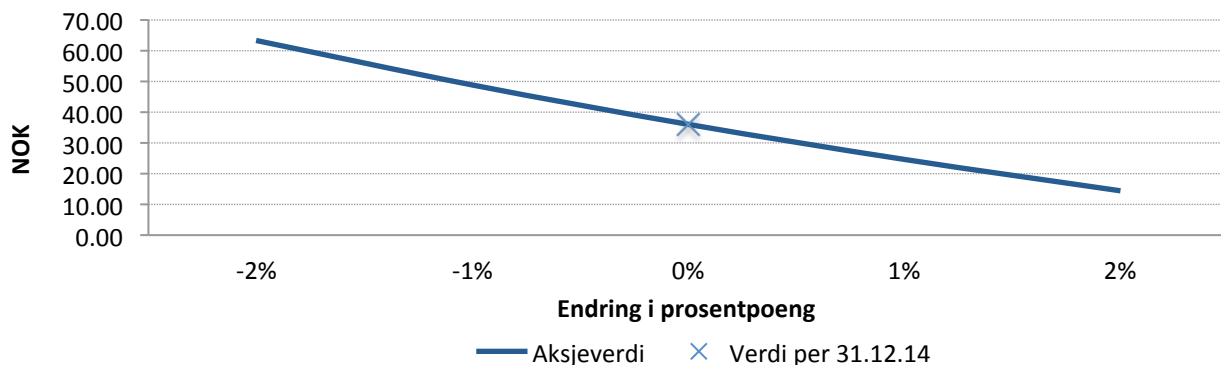
Figur 31: Effekt på verdiesestimater ved en endring i netto driftsmargin i terminalåret

Analysen av endring i netto driftsmargin i moden fase, viser at aksjeverdien er svært sensitiv for endringer i fremtidige netto driftsmarginer. For hver prosentpoeng den synker vil verdiesestimater synke med 14 kroner.

Dette indikerer at det er viktig at Odfjell legger til grunn for god kostnadskontroll i årene som kommer, for å sikre høye marginer og hindre verdifall i aksjen. En avgjørende faktor kan være at selskapet kontinuerlig benytter seg av finansielle derivater, som sikring mot ugunstige endringer i for eksempel valuta og oljepris. På denne måten vil Odfjell i mindre grad være sensitiv mot endringer som skjer utenfor selskapets kontroll.

10.3 Endring i netto driftskrav og vekstfaktor

Som nevnt tidligere er det flere faktorer som spiller inn når det kommer til Odfjells krav til netto driftskapital. Kravet består blant annet av egenkapitalkravet, som igjen ble estimert basert på den risikofrie renten, markeds risikopremie og egenkapitalbeta. Det er tilknyttet stor usikkerhet til alle disse faktorene, og spesielt de som påvirkes av makroøkonomiske forhold. Det er derfor viktig at vurderingen rundt egenkapitalkravet skjer kontinuerlig ved endringer i de overnevnte faktorene.



Figur 32: Effekten på verdiestimatet ved endring i egenkapitalkravet.

I likhet med driftsinntektsveksten, netto driftsmargin og egenkapitalkravet viser tabell 48 at netto driftskrav og vekstfaktoren også er faktorer verdiestimatet er sensitiv for. Endringen i netto driftskrav (WACC) gir utslag på endring av diskonteringsfaktoren av alle kontantstrømmene, mens endringen av vekstfaktoren kun gir effekt på terminalleddet.

Tabell 48: Effekt på verdiestimatet ved endring i WACC og vekstfaktor.

		Endring i netto driftskrav (WACC)				
		-2 %	-1 %	0 %	1 %	2 %
Endring i vekstfaktor (ndv)	1 %	89.87	74.09	59.87	47.03	35.44
	0.5 %	73.16	59.80	46.86	35.18	24.63
	0 %	61.05	47.88	36.00	25.28	15.61
	-0.5 %	49.94	37.77	26.80	16.90	7.96

Et høyere krav til netto driftskapital og en lavere langsiktig vekst i økonomien vil gjøre at verdien av aksjen vil ligge under den estimerte aksje verdien fra den fundamentale verdsettelsen.

10.4 Oppsummering av sensitivitetsanalyse

I sensitivitetsanalysen ble det avdekket at verdiestimatet fra den fundamentale verdsettelsen er svært følsom for endringer i alle de valgte budsjett- og verdidriverne. En liten endring i en av driverne fører til store endringer på verdiestimatet av Odfjell- aksjen. Driverne er alle basert på forutsetninger og antagelser som åpenbart kan avvike fra virkeligheten. Driftsinntektsveksten viser seg å ha størst betydning i budsjettperioden, mens netto driftsmargin gir størst effekt i terminalleddet.

11. Komparativ verdivurdering

Komparativ verdsettelse er i praksis den mest brukte teknikken for verdsettelse av selskaper. Som et supplement til den fundamentale verdsettelsen foretas det i dette kapittelet en komparativ verdsettelse basert på multipler. Ved komparativ verdivurdering estimeres verdien av fremtidige kontantstrømmer indirekte ved å benytte den relative prisingen av sammenlignbare selskaper.

11.1 Multiplikatoranalyse

I følge Knivsflå (2015) bør basisen som benyttes være normalisert, noe som gjør at unormale forhold holdes utenfor. Multiplene som benyttes er basert på analytikers prognoser for selskapene eller konsensus i markedet. I denne komparative analysen er det valgt å bruke fremover rettede multipler, for 2015 og 2016, fra Bloomberg. Som sammenlignbare selskaper er Stolt- Nielsen, Team Tankers og flere lignende utenlandske kjemikalietankselskaper blitt foretrukket. Av samme begrunnelse som ved den fundamentale verdsettelsen benyttes kun Odfjells A- aksje i denne komparative analysen.

I denne verdsettelsen har jeg valgt å benytte følgende tre multipler:

- P/E – Pris/ Fortjeneste, markedsverdien av egenkapitalen over resultatet.
- P/S – Pris/ Salg, markedsverdien av egenkapitalen over driftsinntektene.
- EV/EBITDA, markedsverdien av selskapet over EBITDA.

Tabell 49: Multipler fra komparative selskaper (Bloomberg).

Selskap	Ticker	Markedsverdi (tusen NOK)	P/E	P/S	EV/EBITDA
ODFJELL SE-A SHS	ODF	2328	5.03x	0.28x	7.70x
STOLT-NIELSEN LTD	SNI	7279	5.98x	0.37x	5.56x
TEAM TANKERS INTERNATIONAL LTD	TEAM	2667	8.21x	N/A	5.49x
ARDMORE SHIPPING CORP	ASC	2816	7.05x	N/A	9.55x
NAVIOS MARITIME ACQUISITION	NNA	4468	4.97x	N/A	7.61x
CAPITAL PRODUCT PARTNERS LP	CPLP	6732	11.75x	N/A	10.01x
TORM A/S	TORMA	7960	4.75x	N/A	5.46x
D'AMICO INTERNATIONAL SHIPPING	DIS	2740	6.07x	0.75x	7.01x
Gjennomsnitt =		4624	6.73x	0.47x	7.30x

P/E og P/S er basert på egenkapitalmetoden, mens EV/EBITDA er basert på totalkapitalmetoden. Under P/S betyr ”N/A” at selskapene av ulike grunner ikke er med i utvalget. For Team Tankers var ikke data tilgjengelig, mens for de resterende selskapene er multiplren fjernet på grunn av ekstreme verdier.

Tabell 50: Verdiestimat på A- aksjen ved komparativ verdsettelse.

	P/ E	P/ S	EV / EBITDA
Multiplikator	6.73x	0.47x	7.30x
Faktor	41,385	916,752	140,627
Totalkapital			1,026,551
- Netto finansiell gjeld			778,000
Egenkapital	278,373	427,963	248,551
Antall A- aksjer	65,690	65,990	65,690
Verdiestimat per aksje, USD	4.24	6.49	3.78
NOK/USD	8.6	8.6	8.6
Verdiestimat per aksje, NOK	36.44	55.77	32.54
Gjennomsnittlig verdi per aksje, NOK	41.59		

Som nevnt i kapittel 3 antar denne verdsettelsesteknikken at gjennomsnittsprisen i markedet er rett, men at enkeltelskaper er under- eller overvurdert. En komparativ verdivurdering kan gi høy verdi i forhold til den fundamentale verdivurderingen om markedet er optimistisk, og i motsatt tilfelle en lav verdi om markedet er pessimistisk.

Den komparative verdsettelsen, gitt ved P/E, P/S og EV/EBITDA, gir et gjennomsnittlig verdiestimat på Odfjells aksje på 41.6 NOK.

Det kan imidlertid være flere årsaker til at selskaper vedsettes forskjellig fra konkurrentene i markedet. Det kan være likviditetsrabatter og kontrollpremier basert på selskapenes størrelse og eierkonstellasjon, der små selskaper typisk vil være priset med rabatter i forhold til selskaper med et mer diversifisert eierskap. Hvor selskapene er i syklusen er også en faktor som kan påvirke prisingen, der f. eks nystartede selskaper har et stort nybyggingsprogram og få eksisterende skip. Slike selskaper vil gjerne være priset med høyere multipler da det forventes økt inntjening for disse selskapene i fremtiden.

Alderen på selskapenes flåte vil også være av betydning, siden selskaper med en eldre flåte vil forventes å ha store nyinvesteringskostnader i nær fremtid. I tillegg er eldre skip mindre

attraktiv i markedet og dyrere i drift. Det er dermed mange forhold som spiller inn også i en verdsettelse basert på sammenlignbare selskaper.

Den komparative verdsettelsen støtter dermed opp under verdiestimatet fra den fundamentale verdsettelsen, og indikerer at Odfjells aksje er lavt priset i forhold til konkurrentene.

11.2 Analytikernes konsensus

I følge Bloomberg er analytikerne optimistiske, og gir aksjen en konsensusverdi på 4.38, hvor 5 indikerer en sterk kjøpsanbefaling og 1 indikerer en sterk salgsanbefaling. Aksjen er gitt et 12 måneders prismål på 35 NOK per aksje. Med dagens kurs på 25.9 NOK (15.12.15) gir dette en potensiell avkastning på 35.1 %. Den mest optimistiske analytikeren er Nicolay Dyvik i DNB Markets, mens den mest pessimistiske er Jonathan Staubo i Fearnley Securities. Verdien analytikerne knytter til Odfjell- aksjen varierer fra 20 NOK til om lag 43 NOK, og tilsvarer totalt sett 6 kjøpsanbefalinger, 1 hold- anbefaling og 1 salgsanbefaling.

Tabell 51: Analytikeres 12 måneders konsensus for Odfjell A (Bloomberg).

Dato	Selskap	Anbefaling	Målpris (NOK)
20.11.2015	Norne Securities	Kjøp	40.00
13.11.2015	Swedbank	Kjøp	35.00
12.11.2015	DNB Markets	Kjøp	43.00
12.11.2015	Nordea	Kjøp	34.00
21.10.2015	Clarksons Platou Securities	Kjøp	38.46
28.08.2015	Danske Bank	Kjøp	40.00
12.11.2015	SEB Equities	Hold	23.00
06.05.2015	Fearnley Securities	Selg	20.00
Bloombergs 12 måneders konsensus			35.00

Det kan være verdt å nevne at analytikere i meglerhus kan ha incentiver til å gi anbefalinger for kjøp og salg, og ikke hold. De høye målprisene i tabell 51 kan være et resultat av meglerhusenes mangel på motivasjon til å gi hold- anbefalinger til markedet, siden denne anbefalingen oftest ikke medfører aktivitet. Til tross for oppmerksomheten rundt dette, virker det likevel som at optimismen rundt Odfjells aksjeverdi er høy.

Verdiestimatet fra analytikerne kan sies å virke fornuftig med tanke på verdiestimatet fra den fundamentale verdsettelsen.

12. Oppsummering av verdsettelse og handelsstrategi

12.1 Oppsummering

Målet med oppgaven var å estimere verdien på Odfjells A- aksje per 31.12.14 basert på fundamental verdsettelse. Basert på den fundamentale verdsettelsen er egenkapitalen til Odfjell verdsatt til USD 420 565 000, som tilsvarer 36 NOK per aksje per 31.12.14.

Fra den strategiske analysen ble Odfjells kjemikalietankflåte, tankterminaler og gode kundeforhold/merkevare påpekt som midlertidige fortrinn. Analysen av historisk lønnsomhet viste derimot at Odfjell i analyseperioden har hatt en strategisk ulempe i driften. Denne strategiske ulempen er hovedsakelig på grunn av selskapets høye kostnadsnivå og svake rentabiliteter. I estimeringen av fremtidige kontantstrømmer i denne oppgaven er det gjort en antagelse om at Odfjells omstrukturering på kostnadssiden vil gjøre strategisk ulempe om til strategisk fordel gjennom en høyere netto driftsmargin. I tillegg vil Odfjells nye propellsystem ha stor betydning på fremtidige driftsmarginer ved at drivstofforbruket potensielt reduseres med 20 %. Odfjell er ventet å ha en netto driftsmargin på om lag 8 % i moden fase, som angivelig vil være høyere enn bransjen. Samtidig er det forventet at bransjens driftsmargin også vil øke over tid, ved at de tilegner seg lignende propellsystem.

Sensitivitetsanalysen avdekker at verdiestimatet er svært følsom mot endringer i driftsinntektsveksten og netto driftsmargin. Spesielt viser analysen at Odfjells netto driftsmargin i moden fase, 2025 og forbi, i stor grad påvirker aksjekursen. Det er derfor knyttet usikkerhet til effekten av selskapets omstrukturering på sikt. I tillegg viser sensitivitetsanalysen at verdiestimatet også er følsom mot endringer i egenkapitalkrav, netto driftskrav og langsiktig vekst i økonomien (vekstfaktor). Om det eksempelvis vil oppstå en høyere risikofrie rente enn den som ble lagt til grunn for estimering av fremtidig avkastningskrav, vil dette gi lavere verdi på Odfjells egenkapital.

Som et supplement til den fundamentale verdsettelsen ble det utført en komparativ verdsettelse. Analysen baserte seg på tre multipler; P/E, P/S og EV/EBITDA, som til sammen ga et gjennomsnittlig verdiestimat på Odfjells A-aksje på 41.6 NOK. Det kan være verdt å nevne at verdiestimatet fra multiplikatoranalysen ikke nødvendigvis betyr annet enn at Odfjells aksje kan være undervurdert i forhold til konkurrentene.

12.2 Handelsstrategi

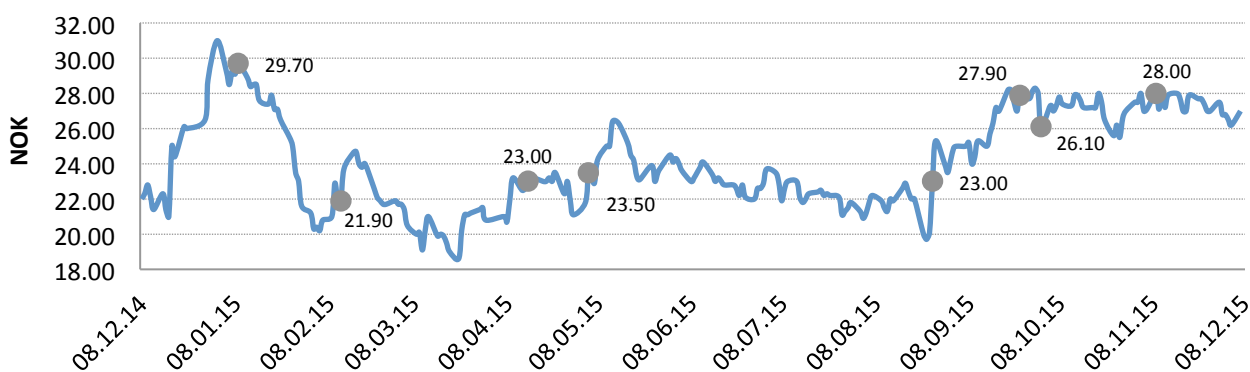
Den fundamentale verdsettelsen tilsier at Odfjells aksjeverdi er undervurdert per 31.12.14, hvor verdiestimatet overstiger børsverdi med 24,14 %. Ved en verdivurdering er det vanlig å gi en kjøpsanbefaling om verdiestimatet overstiger børsverdien med over 10 %. Fra multiplikatoranalysen kom det frem at Odfjells aksje kan være undervurdert i forhold til konkurrentene. I tillegg viser analytikernes konsensus at optimismen rundt aksjen er stor.

Med visshet om at verdiestimatet fra den fundamentale verdsettelsen per. 31.12.14 *kan* være påvirket av nyere informasjon om Odfjell og bransjen, fremskrives verdiestimatet på aksjen slik at det kan sammenlignes med dagens børsverdi (15.12.2015). Tabell 52 viser en oversikt over pressemeldinger fra Odfjell sin hjemmeside i løpet av 2015.

Tabell 52: Offentlige pressemeldinger i løpet av 2015 (Odfjell, 2015)

09-Jan	Offentliggjøring av program for kostnadskutt- og effektivitetsprogram.
12-Feb	Iverksettelse av omstrukturering.
04-Apr	Offentliggjøring av Årsrapport for 2014.
06-Mai	Positiv effekt fra kostnadskutt og forbedret resultat for 1.kvartal.
27-Aug	Beste operasjonelle kvartal siden 3.kvartal 2008.
25-Sep	Refinansiering av lån på skip og bedret likviditet (43.8 millioner dollar).
02-Okt	Nytt propellsystem med 20 % drivstoffbesparelse.
12-Nov	Forbedret resultat for Odfjell i 3. kvartal.

Av figur 33 ser vi at aksjekursen til Odfjell har svingt kraftig i perioden fra verdsettelsestidspunktet og frem til i dag. Likevel har ikke aksjekursen endret seg særlig fra 31.12.14 til i 15.12.15. Ved å sammenligne børsverdien gjennom 2015 og Odfjells pressemeldinger kan man blant annet identifisere hvordan markedet tolker informasjonen Odfjell har gått ut med.



Figur 33: Børsverdien på Odfjells A- aksje fra 15.12.14 til 15.12.15 (Oslo børs, 2015)

De overnevnte pressemeldingene fra selskapets hjemmeside, er i utgangspunktet utelukkende positive. Likevel har aksjen opplevd store svingninger i perioden. I følge Koller m.fl. (2010) vil børskursen til sykliske virksomheter ofte være langt mer volatil enn hva innsikt fra fundamentale verdsettelsesteknikker skulle tilsi. Dette indikerer at informasjonen markedet har mottatt om Odfjell ikke nødvendigvis gir synlig utslag på børsverdien, jfr. figur 33.

Under presenteres forhold som kan være årsaken til at mitt verdiestimat overgår markedets vurdering av aksjen per 31.12.14.

- I utarbeidelsen av fremtidsbudsjettet til Odfjell var effekten av omstruktureringen på kostnadssiden synlig gjennom selskapets to første kvartalsrapporter for 2015. Denne innsikten kan anses å være hovedårsaken til optimismen rundt selskapets fremtidige netto driftsmargin. Denne optimismen kan igjen være forklaringen på antagelsen om at selskapets marginulempe ville elimineres, og i løpet av budsjettperioden gi en marginfordel. I fremtidsbudsjettet er det antatt at Odfjell vil ha en betydelig høyere driftsmargin enn i analyseperioden, og i tillegg at den vil være høyere enn bransjens marginer.
- For det andre har Odfjell i løpet av 2015 offentliggjort og implementert et nytt propellsystem, som definitivt er med å styrke flåten som en strategisk ressurs. Det nye propellsystemet setter Odfjell i en ledende posisjon innen effektivitetsforbedrende og miljøsparende innovasjon. Propellsystemet kutter i tillegg drivstoffkostnadene med, i beste fall, om lag 20 %. Denne innovasjonen har blant annet ført til at det har vært knyttet stor optimisme til Odfjells *onde* i budsjettperioden. Dermed er det antatt at Odfjells ressursfordel også vil oppstå ved omløpsfordeler for perioden. Over tid er det rimelig å anta at konkurrentene vil tilegne seg samme ressurs, blant annet på grunnnet de strenge reguleringene i bransjen.

Innsikten som er nevnt over anses som svært vesentlig når det kommer til Odfjells fremtidige kontantstrømmer. Til tross for at børsverdien ikke har endret seg mye fra 31.12.15 til 15.12.15 anses det som fornuftig å framskrive verdien til i dag, 15. desember 2015.

Gitt at det ikke betales utbytte for 2015, kan verdiestimatet fra den fundamentale verdsettelsen i følge Knivsflå (2015) framskrives på følgende måte:

$$\text{Verdiestimat}_{0+N} = (1 + \text{ekk}_1)^{\frac{N}{12}} * \text{Verdiestimat}_0$$

der,

N = antall måneder som framskrives

ekk_1 = avkastningskrav på egenkapitalen første år i budsjettperioden

$$\text{Verdiestimat}_{15.12.15} = (1 + 0,072)^{\frac{11,5}{12}} * 36.00 \text{ NOK} = 38.5 \text{ NOK}$$

Det framskrevne verdiestimatet for Odfjells aksje per 15.12.15 tilsier dermed et verdiestimat på 38.5 NOK. Sammenlignes det framskrevne verdiestimatet med dagens børsverdi på 25.9 NOK, gir dette en oppside på 48,6 %.

Endelig konklusjon:

*Den endelige konklusjonen er at Odfjell- aksjen synes å være undervurdert per 31. desember 2014, noe som gir grunnlag for en kjøpsanbefaling av aksjen på dette tidspunktet. Etter dagens kurs har ikke børsverdien endret seg stort siden utgangen av 2014. Analysene i denne oppgaven tilsier at aksjen til Odfjell også per 15. desember 2015 virker å være undervurdert. Min endelige kommentar er dermed at det kan være fornuftig å **kjøre** Odfjells aksje per 15.12.15.*

Referanser

Bøker

Dahl, G.A., Hansen, T., Hoff, R., Kinserdal, A. 1997. *Verdsettelse i teori og praksis*. 1. utgave. Cappelen Akademiske Forlag AS, Oslo.

Damodaran, A., 2012. *Investment Valuation – Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*. 3 edition. New Jersey: John Wiley & Sons

Hill, Charles W.L and Gareth R. Jones. 2004. *Strategic Management Theory: An Integrated Approach*. 6th edition. Houghton Mifflin Company.

Johnson, Gerry, Kevan Scholes and Richard Whittingham. 2005. *Exploring Corporate Strategy*. 5th edition. Prentice Hall.

Kaldestad, Yngve og Bjarne Møller. 2011. *Verdivurdering – Teoretiske modeller og praktiske teknikker for å verdsette selskaper*. 1 red. Oslo/Bergen: DnR Kompetanse AS

Koller, Tim., Goedhart, Marc. and Wessels, David. 2010. *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*. Fifth edition. New Jersey: John Wiley & Sons, McKinsey & Company.

Penman, S. H., 2013. *Financial Statement Analysis and Security Valuation*. 5th edition. Hampshire Cengage Learning.

Roos, G., von Krogh, G., Roos, J. & Boldt- Christmas, L., 2010. *Strategi: En innføring*. 5 utg. Bergen: Fagbokforlaget.

Forelesningsnotat

Knivsflå, K. H., 2015. BUS440 – *Rekneskapsanalyse og Verdivurdering*. Bergen: NHH

Års- og kvartalsrapporter

Odfjell: *Årsrapport 2009- 2014*

Kvartalsrapport Q3 2014, Q4 2014, Q1 2015 og Q2 2015.

Eitzen/ Team: *Årsrapport 2009- 2014*

Stolt- Nielsen: *Årsrapport 2009- 2014*

Nettsider/ Aviser

- Aftenposten, 2014. *Mindre piratvirksomhet, men trusselen er ikke borte* (Internett)
Funnet på: http://www.aftenposten.no/nyheter/uriks/Mindre-piratvirksomhet_-men-trusselen-er-ikke-er-borte-7437250.html
(Funnet 14. september 2015)
- Barchart, 2015. *Energies future prices*. (Internett)
<http://www.barchart.com/commodityfutures/Energies>
(funnet 24. november 2015)
- Bergens Tidende, 2003. *Tapte 600 millioner på to dager*. (Internett)
Funnet på: <http://www.bt.no/na24/Tapte-600-millioner-pa-to-dager-2438243.html>
(Funnet 16. september 2015)
- Bergens Tidene, 2015a. *Hver tredje må gå i Odfjell*. (Internett)
Funnet på: <http://www.bt.no/nyheter/okonomi/Hver-tredje-ma-ga-i-Odfjell-3277839.html>
(Funnet 14. september 2015)
- Bergens Tidene, 2015b. *Odfjell oppgraderer 19 kjemikalietankere: Til topps på energiskala*
Papirutgaven, lørdag 3. Oktober 2015.
- Dagens Næringsliv, 2015(a). *Fra gjeld til aksjer* (Internett)
Funnet på: <http://www.dn.no/nyheter/finans/2015/01/28/2155/Shipping/fra-gjeld-til-aksjer>
(Funnet 16. september 2015)
- Dagens Næringsliv, 2015(b). *Bank spår oljepris ned i 20 dollar fatet*. (Internett)
Funnet på: <http://www.dn.no/nyheter/finans/2015/09/11/1924/Uro-i-markedene/bank-spr-oljepris-ned-i-20-dollar-fatet>
(Funnet 14. september 2015)
- Global Rates, 2015. *USD LIBOR interest rate - US Dollar LIBOR*. (Internett)
Funnet på: <http://www.global-rates.com/interest-rates/libor/american-dollar/american-dollar.aspx>
(Funnet 8. desember 2015)
- EnerWE, 2015. *OPEC- varsel om stø oljekurs*. (Internett)
Funnet på: <http://www.enerwe.no/okonomi-og-finans/opec-varsel-om-sto-oljekurs/>
(Funnet 5. november 2015)
- Euroinvestor, 2014. *Historiske data Brent Oil*. (Internett)
Funnet på: <http://www.euroinvestor.no/boerser/gtis-energy/brent-oil/2327059>
(Funnet 14. september 2015)
- Finans Norge, 2015. *Nibor*. (Internett)
Funnet på: <https://www.fno.no/tema/kapitalforvaltning/nibor/>
(Funnet 8. september 2015)

-
- Hegnar, 2015. *Lurer du på hva LIBOR er?* (Internett)
<http://www.hegnar.no/okonomi/rente/artikkel405005.ece>
(Funnet 13. september 2015)
- IMO, 2015. International Maritime Organization: *Carrige of chemicals by ship*. (Internett)
Funnet på:
<http://www.imo.org/en/OurWork/Environment/PollutionPrevention/ChemicalPollution/Pages/Default.aspx>
(Funnet 16. september 2015)
- Magma, 2015. *Forventer stabil risikopremie i 2015*. (Internett)
Funnet på: <http://www.magma.no/forventer-stabil-risikopremie-i-2015>
(Funnet 30. oktober 2015)
- Maritime, 2015. *Odfjell godt i rute med nedskjæringene*. (Internett)
Funnet på: <http://www.maritime.no/marked/odfjell-godt-i-rute-med-nedskjaeringene/>
(Funnet 2. november 2015)
- Nettavisen, 25.11.13. *Saksøker Odfjell og Stolt- Nielsen*. (Internett)
Funnet på: <http://www.nettavisen.no/nyheter/saksker-odfjell-og-stolt-nielsen/1879611.html>
(Funnet 16. september 2015)
- OECD, 2015. *Economic Outlook No.97 – June 2015: Economic Outlook*. (Internett)
Funnet på: <https://stats.oecd.org/index.aspx?queryid=51396>
(Funnet 14. september 2015)
- Professional Academy, 2015. *Marketing Theories – PESTEL analysis*. (Internett)
Funnet på : <http://www.professionalacademy.com/blogs-and-advice/marketing-theories---pestel-analysis>.
(Funnet 14. september 2015)
- PESTLE analysis, 2015. *What is PESTLE analysis- A tool for Business Analysis*. (Internett)
Funnet på: <http://pestleanalysis.com/what-is-pestle-analysis/>
(Funnet 14. september 2015)
- Rocky Mountain Institute, 2015. *Efficiency Technologies set sail in Maritime Shipping Industry*. (Internett)
Funnet på:
http://blog.rmi.org/blog_2015_06_16_efficiency_technologies_ready_to_set_sail
(Funnet 15. september 2015)
- Standard & Poor's, 2015, *Understanding ratings*. (Internett)
Funnet på: http://www.spratings.com/en_US/understanding-ratings#firstPage
(Funnet 20. september 2015)
- The Economist, 2015. *Global population forecast*. (Internett)
Funnet på: <http://www.economist.com/blogs/graphicdetail/2015/08/daily-chart-growth-areas>
(Funnet 15. september 2015)

Andre rapporter/dokumenter

Damodaran, 2015. *Levered and Unlevered Betas by Industry* (Europe). (xlsx)

Funnet på: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>
(Funnet 9. September 2015)

EY, 2013. *Nyhetsbrev regnskap*. (pdf.)

Funnet på:
[http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/Nyhetsbrev_regnskap_oktober_2013./\\$FILE/Fagavd_regnskap_nyhetsbrev_oktober_linked_k19-30-10okt.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/Nyhetsbrev_regnskap_oktober_2013./$FILE/Fagavd_regnskap_nyhetsbrev_oktober_linked_k19-30-10okt.pdf)
(Funnet 26. september 2015)

Global Chemical Outlook, 2012. *Towards Sound Management of Chemicals*. (pdf.)

Funnet på:
http://www.unep.org/pdf/GCO_Synthesis%20Report_CBDTIE_UNEP_September5_2012.pdf
(Funnet 16. september 2015)

Norges Rederiforbund, 2015. *Krevende farvann*. (pdf.)

Funnet på: <https://www.rederi.no/rapporter/>
(Funnet 10. september 2015)

OCED- FAO, 2015. *Agricultural Outlook 2015*, OCED Publishing, Paris. (pdf.)

Funnet på: http://dx.doi.org/10.1787/agr_outlook-2015-en.
(Funnet 15. september 2015)

Oxford Economics, 2012. *Global Industry Forecast* (pdf.)

Funnet på: <http://www.oxfordeconomics.com/media/default/forecasting-and-modeling/industries/briefings-and-outlook/global-industry-forecasts/global-industry-forecasts-sample.pdf>
(Funnet 14. september 2015)

PwC, 2014. *Risikopremien i det norske markedet* (pdf.)

Funnet på:
<https://www.pwc.no/no/publikasjoner/deals/risikopremieundersokelse2014.pdf>
(Funnet 20. september 2015)

PwC, 2015. *Choosing your course – Corporate taxation of the shipping industry around the globe*. (pdf.)

Funnet på: <https://www.pwc.com/gx/en/transportation-logistics/publications/assets/pwc-choosing-your-course.pdf>
(Funnet 14. september 2015)

UNCTAD, 2014. *Review of Maritime Transport 2014*. (pdf.)

Funnet på: http://unctad.org/en/PublicationsLibrary/rmt2014_en.pdf
(Funnet 14. september 2015)

Appendiks

Appendiks 1: Dekomponering av finansieringsfordelen til Odfjell

Finansieringsfordel finansiell gjeld, FFFG

Finansieringsfordelen tilknyttet finansiell gjeld uttrykkes etter Knivsflå (2015) ved følgende uttrykk.

$$FFFG = (fgk - fgr) \times fgg$$

der,

$$fgr \text{ (etter skatt)} = NFK/FG$$

fgk = kravet til finansiell gjeld (fra kapittel 7)

fgg = finansiell gjeldsgrad

	2014	2013	2012	2011	2010	Snitt
Finansielt gjeldskrav, fgk	0.09124	0.09160	0.09398	0.06074	0.09707	0.08692
Finansiell gjeldsrente, fgr	0.02597	0.03262	0.03424	0.02401	0.02042	0.02745
Finansiell gjeldsrentefordel	0.06527	0.05898	0.05973	0.03672	0.07665	0.05947
Gearing finansiell gjeld, fgg	2.78379	2.35246	2.00602	2.38904	2.65919	2.43810
Finansieringsfordel FG	0.18170	0.13875	0.11982	0.08774	0.20384	0.14637

Finansieringsfordel finansielle eiendeler, FFFE

Finansieringsfordelen på de finansielle eiendelene er beregnes implisitt ved å trekke finansieringsfordelen på finansiell gjeld fra finansieringsfordelen på netto finansiell gjeld.

	2014	2013	2012	2011	2010	Snitt
Finansieringsfordel FF, FFNFG	0.1892	0.1476	0.1275	0.0973	0.2128	0.1549
- Finansieringsfordel FG	0.1817	0.1387	0.1198	0.0877	0.2038	0.1464
= Finansieringsfordel FE	0.0075	0.0089	0.0077	0.0096	0.0089	0.0085

Appendiks 2. Omgrupperte tall for Stolt- Nielsen og Eitzen/ Team

2.1 Omgruppert resultatregnskap og balanse for Stolt Nielsen

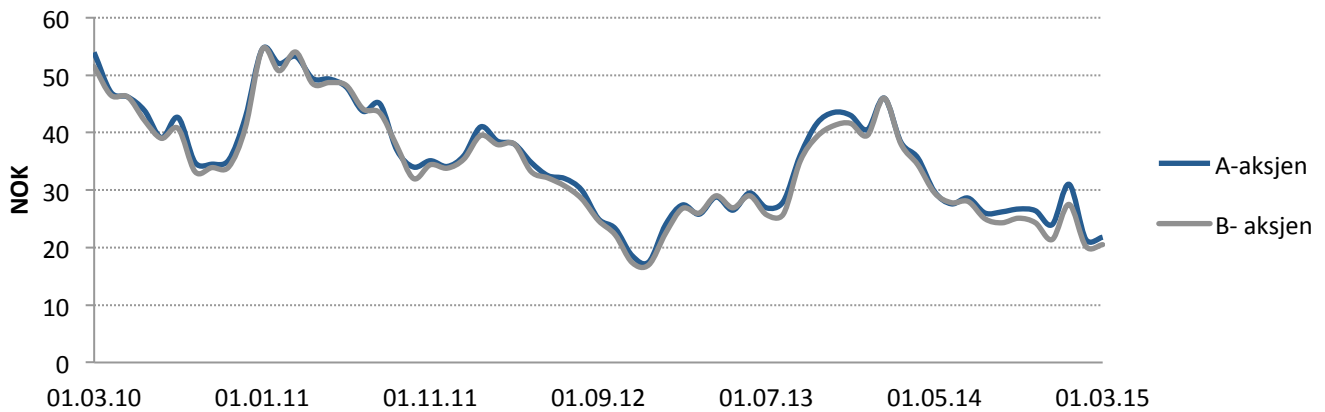
Omgruppert resultat for Stolt- Nielsen	2014	2013	2012	2011	2010	2009
Driftsinntekter	2,130,685	2,114,757	2,075,700	2,032,110	1,797,425	1,646,408
- Driftskostnader	2,006,564	1,985,542	1,967,842	1,904,226	1,668,450	1,542,301
= Driftsresultat fra egen virksomhet	124,121	129,215	107,858	127,884	128,975	104,107
- Driftsrelatert skattekostnad	13,653	14,214	11,864	14,067	14,187	11,452
= Netto driftsresultat fra egen virksomhet	110,468	115,001	95,994	113,817	114,788	92,655
+ Nettoresultat fra driftstilknyttede virksomheter	42,459	31,812	16,989	22,507	24,710	19,748
= Netto driftsresultat	152,927	146,813	112,983	136,324	139,498	112,403
+ Netto finansinntekt	2,048	3,326	3,603	3,756	3,013	4,595
= Netto resultat til sysselsatt kapital	154,974	150,140	116,586	140,079	142,510	116,998
- Netto finanskostnad	69,183	62,744	66,653	42,125	52,948	22,673
= Nettoresultat til egenkapital	85,791	87,396	49,933	97,954	89,563	94,325
+ Unormalt netto driftsresultat	-29,631	20,990	-20,585	-9,787	-18,236	-14,427
+ Unormalt netto finansresultat	-67,658	16,662	-20,084	-6,372	-22,929	148,007
= Fullstendig nettoresultat til egenkapitalen	-11,498	125,048	9,264	81,795	48,398	227,905
Omgruppert balanse for Stolt- Nielsen	2014	2013	2012	2011	2010	2009
Netto driftsrelaterte anleggsmidler (NAM)	3,357,412	3,375,754	3,205,848	3,069,391	2,490,175	2,824,452
Driftsrelatert arbeidskapital (DAK)	-14,537	-20,439	-19,737	-14,549	57,853	-25,280
NETTO DRIFTSEIENDELER (NDE)	3,342,875	3,355,315	3,186,111	3,054,842	2,548,028	2,799,172
Egenkapital (EK)	1,454,238	1,567,845	1,467,351	1,533,684	1,561,847	1,542,549
Netto finansiell gjeld (NFG)	1,888,637	1,787,470	1,718,760	1,521,158	986,181	1,256,623
NETTO DRIFTSKAPITAL (NDK)	3,342,875	3,355,315	3,186,111	3,054,842	2,548,028	2,799,172

2.2 Omgruppert resultatregnskap og balanse for Eitzen /Team

Omgruppert resultat for Eitzen/ Team	2014	2013	2012	2011	2010	2009
Driftsinntekter	348,594	380,603	403,181	431,693	379,416	400,055
- Driftskostnader	381,387	392,569	434,447	483,679	436,148	449,892
= Driftsresultat fra egen virksomhet	-32,793	-11,966	-31,266	-51,986	-56,732	-49,837
- Driftsrelatert skattekostnad	-656	-239	-625	-1,040	-1,135	-997
= Netto driftsresultat	-32,137	-11,727	-30,641	-50,946	-55,597	-48,840
+ Netto finansinntekt	9	9	79	390	567	1,009
= Netto resultat til sysselsatt kapital	-32,129	-11,717	-30,562	-50,557	-55,031	-47,831
- Netto finanskostnad	64,170	42,258	34,292	31,889	32,430	34,860
= Nettoresultat til egenkapital	-96,298	-53,975	-64,854	-82,445	-87,460	-82,692
+ Unormalt netto driftsresultat	-76,471	-17,980	-81,189	-62,419	-658	-424
+ Unormalt netto finansresultat	-15,897	-2,813	9,752	-12,153	-26,261	-30,794
= Fullstendig nettoresultat til egenkapitalen	-188,666	-74,768	-136,291	-157,017	-114,379	-113,910

Omgruppert balanse for Eitzen/ Team	2014	2013	2012	2011	2010	2009
Netto driftsrelaterte anleggsmidler (NAM)	579,775	767,462	861,951	996,994	1,151,229	1,228,226
Driftsrelatert arbeidskapital (DAK)	-8,572	21,223	10,564	13,485	7,839	6,594
NETTO DRIFTSEIENDELER (NDE)	571,203	788,685	872,515	1,010,479	1,159,068	1,234,820
Egenkapital (EK)	-295,421	-106,754	-32,144	104,146	205,435	319,195
Netto finansiell gjeld (NFG)	866,624	895,439	904,659	906,333	953,633	915,625
NETTO DRIFTSKAPITAL (NDK)	571,203	788,685	872,515	1,010,479	1,159,068	1,234,820

Appendiks 3. Kontrollpremien mellom A- og B- aksjen.



Dato	A-aksjen	B-aksjen	Premie	Dato	A-aksjen	B-aksjen	Premie
01.03.10	54	51.5	4.85%	01.10.12	23.3	22.2	4.95%
01.04.10	47	46.5	1.08%	01.11.12	18.6	17.4	6.90%
01.05.10	46.2	46.2	0.00%	01.12.12	17.5	17	2.94%
01.06.10	43.8	42.1	4.04%	01.01.13	24	22.5	6.67%
01.07.10	39.1	39	0.26%	01.02.13	27.4	26.8	2.24%
01.08.10	42.6	40.7	4.67%	01.03.13	25.8	26	-0.77%
01.09.10	34.8	33.2	4.82%	01.04.13	28.8	29	-0.69%
01.10.10	34.5	33.9	1.77%	01.05.13	26.5	26.9	-1.49%
01.11.10	35.2	34	3.53%	01.06.13	29.5	29	1.72%
01.12.10	42.7	40.9	4.40%	01.07.13	26.9	25.7	4.67%
01.01.11	54.5	54.5	0.00%	01.08.13	28	25.8	8.53%
01.02.11	52	50.75	2.46%	01.09.13	36	35	2.86%
01.03.11	53.25	54	-1.39%	01.10.13	41.6	39.3	5.85%
01.04.11	49.4	48.5	1.86%	01.11.13	43.5	41.2	5.58%
01.05.11	49.3	48.7	1.23%	01.12.13	43	41.6	3.37%
01.06.11	47.9	48.2	-0.62%	01.01.14	40.5	39.5	2.53%
01.07.11	43.7	44.1	-0.91%	01.02.14	46	46	0.00%
01.08.11	45	43.4	3.69%	01.03.14	38.3	38	0.79%
01.09.11	37	37.7	-1.86%	01.04.14	35.6	34.4	3.49%
01.10.11	34	32	6.25%	01.05.14	29.7	29.5	0.68%
01.11.11	35.1	34.4	2.03%	01.06.14	27.6	27.8	-0.72%
01.12.11	34.1	33.8	0.89%	01.07.14	28.6	28	2.14%
01.01.12	36	35.4	1.69%	01.08.14	26	25	4.00%
01.02.12	41	39.5	3.80%	01.09.14	26.2	24.3	7.82%
01.03.12	38.5	37.9	1.58%	01.10.14	26.7	25.1	6.37%
01.04.12	38	38	0.00%	01.11.14	26.4	24.3	8.64%
01.05.12	34.8	33.2	4.82%	01.12.14	24	21.4	12.15%
01.06.12	32.5	32.1	1.25%	01.01.15	31	27.5	12.73%
01.07.12	32	30.7	4.23%	01.02.15	21.4	20.2	5.94%
01.08.12	30	28.5	5.26%	01.03.15	21.8	20.5	6.34%
01.09.12	25	24.7	1.21%			Sum	3.17%

Appendiks 4. Forkortelsesregister

AFR = annet fullstendig resultat	LDG = langsiktig driftsrelatert gjeld
arpu = average return per unit (DI/skip)	LFG = langsiktig finansiell gjeld
β_{NDK} = beta til netto driftskapital	lg 1 = likviditetsgrad 1
β_{NFG} = beta til netto finansiell gjeld	lg 2 = likviditetsgrad 2
β_{EK} = egenkapitalbeta	likv = likviditetspremie
β_{FE} = beta på finansiell eiendeler	MF = marginfordel
β_{KON} = beta på kontanter	MI = minoritetsinteresser
β_{FOR} = beta på fordringer	MM = Miller og Modigliani
β_{INV} = beta på investeringer	mrd = markedsrisikodelen
β_B = bransjebeta	mrp = markedets risikopremie
β_{Marked} = benchmarkbeta (lik 1)	NAM = netto driftsrelaterte anleggsmidler
CAMP = Capital Asset Pricing Model	NDK = netto driftskapital
BDF = bransjefordel drift	ndk = netto driftskrav (WACC)
DAM = driftsrelaterte anleggsmidler	ndk _B = netto driftskrav, bransjen
DAK = driftsrelatert arbeidskapital	ndm = netto driftsmargin
DF = driftsfordel	ndm _B = netto driftsmargin bransjen
DG = driftsrelatert gjeld	NDR = netto driftsresultat
DI = driftsinntekter	ndr = netto driftsrentabilitet
DK = driftskostnader	ndr _B = netto driftsrentabilitet bransjen
DOM = driftsrelaterte omløpsmidler	ndss = normalisert driftsskattesats
DR = driftsresultat	mir = minoritetsresultat
DSP = dirty surplus	NFG = netto finansiell gjeld (FG-FE)
dss = driftsskattesatsen	nfgg = netto finansiell gjeldsgrad
dwt = dødvekttonn	nfgk = netto finansielt gjeldskrav
EK = egenkapital	NFI = netto finansinntekt
ekr = egenkapitalrentabilitet	NFK = netto finanskostnad
ekk = egenkapitalkrav	NOK = norske kroner
FAM = finansielle anleggsmidler	OF = omløpsfordel
FE = finansielle eiendeler	onde = omløpshastigheten på netto driftseiendeler
fek = finansielt eiendelskrav	rdg = rentedekningsgrad
FF = finansieringsfordel	RFD = ressursfordel drift
FG = finansiell gjeld	r _f = risikofri rente
fgk = finansielt gjeldskrav	r _m = markedets meravkastning
FI = finansinntekt	S = skatt
FK = finanskostnad	SF = strategisk fordel
FNR = fullstendig nettoresultat	SFD = strategisk fordel drift
FOM = finansielle omløpsmidler	SSK = sysselsatt kapital
FOR = fordringer	TK = totalkapital
fss = finansskattesatsen	T = trailing
GFD = gearingfordel drift	UDR = unormalt driftsresultat
KDG = kortsiktig driftsrelatert gjeld	UFR = unormalt finansresultat
KFG = kortsiktig finansiell gjeld	USD = amerikanske dollar
KON = kontanter	WACC = Weighted Average Cost of Capital
OSEAX = Oslo Børs All Share Index	ÅRE = årsresultat
INV = investeringer	
krp = kredittrisikopremie	