



# Verdivurdering av Wilson ASA



**Mads Åke Sjøberg**

**Veileder: Gunnar Stensland**

Masterutredning, Finansiell Økonomi

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.

## Forord

Masteroppgaven ved Norges Handelshøgskole (NHH) er en obligatorisk del av masterstudiet i økonomi og administrasjon. Oppgaven teller 30 studiepoeng, og skrives høstsemesteret 2015.

Valg av emne for masteroppgaven er tatt i utgangspunkt i min hovedprofil, finansiell økonomi. Det viktige er at det skal være mulig å gjøre forskning om emnet, og å finne vitenskapelig relevant teori på området.

Gjennom studietiden har jeg fordypet meg innen finans og makroøkonomi, samtidig som jeg har hatt en interesse for verdsettelse og analyse av selskap. Masteroppgaven er en kombinasjon av finans, økonomisk styring og strategi. Ved å foreta en verdsettelse fikk jeg praktisert den teoretiske kunnskapen jeg har opparbeidet meg gjennom studietiden.

Etter grundig vurdering av ulike selskap å verdsette, falt valget på Wilson ASA. Jeg valgte dette selskapet da det ikke hadde blitt verdivurdert tidligere av studenter ved NHH, samtidig som jeg hadde et ønske om å lære mer om shippingbransjen.

Arbeidet med masteroppgaven har vært utfordrende, spennende og lærerikt. Jeg vil rette en stor takk til professor Gunnar Stensland for gode råd og hjelp med oppgaven.

Bergen, høsten 2015.

Mads Åke Sjøberg

---

## Sammendrag

Hensikten med denne oppgaven er å estimere markedsverdien på selskapet Wilson ASA og dets aksjepris pr. 31.12.14. Oppgavens endelige resultat er beregnet hovedsakelig på bakgrunn av en fundamental verdsettelsesmodell, samt med støtte fra en balansebasert- og en komparativ verdsettelse.

Oppgaven starter med en presentasjon av Wilson ASA og shippingbransjen for å gi leseren en grunnleggende forståelse av selskapets historie, oppbygging og gjeldende situasjon. Videre blir mitt valg av metode og verdsettelsesteknikk presentert og begrunnet.

Oppgaven tar for seg både analyse av Wilson strategiske- og regnskapsmessige situasjon. Dette er for å styrke oppgavens kvalitet og representativitet. Ved den strategisk analysen gjennomføres en analysering av selskapets mikro- og makroomgivelser ved bruk av en ekstern og intern analyse. De eksterne analyseresultatene viste tegn til en langsiktig bedring i Wilsons lønnsomhet til tross for et tilbudsoverskudd og økte politiske kostnader. Den interne analysen viste tegn til to konkurransefordeler, selskapets omdømme og allianseomfang. Samtidig var selskapets styrker og muligheter knyttet til dets behovskontrakter og potensielle inntjeningsmuligheter ved en effektivisering av flåten. Fra regnskapsanalysen framsto Wilson ASA som mindre likvid og solid i forhold til bransjegjennomsnittet. Til tross for dette fremstår selskapet som lønnsomt, men med en noe lav rentedekningsgrad grunnet lav likviditet. Med utgangspunkt i analyseresultatene og tilgjengelige markedspregninger estimeres forventningene til selskapets fremtidige kontantstrøm, som deretter ble utarbeidet til et fremtidsregnskap.

I forbindelse med den fundamentale verdsettelsen ble selskapets totalavkastningskrav beregnet ved bruk av kapitalverdimodellen og WACC. Den balansebaserte verdsettelsen er gjort på bakgrunn av gjeldende markedssatser i næringslivet og selskapets avkastningskrav, mens den komparative verdsettelsen er gjort ved bruk av multiplikatorene P/B og P/E.

Gjennom å vekte de ulike verdsettelsesresultatene anslås en markedsverdi for Wilson ASA på **820,3** millioner kroner. Dette tilsvarer en aksjepris på **19,43** kroner. Som tilleggsmateriale foretas en sensitivitetsanalyse hvor det sees på hvordan endringer i eksterne makroøkonomiske faktorer påvirker selskapets framtidige resultat før skatt. Analysen viser at små endringer i markedsfaktorene påvirker selskapets verdi betraktelig.

## Innholdsfortegnelse

<b>FORORD</b> .....	<b>2</b>
<b>SAMMENDRAG</b> .....	<b>3</b>
<b>1 INNLEDNING</b> .....	<b>10</b>
1.1 OPPGAVENS AKTUALITET OG MOTIVASJON .....	10
1.2 PROBLEMSTILLING OG AVGRENSNING .....	10
1.3 OPPGAVENS FORMÅL.....	11
1.4 VIDERE OPPBYGGING AV OPPGAVEN .....	11
<b>2 WILSON ASA OG SHIPPINGBRANSJEN</b> .....	<b>12</b>
2.1 WILSON ASA .....	12
2.1.1 <i>Forretningside og strategi</i> .....	12
2.1.2 <i>Finansiering og kapitalstruktur</i> .....	13
2.1.3 <i>Selskapsstruktur</i> .....	13
2.1.4 <i>Eierstyring og strategi</i> .....	14
2.1.5 <i>Aksjonærforhold og kursutvikling</i> .....	14
2.1.5.1 Likviditet .....	16
2.1.6 <i>Flåte, skipsdrift og kontraktsdekning</i> .....	17
2.2 SHIPPINGBRANSJEN .....	18
2.3 TØRRBULKMARKEDET .....	19
2.3.1 <i>Baltic Dry Indeksen</i> .....	19
2.3.2 <i>Markedets utvikling</i> .....	19
2.3.2.1 <i>Etterspørselssiden</i> .....	20
2.3.2.2 <i>Tilbudssiden</i> .....	20
<b>3 METODE</b> .....	<b>22</b>
3.1 VITENSKAPELIG STÅSTED OG BEGRUNNELSE FOR VALG AV DESIGN .....	22
3.2 DATAINNHEMTNINGSDEKNIKK .....	22
3.3 VALG AV METODE .....	23
3.4 OPPGAVENS VALIDITET OG RELIABILITET.....	23
<b>4 RELEVANTE TEORIER</b> .....	<b>24</b>
4.1 FUNDAMENTAL VERDSETTELSE.....	24
4.1.1 <i>Egenkapital- og total kapitalmetoden</i> .....	24

---

4.1.2	<i>Dividendmodellen</i> .....	26
4.2	BALANSEBASERTE MODELLER .....	27
4.2.1	<i>Substansverdimodellen</i> .....	27
4.3	KOMPARATIV VERDSETTELSE .....	29
4.3.1	<i>Multiplikatormodeller</i> .....	29
4.4	VALG AV VERDSETTELSESMODELL .....	30
<b>5</b>	<b>STATEGISK ANALYSE</b> .....	<b>31</b>
5.1	EKSTERN ANALYSE .....	31
5.1.1	<i>PEST-analyse</i> .....	31
5.1.1.1	Politiske forhold.....	32
5.1.1.1.1	Rederibeskatningen .....	32
5.1.1.1.2	Politisk stabilitet.....	33
5.1.1.1.3	Innføringen av SECA-gebyret.....	33
5.1.1.2	Økonomiske forhold .....	33
5.1.1.2.1	Baltic Dry Indeksen.....	33
5.1.1.2.2	Økonomiske prognoser.....	34
5.1.1.3	Sosiokulturelle forhold.....	38
5.1.1.4	Teknologiske forhold .....	39
5.1.2	<i>PORTERS femfaktorsmodell</i> .....	39
5.1.2.1	Trinn 1 – Identifisere konkurransearenaen og dens verdipotensial .....	40
5.1.2.1.1	Industrishippingbransjen, Short Sea Nord-Europa. ....	40
5.1.2.1.2	Sammenlignbare aktører.....	41
5.1.2.1.3	Mål på markedsandel .....	42
5.1.2.2	Trinn 2 – Analyse av egen og andre aktørers posisjon.....	42
5.1.2.2.1	Rederiets posisjon .....	42
5.1.2.2.2	Kundenes forhandlingsmakt.....	43
5.1.2.2.3	Leverandørens forhandlingsmakt .....	43
5.1.2.2.4	Trusler fra inntrengere.....	43
5.1.2.2.5	Trusler fra substitutter .....	43
5.1.2.2.6	Konkurrentenes, bransjens interne rivalisering .....	44
5.1.2.3	Trinn 3 - Vurdering av trusler og muligheter .....	44

---

5.2	INTERN ANALYSE .....	45
5.2.1	<i>SVIMA – analyse</i> .....	45
5.2.1.1	Synlige ressurser.....	45
5.2.1.2	Usynlige ressurser .....	46
5.2.2	<i>SWOT – analyse</i> .....	47
5.2.2.1	Styrker .....	48
5.2.2.2	Svakheter .....	48
5.2.2.3	Muligheter .....	48
5.2.2.4	Trusler .....	48
<b>6</b>	<b>REGNSKAPSANALYSE.....</b>	<b>50</b>
6.1	AVKLARINGER OG BEGRENSNINGER FOR ANALYSE .....	50
6.1.1	<i>Sammenlignbare selskaper</i> .....	51
6.1.2	<i>Analyseperioden, validitet og reliabilitet.</i> .....	51
6.1.3	<i>Valutakonvertering</i> .....	51
6.2	FINANSIELLE HOVEDTALL WILSON ASA.....	52
6.3	OMGRUPPERING AV BALANSE .....	53
6.4	NORMALISERING .....	54
6.4.1	<i>Gevinst ved salg av skip</i> .....	55
6.4.2	<i>Agio &amp; Disagio</i> .....	55
6.4.3	<i>Derivater</i> .....	56
6.4.4	<i>Pensjon</i> .....	56
6.4.5	<i>Presentasjon av normalisert resultat</i> .....	57
6.5	NØKKELTALLSANALYSE.....	57
6.5.1	<i>Likviditet</i> .....	58
6.5.1.1	Likviditetsgrad 1.....	58
6.5.2	<i>Soliditet</i> .....	59
6.5.2.1	Soliditetsgrad.....	59
6.5.2.2	Gjeldsgrad .....	61
6.5.3	<i>Kredittkvalitet</i> .....	62
6.5.3.1	Rentedekningsgrad .....	62
6.5.4	<i>Lønnsomhet</i> .....	63

6.5.4.1	Egenkapitalrentabilitet (EKR).....	63
6.5.4.2	Totalkapitalrentabilitet (TKR) .....	65
6.5.5	<i>Oppsummering</i> .....	66
<b>7</b>	<b>AVKASTNINGSKRAV .....</b>	<b>67</b>
7.1	KAPITALVERDIMODELLEN .....	67
7.1.1	<i>Risikofri rente</i> .....	68
7.1.2	<i>Markedets risikopremie</i> .....	69
7.1.3	<i>Beta, (<math>\beta</math>)</i> .....	69
7.1.4	<i>Egenkapitalavkastningskravet</i> .....	71
7.2	AVKASTNING TIL FREMMEDKAPITALEIERNE .....	71
7.3	WACC.....	72
7.4	LIKVIDITETSPREMIE OG AGENTKOSTNADER .....	73
<b>8</b>	<b>FREMTIDSREGNSKAPET.....</b>	<b>74</b>
8.1	TIDSHORISONT OG STEADY STATE.....	74
8.2	VEKST I BALANSESTØRRELSER.....	75
8.2.1	<i>Egenkapitalvekst</i> .....	75
8.2.2	<i>Vekst i varige driftsmidler og totalkapital</i> .....	76
8.2.3	<i>Gjeldsvekst</i> .....	76
8.3	VEKST I RESULTATSTØRRELSER .....	76
8.3.1	<i>Brutto fraktinntekter og reiseavhengige kostnader</i> .....	77
8.3.2	<i>Mannskapskostnader</i> .....	77
8.3.3	<i>TC/BB hyrer og administrasjonskostnader</i> .....	77
8.3.4	<i>Andre driftsinntekter og driftskostnader</i> .....	78
8.3.5	<i>Finansposter</i> .....	78
8.4	MAKROØKONOMISKE PROGNOSEER .....	78
8.4.1	<i>Prognoser SSB</i> .....	79
8.4.2	<i>EUR/USD terminkontrakter</i> .....	79
8.5	PROGNOSEER 2015 – 2025 .....	80
8.5.1	<i>Brutto fraktinntekter</i> .....	80
8.5.2	<i>Reiseavhengige kostnader</i> .....	80

---

8.5.3	<i>Andre driftsinntekter og driftskostnader</i> .....	81
8.5.4	<i>Mannskapskostnader</i> .....	81
8.5.5	<i>TC og BB hyrer</i> .....	82
8.5.6	<i>Administrasjonskostnader</i> .....	82
8.5.7	<i>Renteinntekter</i> .....	82
8.5.8	<i>Finanskostnader</i> .....	83
8.5.9	<i>Skattekostnader</i> .....	83
8.5.10	<i>Utbytte</i> .....	83
8.5.11	<i>Inflasjon</i> .....	83
<b>9</b>	<b>VERDSETTELSE</b> .....	<b>84</b>
9.1	FUNDAMENTAL VERDSETTELSE.....	84
9.1.1	<i>Totalkapitalmetoden</i> .....	84
9.2	BALANSEBASERT VERDSETTELSE .....	85
9.2.1	<i>Substansverdimetoden</i> .....	85
9.3	KOMPARATIV VERDSETTELSE.....	87
9.3.1	<i>P/B – analyse</i> .....	88
9.3.2	<i>P/E – analyse</i> .....	89
9.3.3	<i>Vektet resultat</i> .....	90
9.4	VEKTET VERDSETTELSESRESULTAT .....	91
<b>10</b>	<b>SENSITIVITETSANALYSE</b> .....	<b>92</b>
10.1	BAD-CASE SCENARIO .....	92
10.2	GOOD-CASE SCENARIO .....	93
<b>11</b>	<b>OPPSUMMERING, DISKUSJON OG KONKLUSJON</b> .....	<b>95</b>
11.1	SAMMENDRAG .....	95
11.1.1	<i>Analysene</i> .....	95
11.1.2	<i>Verdsettelsesresultatene og sensitivitetsanalysen</i> .....	95
11.2	DISKUSJON .....	96
11.3	OPPGAVENS KONKLUSJON.....	97
<b>12</b>	<b>LITTERATURLISTE</b> .....	<b>98</b>
12.1	LITTERATUR.....	98
12.2	RAPPORTER.....	98



---

12.3	INTERNETTKILDER .....	99
12.4	FORELESNINGER .....	104
12.5	ANNET .....	104
<b>13</b>	<b>VEDLEGG .....</b>	<b>107</b>
13.1	TABELLER.....	107
13.2	FIGURER .....	108

# 1 Innledning

Dette kapitlet har som hensikt å gi leseren en oversikt og innføring i hva masteroppgaven omhandler. Innholdet i dette kapitlet tar for seg motivasjon for oppgaven, presisering av problemstilling og oppgavenes progresjon videre.

## 1.1 Oppgavens aktualitet og motivasjon

I finansavisen 23 september 2015 kunne man lese at hovedaksjonær i Wilson ASA, Kristian Eidesvik ønsket å foreta en tvangsinnløsning av småaksjonærene til 12 kroner aksjen etter at et bestillingsverk fra meglerhuset Pareto verdsetter Wilson-aksjen til 11 kroner. «Aksjeinvestor og styreleder i Nordic Financials, Svend Egil Larsen nekter å godta Kristian Eidesviks tvangsinnløsning av Wilson-aksjonærene til 12 kroner aksjen. Dermed må partene kjempe i Haugland tingrett til våren» (Finansavisen 23.09.15). Samtidig mener Eidesvik at det er betydelige merverdier ut over bokført egenkapital på 22,70 kroner aksjen. Eidesvik opererer altså med to hatter når det gjelder hva han mener selskapet Wilson er verdt. «Børs og regnskap er to forskjellige ting. Regnskap er en eksakt vitenskap. Børs er tro og håp, sier Kristian Eidesvik om hvorfor han som styreleder i Wilson mener aksjen har verdier ut over bokført verdi på 22,70 kroner, mens han som styreleder i Caiano Eiendom AS mener verdien kun er 12 kroner per aksje» (Finansavisen 23.09.15). Som masterstudent med spesialisering innen finans anså jeg dette som en unik mulighet til å lære om Wilson ASA som selskap og shippingmarkedet generelt, samtidig som jeg foretok min egen verdsetting av aksjen basert på 4 års opparbeidet økonomikunnskap.

## 1.2 Problemstilling og avgrensning

Masteroppgaven vil stille spørsmål til hva som var den totale verdien, samt prisen per aksje til selskapet Wilson ASA i slutten av år 2014. Problemstillingen er formulert på denne måten:

*Hva er verdien til Wilson ASA og dens aksjepris pr. 31.12.2014?*

Basert på avgrensninger i forbindelse med tid og informasjon til rådighet vil offentlig informasjon gjennom eksterne kilder bli benyttet for verdsettelse av selskapet.

### 1.3 Oppgavens formål

Oppgaven har som formål å gi eksterne analytikere og andre interessenter en finansiell presentasjon av selskapet Wilson ASA, samt selskapets situasjon og pris pr. 31.12.14. Samtidig kan informasjonen i oppgaven tas i bruk som argumentasjon i fremtidig verdsetting av tilsvarende selskaper, for eksempel ved uenigheter i forbindelse med tvangsinnløsning.

### 1.4 Videre oppbygging av oppgaven

Oppgaven er bygget på 11 kapitler. Kapittel 2 inneholder en presentasjon av selskapet Wilson ASA og shippingbransjen, samt hvilket marked selskapet opererer i for å gi leseren en grunnleggende forståelse av selskapets historie, oppbygging og situasjon. Kapittel 3 beskriver mitt valg av metode. I kapittel 4 presenteres teori om relevante verdsettningsteknikker og mitt valg av verdsettelsesmetode. Kapittel 5 tar for seg den strategiske analysen av selskapet. En regnskapsanalyse blir foretatt i kapittel 6. I kapittel 7 blir det foretatt en beregning av selskapets avkastningskrav, mens i kapittel 8 estimeres prognoser for selskapets framtidige kontantstrøm basert på data og informasjon fra kapittel 5 og 6. Prognosene anvendes videre til et fremtidsregnskap som blir grunnlaget for den fundamentale verdsettelsen av selskapet. Fremtidsregnskapet og verdivurderingen av selskapet ved hjelp av ulike verdsettelsesmetoder blir gjort i kapittel 9. Avslutningsvis blir det foretatt en sensitivitetsanalyse av selskapet i kapittel 10. Oppgavens innhold og resultater blir til slutt tolket, diskutert og konkludert opp mot problemstillingen i kapittel 11.

## 2 Wilson ASA og shippingbransjen

Nedenfor følger en presentasjon av Wilson ASA og dets virksomhet, før jeg videre gir en grundigere presentasjon av shippingbransjen og generell informasjon om tørrbulkmarkedet.

### 2.1 Wilson ASA

Wilson ASA er en av Europas største aktører innen operasjon og befraktning av mindre tørrlastskip i størrelse 1500 – 8500 dwt. Rederiet, som ble stiftet i 1942 under navnet Paal Wilson & Co. Norge-Rihn Linjen, ble i 2005 tatt opp til notering ved Oslo Børs. Selskapet hadde pr. 31.12.2014 en børsverdi på ca. 575 millioner kroner<sup>1</sup>. Konsernets hovedkontoret er plassert i Bergen. Pr. 31.12.14 opererte konsernet en flåte på 110 skip, hvorav 83 var eiermessig kontrollert. Wilson omsatte i 2014 for 2,5 milliarder NOK. (Årsrapport Wilson ASA 2014).

#### 2.1.1 Forretningside og strategi

Konsernets forretningside er å tilby norsk og europeisk industri konkurransedyktige, sikre, pålitelige, fleksible og langsiktige maritime transporttjenester. Gjennom store volumer og langsiktige kontraktporteføljer kan Wilson optimalisere seilingsmønsteret og over tid sikre en langsiktig og stabil inntjening. Strategien til selskapet er sentrert rundt utvikling og ekspansjon innen europeisk tørrlastbefraktning. Konsernet søker å øke volumet av langsiktige fraktkontrakter og avdekker befraktningsrisikoen ved å tilpasse kapasiteten til lastevolum, primært gjennom utvikling av egen tonnasje, sekundært gjennom tidscertepartier (leie av skip). Det søkes å oppnå en rimelig balanse mellom selskapets kontraktportefølje og samlet skipningskapasitet og mellom egen og innleid tonnasje. Gjennom behovskontrakter (Contracts of Affreightment (CoA)) oppnår selskapet en mer stabil og forutsigbar enn hva tilfelle vil være i det mer volatile spotmarkedet. (Wilson årsrapport 2014).

---

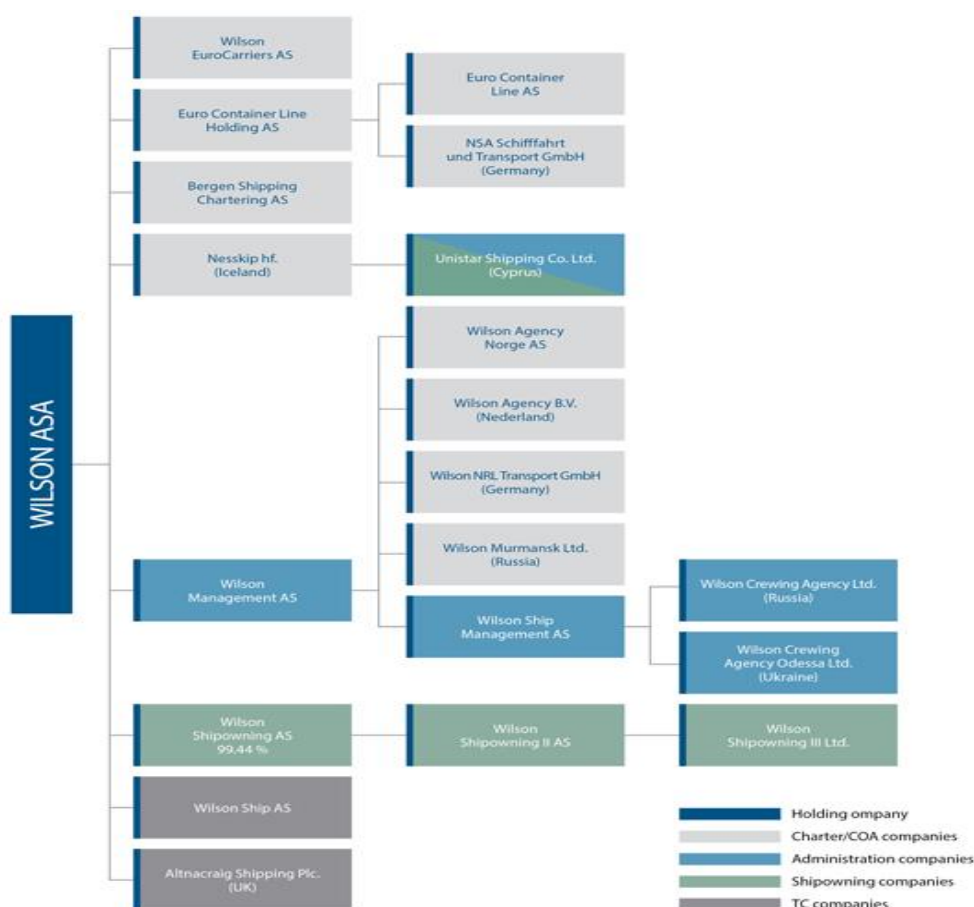
<sup>1</sup> <http://caiano.no/shipping/wilson/>

## 2.1.2 Finansiering og kapitalstruktur

Konsernet refinansierte i slutten av 2012 all det vesentligste av sin pantegjeld til en lengre avdragsprofil. Selskapet har i påfølgende år etterlevd den nye finansieringsavtalen og har en tilfredsstillende buffer mot de finansielle låneavtalene. Konsernets bokførte egenkapital pr. 31.12.14 var MNOK 958 mot MNOK 852 pr. 31.12.13. Rentebærende gjeld og leasingsforpliktelser beløp seg til samlet MNOK 1749 pr. 31.12.14 mot MNOK 1891 pr. 31.12.13. Av samlede eiendeler på MNOK 2985 pr. 31.12.14 mot MNOK 2831 pr. 31.12.13 utgjorde skip det all vesentligste med MNOK 2340.

## 2.1.3 Selskapsstruktur

Konsernet er bygget opp med Wilson ASA som morselskap og 8 datterselskap, hvorav 6 av disse har underselskaper. Figuren nedenfor presenterer hvordan konsernet er satt sammen. Videre følger en figur som beskriver de ulike selskapenes hovedvirksomhet, lokalisering og eierandel.



Figur 1 Selskapsstruktur, Underselskap Wilson ASA

Følgende selskap inngår i Wilson ASAs konsernregnskap:

Datterselskap	Anskaffelses- tidspunkt	Hoved- virksomhet	Forretnings- kontor	Stemme- og eierandel
Wilson EuroCarriers AS	2000	Befraktning	Bergen	100 %
Euro Container Line Holding AS	2008	Befraktning	Bergen	100 %
Euro Container Line AS	2008	Befraktning	Bergen	100 %
NSA Schifffahrt und Transport GmbH	2008	Befraktning	Hamburg	100 %
Wilson Management AS	2000	Administrasjon	Bergen	100 %
Wilson Agency Norge AS	2010	Befraktning	Stavanger	100 %
HSW Logistics GmbH	2014	Befraktning	Duisburg	50 %
Wilson Agency B.V.	2003	Befraktning	Rotterdam	100 %
Wilson Murmansk Ltd.	2009	Befraktning	Murmansk	100 %
Wilson Ship Management AS	2000	Drift av skip	Bergen	100 %
Wilson Crewing Agency Ltd.	2004	Bemanning	Arkhangelsk	100 %
Wilson Crewing Agency Odessa Ltd.	2007	Bemanning	Odessa	100 %
Wilson Ship AS	2000	Innleie av skip	Bergen	100 %
Wilson Shipowning AS	2000	Skipseie	Bergen	99,44 %
Wilson Shipowning II AS	2010	Skipseie	Bergen	100 %
Wilson Shipowning III Ltd.	2010	Skipseie	Malta	100 %
Altnacraig Shipping Plc.	2000	Innleie av skip	London	100 %
Nesskip hf.	2006	Befraktning	Reykjavik	100 %
Unistar Shipping Co. Ltd.	2006	Skipseie	Limassol	100 %
MV «Mautern» Shipping Co. Ltd.	2006	Skipseie	Limassol	100 %
MV «Weissenkirchen» Shipping Co. Ltd.	2006	Skipseie	Limassol	100 %

Figur 2 Selskapsstruktur, Datterselskapene

## 2.1.4 Eierstyring og strategi

Wilson etterlever prinsipper og retningslinjer for norsk anbefaling for eierstyring og selskapsledelse som utgitt av Norsk utvalg for eierstyring og selskapsledelse (NUES) pr. 30.10.2014. Wilson har en uttalt vekststrategi, som innebærer å øke lastemengden og flåtens tilgjengelige inntjeningsdager, hvor målet er å opprettholde en jevn vekst relativt til markedet. Over de siste 10 årene har antall inntjeningsdager i kjerneområdet Wilson EuroCarriers økt fra rundt 26 500 (2005) til 38 600 (2014), hvilket representerer en vekst på rundt 45% og en gjennomsnittlig årsvekst på i overkant av 4% (Wilson ASA årsrapport 2014).

## 2.1.5 Aksjonærforhold og kursutvikling

Wilson ASA ble børsnotert 17 mars 2005 med tickeren WILS. Konsernet har 42,216 millioner utestående aksjer. Pr. 31.12.14 hadde selskapet en aksjekurs på 13,80 NOK per aksje og ble verdsatt til en markedsverdi på 575 millioner kroner. Selskapet hadde 201 aksjonærer, hvorav selskapets 20 største aksjonærer eide totalt 99% av aksjene. Nedenfor vises en beskrivelse av eierforholdet i konsernet:

Aksjekapitalen i selskapet er pr. 31.12.2014 TEUR 28 754 (42 216 000 aksjer à NOK 5 (EUR 0,68), totalt TNOK 211 080), fullt innbetalt.

Navn	Aksjer	Eierandel	Stemmeandel
Caiano Eiendom AS	38 070 599	90,18 %	90,18 %
Pareto Aksje Norge	955 000	2,26 %	2,26 %
Ivan AS	623 000	1,48 %	1,48 %
Slethei AS	468 954	1,11 %	1,11 %
Sum > 1 % eierandel	40 117 553	95,03 %	95,03 %
Sum øvrige	2 098 447	4,97 %	4,97 %
<b>Totalt antall aksjer</b>	<b>42 216 000</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>

Gjennom Caiano Eiendom AS som nærstående kontrollerer Kristian Eidesvik totalt 90,18 % av Wilson ASA.

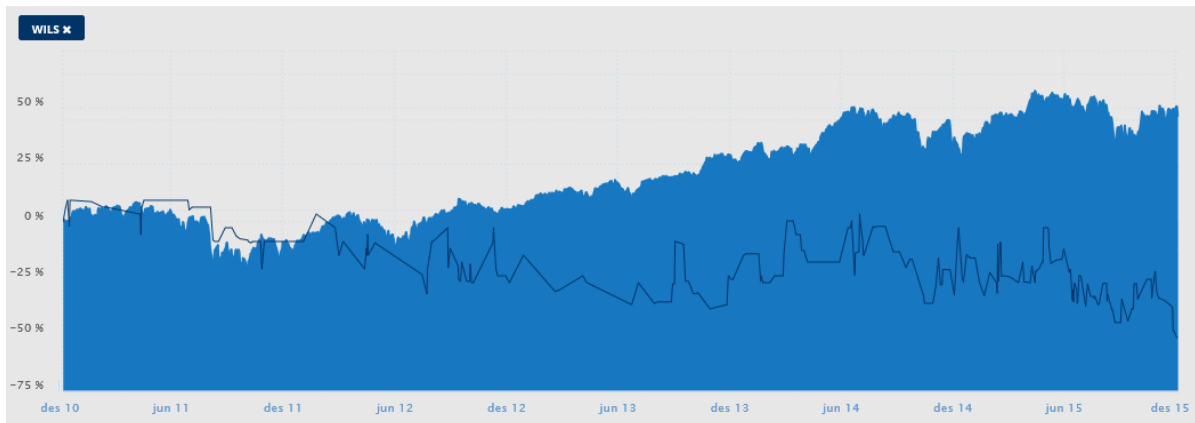
Figur 3 Wilsons største aksjonærer

Selskapets ambisjon er over tid å gi sine aksjonærer en god og stabil avkastning. Denne avkastningen bør reflektere den økonomiske utviklingen i selskapet. For direkteavkastning i form av utbytte er Wilsons langsiktige målsetting å utbetale 25 – 30% av selskapets resultat etter skatt. (Wilson ASA årsrapport 2014).

Nedenfor vises utviklingen til Wilson-aksjen (WILS) for perioden 2011 – 2014, samt en sammenligning av aksjen i forhold til utviklingen til hovedindeksen (OSEBX):



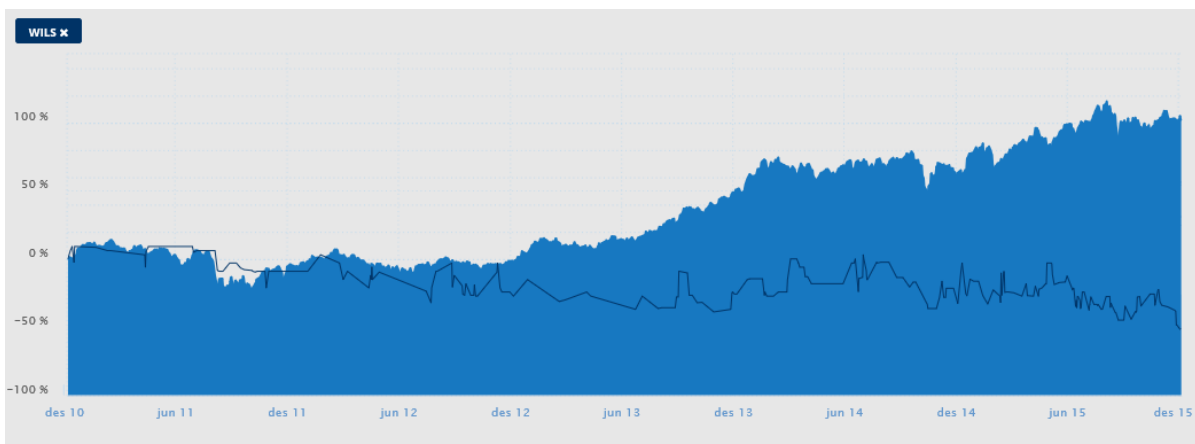
Figur 4 Aksjeutvikling Wilson ASA



Figur 5 WILS vs. OSEBX

### 2.1.5.1 Likviditet

Som presentert ovenfor eier Caiano Eiendom AS, med Kristian Eidesvik som styreleder total 90,18% av Wilsons aksjer. Dette fører til lav likviditet og relativt små bevegelser i aksjen. Som et resultat av dette ble Wilson ASA fjernet fra alle indekser på Oslo børs, blant annet den relevante shippingindeksen, OSLO Shipping Index (OSLSHX) som er en indeks satt sammen av de ledende shippingselskapene notert på Oslo børs. Dette ble bekreftet i en mail fra Oslo børs: «Wilson har vært utelatt fra alle våre indekser fra og med januar 2009. Det er på bakgrunn av at 1 aksjonær har en eierandel på over 90%» (Linn Furuvald, Derivatives, Oslo Børs). Som tilleggsinformasjon valgte jeg å sammenligne utviklingen til Wilson ASA t med utviklingen til shippingindeksen (OSLSHX).



Figur 6 WILS vs. OSLSHX



Som figuren viser har Wilson ASA (WILS) hatt små bevegelser i aksjen i løpet av 5-årsperioden sammenlignet opp i utviklingen til shippingindeksen (OSLSHX) og shippingmarkedet generelt.

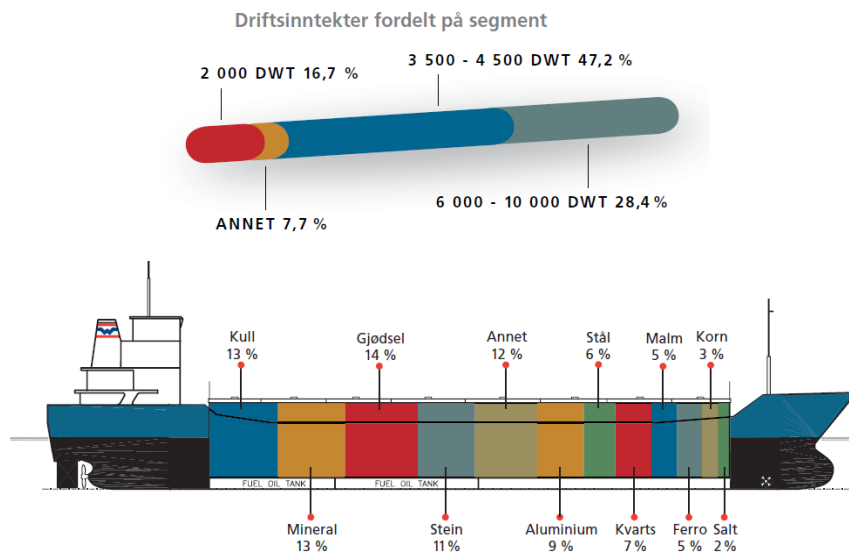
### 2.1.6 Flåte, skipsdrift og kontraktsdekning

Wilson's flåte består av skip med ulike typer størrelse tilpasset selskapets fraktbehov. Nedenfor følger en oversikt over de ulike størrelsene på skipene og en beskrivelse for hver av størrelsene hentet fra selskapets årsrapporter:

<i>Størrelse:</i>	<i>Beskrivelse:</i>
<i>2000 dvt</i>	Skipene går hovedsakelig i fast transportmønster mellom Norge og Europa inkl. England, samt faste anløp til og avgang fra industrien i Ruhr-området. Representerte i 2014 5 skip om gikk i fast langsiktig kontraktsfart mellom Norge og kontinentet.
<i>3500 – 4500 dvt</i>	Representerer i hovedsak kontraktsskipninger med innsatsfaktorer, halvfabrikata og ferdigvarer for norsk kontrollert-, og nord-europeisk råvarebasert industri. I 2014 var 55% av antall seilingsdager kontraktsbaserte.
<i>6000 – 8500 dvt</i>	Representerer i hovedsak kontraktsskipninger med innsatsfaktorer, halvfabrikata og ferdigvarer for norsk kontrollert-, og europeisk råvarebasert industri.
<i>Annet</i>	Består av ulike aktiviteter, i hovedsak containerlinje og managementtjenester. I 2014 hadde Wilson 3 skip i containeraktivitet.

Tabell 1 Tonnsjebeskrivelse Wilson ASA

Figuren nedenfor viser inntektsfordelingen for hvert segment, samt en oversikt over andelene av de ulike tørrbulk som selskapet befrakter.



Figur 7 Driftsinntekter fordelt på segment

I tillegg til befraktning driver ett av konsernets datterselskap, Wilson Ship Management med skipsdrift. Datterselskapet er ansvarlig for teknisk drift og mannskap, hovedsakelig for eid tonnasje. I den daglige driften sørger teknisk avdeling, samt innkjøps-, mannskaps- og regnskapsavdelingene for at mannskapet til enhver tid skal kunne utføre sine daglige gjøremål på beste og sikreste måte (Wilson ASA årsrapport 2014).

## 2.2 Shippingbransjen

Wilson ASA opererer innenfor shippingbransjen, som refereres til rederi- og befraktningsvirksomhet med skip. Innen shippingbransjen opererer man med ulike typer laster som blir håndtert og fraktet av skip i forskjellige størrelser til og fra ulike tjenestesektorer. «Wilson ASA er en av Europas største aktører innen operasjon og befraktning av mindre tørrlasteskip»<sup>2</sup>.

<sup>2</sup> <http://caiano.no/shipping/wilson/>

---

## 2.3 Tørrbulkmarkedet

Tørrbulk er et «shippinguttrykk som beskriver skip som befrakter tørrlast, for eksempel korn, metaller eller containere»<sup>3</sup>. Innen tørrbulk er malm, kull og korn de største varene på handelsbasis. Innenfor tørrlast finner man ulike typer markeder basert på størrelsen på skipets last.

### 2.3.1 Baltic Dry Indeksen

Man deler tørrbulkmarkedet inn etter 4 hovedkategorier:

1. Handysize – tørrbulk opp til 35 000 dvt
2. Supramax – tørrbulk opp til 55 000 dvt
3. Panamax – tørrbulk opp til 80 000 dvt
4. Capesize – tørrbulk opp til 200 000 dvt

Gjennom profesjonelle vurderinger gjort av internasjonale skipsmeglerselskaper har man dannet en indeks basert på tørrbulkratene for hver av disse størrelsene. Basert på et gjennomsnitt av disse indeksen er det dannet en hovedindeks kalt Baltic Dry Indeksen. Indeksen gir «en bedømmelse av prisen for å flytte store råvarer til sjøs»<sup>4</sup>. Baltic Dry Indeksen kan også sees på som en økonomisk indikator siden fraktkostandene varierer med lastmengden som fraktes, og at tørrbulk vanligvis er varer som er indikatorer for produksjon.

### 2.3.2 Markedets utvikling

Tørrbulkmarkedet påvirkes av makroøkonomiske forhold. Inntektene bestemmes blant annet av valutasvingninger, pris på intern tonnasje, pris på langsiktige fraktkontrakter og volum på last, mens utgiftene bestemmes av drivstoffkostnader i form av bunkerkostnader, internasjonal renteutvikling, mannskapskostnader, pris på eksternt tonnasje og vedlikeholdskostnader. Som figuren ovenfor viser har indeksen sunket betydelig siden 2010. I en artikkel fra Hegnar.no publisert 05.08.15 vises det til Clarksons Platou Securities rapport om at tørrbulkmarkedet har

---

<sup>3</sup> <http://www.aksjeguident.no/ordliste/#Tørrbulk>

<sup>4</sup> [https://no.wikipedia.org/wiki/Baltic\\_Dry\\_Index](https://no.wikipedia.org/wiki/Baltic_Dry_Index)

bunnet ut: «Tørrbulkmarkedet har bunnet ut fundamentalt sett, til tross for en kortsiktig korreksjon i capesize-ratene»<sup>5</sup>. De nevner i artikkelen av fraktratene reflekterer en strammere markedsbalanse hvor tilbudsoverskuddet i markedet ikke er strukturelt, og at flåteveksten er kraftig ned på grunn av høy opphuggingsaktivitet, men også meget begrenset antall nybyggordre.

For å se nærmere på tørrbulkmarkedets tilbud og etterspørsel har jeg benyttet meg av informasjon fra Solmunde Partners rapport «Investeringsmemorandum – en investering i transportsiftet i Europa». De skriver i sin rapport at svært få har sett mulighetene som en investering i europeisk Short Sea shipping representerer.

### *2.3.2.1 Etterspørselssiden*

I sin rapport nevner de at Europeisk Short Sea er strategisk posisjonert for strukturelle endringer i transportmønster og –måter. Gjennom utvidelsen av EU og åpne grenser, vil transportveksten sannsynligvis øke kraftig. Målt i markedsandel har Europeisk Short Sea også passert veitransport. I dag må store deler av veinettet karakteriseres som flaskehals som til slutt vil dempe den økonomiske veksten i Europa. Ifølge Solmunde Partners vil økt transport på sjø og vannveier være å anse som eneste mulighet. Tidligere erfaring viser at der hvor flaskehals på vannveier fjernes, vokser Short Sea Shipping kraftig. Europeisk Short Sea kan sees på som en opplagt kandidat til å overta mesteparten av den fremtidige transportveksten i Europa, da den er betydelig billigere, kostnadseffektiv, drivstoffeffektiv, har nesten ubegrenset kapasitet og er mer miljøvennlig i forhold til veitransport<sup>6</sup>.

### *2.3.2.2 Tilbudssiden*

Videre i rapporten framstår tilbudssiden innen Short Sea som mindre fragmentert med lave inngangsbarrierer. I bransjen er skipene eiet enten av deres kaptein, mindre eierskapselskaper eller finansielle systemer. Short Sea bransjen preges av relativt lav årlig tilvekst av ny tonnasje, med et gjennomsnitt på 46 nye skip pr år. Denne veksten er mye mindre enn det man forventer vil bli skrapet. Altså ligger det an til en negativ tilvekst innen segmentet. Solmunde Partners identifiserer 23 aktører innen Short Sea, hvor Wilson har størst markedsandel på 22%, basert

---

<sup>5</sup> <http://www.hegnar.no/bors/artikkel557515.ece>

<sup>6</sup> [http://www.solmunde-partners.no/media/medialibrary/2011/08/BBS\\_Bulk\\_III\\_-\\_Prospekt.pdf](http://www.solmunde-partners.no/media/medialibrary/2011/08/BBS_Bulk_III_-_Prospekt.pdf)

på analysering av selskap med en lastestørrelse mindre eller lik 6000 dvt. Jeg vil gå nærmere innpå markedsandeler og Wilsons konkurrenter senere i oppgavens strategiske analyse.

Før jeg går i gang med selve analyseringen av selskapet, vil jeg gjøre klart mitt valg av oppgavens metodikk.

## 3 Metode

Begrepet metode betyr strukturert fremgangsmåte (Gripsrud, Olsson og Silkoset, 2010). For å løse vitenskapelige problemer er en godt strukturert fremgangsmåte essensielt. For at jeg skal få svar på min problemstilling, *Hva er verdien til Wilson ASA og dens pris per aksje pr. 31.12.2014*, har jeg valgt å basere meg på teoretisk og empirisk analyse, i form av et undersøkelsesdesign.

### 3.1 Vitenskapelig ståsted og begrunnelse for valg av design

Min problemstilling er rettet mot verdivurdering av en børsnotert bedrift, som er å oppfatte som et avgrenset og kjent område hvor man foretar undersøkelser på bestemte variabler. Det er tre ulike hovedformer for undersøkelsesdesign: utforskende-, deskriptivt- og kausalt design (Gripsrud, Olsson og Silkoset, 2010).

Et utforskende design benyttes når man har lite kunnskap om emnet man analyserer, hvor målet er å tilegne seg ny kunnskap om et spesifikk emne for å skape dypere forståelse for valgt problemstilling. Deskriptivt design benyttes når man har grunnleggende kunnskap og forståelse om emnet, og hensikten er å analysere bestemte variabler og eller situasjoner. Sist vil et kausalt design benyttes hvis man skal tolke og forklare årsakssammenhenger mellom ulike variabler. (Gripsrud, Olsson og Silkoset, 2010). Gitt oppgavens problemstilling og forskningsområde har jeg valgt å benytte meg av et deskriptivt undersøkelsesdesign.

For å kunne analysere og verdivurdere Wilson ASA er det nødvendig å innhente relevant informasjon.

### 3.2 Datainnhentningsdeknikk

For å skaffe informasjon om Wilson ASA har jeg benyttet meg av sekundærdata. Sekundærdata er data andre har samlet inn, som regel til andre formål<sup>7</sup>. I denne sammenheng

---

<sup>7</sup> <http://kunnskapssenteret.com/hva-er-data/>

vil mine sekundærdata innebære informasjon tilgjengelige på Wilson ASA sine hjemmesider i form av årsrapporter, statistikk og prognoser fra Statistisk Sentralbyrå (SSB) og annen markedsinformasjon tilgjengelig på internett og i litteratur.

### 3.3 Valg av metode

Siden jeg settet mitt fokus på ulike empiriske data, vil det være naturlig å benytte en kvantitativ forskningsmetode. Mitt hovedfokus vil altså være rettet mot innhenting av empiriske data, men jeg har i tillegg valgt å benytte meg av kvalitativ forskning grunnet oppgavens formål og kvalitetssikring. Delen om kvalitativt forskning omhandler den strategiske analysen og vil utgjøre en mindre del av oppgaven. Jeg ser dermed på et *totelt undersøkelsesdesign* som en relativt bedre metode for å styrke resultatenes kvalitet og pålitelighet når de tolkes opp mot problemstillingen.

### 3.4 Oppgavens validitet og reliabilitet

Innhentet datamateriell vurderes opp mot dataens validitet og reliabilitet for å sikre at benyttet informasjonen er pålitelig (Gripsrud, Olsson og Silkoset, 2010). Min analyse og innhentet data er rettet spesifikt mot verdsetting av Wilson ASA, altså er resultatene hovedsakelig ikke å anse som overførbare. Basert på benyttet faglitteratur og troverdige verdsettingsteknikker kan mine resultater sees på som representative og validiteten tilfredsstillende. Wilsons regnskaper følger regnskapsreglene til IFRS-standarden om god regnskapsskikk og blir revidert årlig av eksterne aktører. Gitt at Wilson ASA er børsnotert er all kvantitativ og kvalitativ informasjon tilgjengelig for offentligheten. På bakgrunn av dette vurderes oppgavens reliabilitet som høy.

For å kunne verdsette Wilson ASA etter beste evne er det først og fremst viktig å basere verdsettelsen på økonomisk teori.

## 4 Relevante teorier

Min problemstilling er rettet mot finansiell verdsettelse. Jeg vil derfra beskrive teorier jeg føler har størst betydning for oppgavens relevans. Dette gjør at jeg får mer hold i det jeg analyserer, diskuterer og konkluderer med til slutt.

Ifølge Dahl m.fl. (1997) skiller shippingselskaper seg ut fra de fleste andre næringer ved at det er et velfungerende annenhåndsmarked for anleggsmidler. Verdien i annenhåndsmarkedet er dessuten til enhver tid lik markedet forventninger til den neddiskonterte kontantstrømmen for skipene i de enkelte markeder (Dahl m.fl. 1997). Det finnes i utgangspunkt to grupper av verdivurderingsmetoder for shippingselskap: de kontantstrømbaserte og de balansebaserte (Dahl m.fl. 1997). Nedenfor vil jeg presentere ulike teori for disse metodene, i tillegg til teorien om komparativ verdsettelse, hvilket jeg finner relevant.

### 4.1 Fundamental verdsettelse

Ved fundamental verdsettelse finner man dagens verdi av et selskaps aksje ved å diskontere selskapets forventede kontantstrøm til dagens verdi. Det finnes to ulike verdsettelsesteknikker innen fundamental analyse, egenkapital metoden og totalkapitalmetoden. Med egenkapitalmetoden verdsettes et selskaps egenkapital direkte, mens den gjennom totalkapitalmetoden verdsettes indirekte. Nedenfor presenteres ulike metoder på fundamental verdsettelse.

#### 4.1.1 Egenkapital- og totalkapitalmetoden

Egenkapitalmetoden diskonterer forventet kontantstrøm til eierne med kapitalkostnadene for egenkapitalen, dvs eiernes avkastningskrav. Ved beregningen av forventet kontantstrøm til egenkapitalen benyttes normalt selskapets resultat etter skatt fratrukket avdrag, renter etter skatt og legger til bedriftens låneopptak (Dahl m.fl. 1997).

*Egenkapitalstrøm etter skatt = kontantstrøm fra driften etter skatt + låneopptak – avdrag – renter etter skatt*



Når man har budsjettert forventet kontantstrøm til eierne, kan nåverdien beregnes med *egenkapitalmetoden*, som baserer seg på følgende nåverdiberegning diskontert med eiernes avkastningskrav (Kinderdal, 1997):

$$NV = \sum_{t=0}^T \frac{\text{Forventet egenkapitalstrøm etter skatt}}{(1+r_E)^t}$$

*NV: Nåverdi av egenkapital*

*r<sub>E</sub>: Eiernes avkastningskrav*

Her baseres eiernes avkastningskrav,  $r_E$  på beregninger gjort gjennom kapitalverdimodellen (KVM). Denne vil bli tydeligere presentert senere.

Totalkapitalmetoden diskonterer forventet kontantstrøm fra driften med totalkapitalkostnaden som er det samlede avkastningskravet til både gjelden og egenkapitalen. Denne metoden er den alternative måten å inkludere finansiering i investeringsanalysen på, der utgangspunktet er den samme totalkapitalstrømmen etter skatt som egenkapitalmetoden tar utgangspunkt i. Normalt sett gjelder dette selskapets resultat etter skatt:

*Totalkapitalstrøm etter skatt = kontantstrøm fra driften etter skatt*

I motsetning til egenkapitalmetoden bruker totalkapitalmetoden denne kontantstrømmen direkte gjennom følgende nåverdiberegning (Dahl m.fl. 1997).

$$NV = \frac{\text{Forventet totalkapitalstrøm etter skatt}}{(1+r_T)^t}$$

*NV: Nåverdi av totalkapital*

*r<sub>T</sub>: Totalkapitalkostnad*

Bedriftens totalkapitalkostnad beregnes gjennom et vektet gjennomsnitt av selskapets kapitalkostnad, WACC, som vil bli presentert senere.

Grunnet stor usikkerhet til framtiden vil det ikke være mulig å budsjettere en bedrifts kontantstrøm på lang sikt. Isteden vil man ved en forenkling benytte seg av *Gordons vekstformel*, som beregner selskapets terminalverdi basert på konstant vekst i kontantstrømmen etter en viss periode:

$$T = \frac{FCF_{t+1}}{r-v}$$

*T: terminalverdi*

*V: vekstrate*

*r: totalkapitalkostnad*

Dermed vil et selskaps samlede nåverdi være definert som:

$$V_0 = \sum_{t=1}^T \frac{E(FCF)_{t+1}}{(1+r)^t} + \frac{\text{Terminalverdi}}{(1+r)^T}$$

*V<sub>0</sub>: Samlet nåverdi*

### 4.1.2 Dividendemodellen

En tilsvarende metode for direkte verdsettelse av egenkapitalen, er gjennom dividendemodeller. Modellen baserer seg på å diskonterer ned et framtidig aksjeutbytte og vekst til dagens verdi for å beregne dagens pris på aksjen<sup>8</sup>. Her beregnes fri kontantstrøm som kontantstrøm fra drift med fratrukk for investeringer i drift, diskontert med avkastningskravet. Ifølge teorien kan verdien av en aksje beregnes slik:

$$P_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1+k)^t}$$

*P<sub>0</sub>: Verdien av aksje*

*D<sub>t</sub>: Forventet dividende, aksjeutbytte per aksje i år t*

*k: avkastningskrav*

Når man nytter denne modellen, tyr man til forenklinger. For eksempel kan man forutsette at dividenden vil øke med samme prosent pr år i all fremtid (Boye, 1998). Bygger man på den nevnte forutsetning, benyttes igjen *Gordons vekstformel*.

$$P_0 = \frac{D_1}{k-g}$$

*g: Framtidig vekst*

---

<sup>8</sup> <http://aksjemarkedet.com/dividendemodellen/>

---

Samlet vil aksjeprisen være basert på de forventete dividendeutbetalingene og veksten i disse.

## 4.2 Balansebaserte modeller

Disse metodene tar utgangspunkt i en verdsettelse av selskapets eiendeler fratrukket gjeld og eventuelt utsatt skatt/latente skatt (Dahl m.fl. 1997).

### 4.2.1 Substansverdimodellen

Substansverdien av et selskaps egenkapital er definert som markedsverdien av eiendelene fratrukket gjeld inkl. latent skattegjeld når dette er relevant. Substansverdimetoden benyttes ofte ved verdsettelse av shippingselskaper, eiendomsselskaper, investeringselskaper og kraftverk mv (Dahl m.fl. 1997). Metoden er nyttig i følgende situasjoner:

- Det eksisterer et marked der eiendelene kan selges uavhengig av virksomheten.
- Eiendelenes verdi er uavhengig av den virksomheten som drives i selskapet.
- Kjøp av bedriften er et alternativ til kjøp av eget anlegg.

For aksjeselskaper beregnes latent skatt på ev. merverdier i eiendeler, i det en tenkt kjøper av eierandelene ikke kan legge virkelig verdier til grunn for sine skattemessige fradrag (gjennom blant annet avskrivninger), noe som er tilfelle ved kjøp av bedriftenes eiendeler. Det legges normalt til grunn en skattesats på 28% og den tapte skattebesvarelsen diskonteres til nåverdi. Forutsetningen for at latent skatt beregnes, er at kjøperen beholder eierandelene i overskuelig framtid (Dahl m.fl. 1997). Substansverdien baserer seg på siste tilgjengelige balanse på verdsettelsestidspunktet, som korrigeres for mer-/mindreverdier i selskapets eiendeler. Slike verdier kan for eksempel være:

- Utestående fordringer
- Reserveoppbygging i varelager
- Reserver ved utgiftsførte investeringer
- Aktivering
- Utgiftsføring av immaterielle eiendeler
- Bygninger, skip, tomter, maskiner og utstyr
- Aksjer og andre verdipapirer
- Avsetninger
- Pensjonsforpliktelser

Nåverdien av latent skatt knyttet til driftsmidlene beregnes slik:

$$\frac{X \cdot A}{1+k} * S + \frac{(X-X \cdot A)}{(1+k)^2} * A * S + \dots$$

*X: Merverdi eiendeler*

*A: Maksimal avskrivningssats ved saldoavskrivning*

*s: Effektiv skattesats*

*k: Nominelt avkastningskrav etter skatt*

Formelen ovenfor utgjør en uendelig vekst rekke med negativ vekstfaktor, hvor summen kan uttrykkes slik:

$$\frac{X \cdot A}{A+k} * S$$

Latent skatt knyttet til omløpsmidler beregnes på følgende måte:

$$\frac{X \cdot s}{1+k}$$

Innenfor substansverdimodellen er det to ulike metoder man kan benytte seg av for å finne verdien av selskapets egenkapital, markedsverdi av hver enkelt eiendel og likvidasjonsverdieregning.

### **Markedsverdi av hver enkelt eiendel:**

Her beregnes markedsverdien for hver av bedriftens eiendeler som legges sammen og korrigeres for gjeld og skatt:

$$\text{Verdi egenkapital} = \text{Salgsverdi eiendel} - \text{latent skatt} - \text{rentebærende gjeld}$$

### **Likvidasjonsverdi:**

Likvidasjonsverdien reflekterer det teoretisk laveste beløpet eierne vil sitte igjen med dersom virksomheten avvikles. Metoden tar utgangspunkt i bokført egenkapital som korrigeres for differansen mellom bokførte verdier og realisasjonsverdier for eiendeler og gjeld

$$\text{Verdi egenkapital} = \text{Bokført egenkapital} - (\text{bokført verdi eiendeler} - \text{realisasjonsverdi eiendeler}) - \text{latent skatt} - \text{rentebærende gjeld}$$

Ved verdsettelsen av egenkapitalen ved bruk av en av disse metodene er det også viktig prøve å identifisere inntektselementer i goodwill i tillegg til substansverdien (f.eks. verdien av tidscertepartier ved verdsettelse av shippingselskaper) (Dahl m.fl. 1997).

## 4.3 Komparativ verdsettelse

En komparativ verdsettelse kan sees på som et substitutt for fundamental verdsettelse. Her prisen bedriften basert på sammenligning av ulike beregnede multiplikatorer. I forhold til den fundamentale verdsettelsen tar ikke denne metoden hensyn til like mange faktorer i prisberegningen, og kan dermed sees på som en enklere og mer kostnadseffektiv verdsettingsteknikk.

### 4.3.1 Multiplikatormodeller

En mye brukt variant innen multiplikatormodellene er P/E- og P/B-metoden.

P/E-metoden, Price/Earnings ratio, sier at resultat før ekstraordinære poster fratrukket skatt multipliseres med en P/E faktor som bl.a. reflekterer risiko og vekstpotensialet. Faktoren beregnes som et aksjeanalytisk nøkkeltall for børsnoterte aksjer og representerer forholdet mellom aksjens kursverdi og nevnte resultatbegrep definert som selskapets fortjeneste. (Dahl m.fl. 1997). Her benyttes følgende formel:

$$\frac{P}{E} = \frac{\text{Pris per aksje}}{\text{Fortjeneste per aksje}} = \frac{\text{Aksjens markedspris} \cdot \text{antall utstedte aksjer}}{\text{Selskapets fortjeneste}}$$

Tilsvarende med P/B-metoden, Price/Book ratio. Den eneste forskjellen her er at bokført egenkapital benyttes istedenfor bedriftens resultat:

$$\frac{P}{B} = \frac{\text{Pris}}{\text{Bok}} = \frac{\text{Aksjepris}}{\text{Balanseført egenkapital per aksje}}$$

Metodene er relative verdivurderinger, hvor forholdstallene sammenlignes opp mot børsnoterte selskaper som driver i noenlunde samme virksomhet (Dahl m.fl. 1997).

Et problem som ofte oppstår, er at børsnoterte selskaper i mange tilfeller er diversifiserte, og at det er få bedrifter innen hver bransje i Norge. De bedriftsspesifikke forholdene er som regel så utslagsgivende at relevansen i en observert P/E og P/B i praksis er liten.

## 4.4 Valg av verdsettelsesmodell

Wilson ASA er et børsnotert selskap med en lang historisk utvikling, noe som gjør det mulig for meg å analysere selskapets finansielle empiri, samt sammenligne selskapet opp mot andre børsnoterte selskap i bransjen. Dette legger til rette for at jeg kan foreta en fundamental verdsettelse av selskapet. Ifølge Knut Boye (Boye, 1998), anbefales total kapitalmetoden som fundamental verdsettelsesteknikk, med unntak hvis selskapet inngår i bank- og eller livsforsikringsbransjen. Gitt at jeg foretar en verdsettelse av et shippingselskap faller det naturlig for meg å også benytte meg av substansverdimetoden for verdsettelsen av Wilsons egenkapital. Ifølge Dahl m.fl. (1997) blir shippingselskaper som andre selskaper vurdert ut ifra neddiskontert kontantstrøm. De atskiller seg i midlertidig noe fra andre markeder ved at de for en del av segmentene er velfungerende annenhåndsmarkeder for skip, altså at forventningene til inntjeningen kan leses ut fra annenhåndsverdiene i markedet. I perioder vil aksjekursene kunne avvike fra de underliggende verdiene, men over tid konvergerer aksjekursen og substansverdiene (Dahl m.fl. 1997). I tillegg vil en sammenligning av Wilson ASA opp mot komparative shippingselskaper på Oslo børs være å anse som nyttig i forbindelse med en diversifisert verdsettelse. På bakgrunn av dette velger jeg å kombinere min verdsettelse av Wilson ASA ved bruk av 3 ulike verdsettelsesteknikker, total kapitalmetoden, substansverdimetoden og komparativ verdsettelse. Mitt hovedfokus og arbeid vil være rettet mot den fundamentale verdsettelsen. En kombinasjon av verdsettelsesteknikker vil også ifølge Kaldestad og Møller gjøre verdivurderingen mer optimal.

Som første steg i verdsettelsen av Wilson ASA er det viktig å se på hva som påvirker selskapets lønnsomhetspotensial, både innenfor og utenfor bransjen. Dette får jeg avdekket ved å foreta en strategisk analyse.

## 5 Strategisk analyse

Den strategiske analysen er en del av verdsettelsesprosessen som innebærer innsamling av ikke-finansiell informasjon (Dalh m.fl. 1997). Gjennom en strategisk analyse får jeg avdekket hvilke interne og eksterne faktorer som påvirker Wilsons potensielle lønnsomhet, både intern og innad i shippingbransjen generelt. Den strategiske analysen utarter seg i form av en ekstern- og en intern analyse, hvor informasjonsinnsamlingen har til hensikt å skape et grunnlag for å estimere selskapets fremtidige frie netto kontantstrøm og identifisere de risikofaktorer selskapet står ovenfor (Dahl m.fl. 1997).

### 5.1 Ekstern analyse

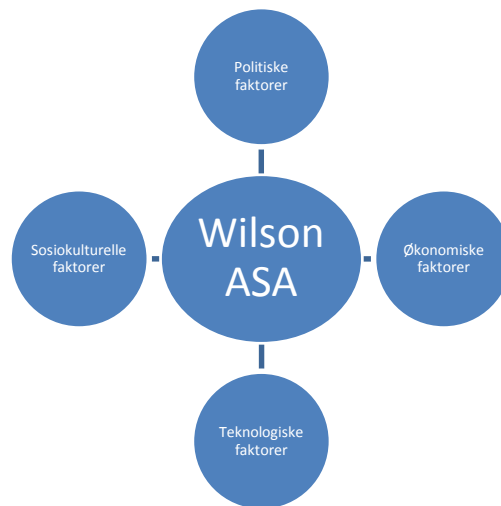
En av de viktigste oppgavene i strategiarbeidet er ifølge Løwendal og Wenstøp å avdekke hvilke aktører som befinner seg i det strategiske handlingsrommet til bedriften, og å tenke på hvordan bedriften best kan forholde seg til dem (Løwendal og Wenstøp, 2010). Ved å foreta en ekstern analyse får jeg kartlagt hvilke makroomgivelser som spiller inn på inntjeningen til Wilson ASA. Disse får man kartlagt gjennom en PEST analyse.

#### 5.1.1 PEST-analyse

«En PEST – analyse er en situasjonsanalyse av en virksomhets makroomgivelser sett i en strategisk sammenheng» hvor bokstavene PEST står for politiske-, økonomiske-, sosiokulturelle- og teknologiske forhold<sup>9</sup>. Denne analysen vil gi meg en oversikt over faktorer som påvirker Wilsons posisjon, vekst og framtidig utvikling. PEST analysen kan brukes til å gi bedre oversikt over de makroforhold som har innflytelse på selskapets konkurransesituasjon (Løwendal og Wenstøp, 2010).

---

<sup>9</sup> <http://kunnskapssenteret.com/pestel-analyse/>



Figur 8 PEST – analyse

I PEST analysen vil jeg fokusere på faktorer som påvirker industrishippingbransjen innen handysize segmentet i det Nord-Europa, slik som politiske reguleringer, politisk stabilitet, teknolog- og kulturutvikling. I tillegg vil jeg se på generelle nøkkeltall som uttrykker den makroøkonomiske utviklingen, blant annet EUR/USD kurs, BNP, inflasjon, NIBOR, EUROIBOR og oljeprisen.

#### 5.1.1.1 Politiske forhold

De politiske forholdene fokuserer på den politiske stabiliteten til et land og hvilken påvirkning politikken har på et lands økonomi. Relevante politiske faktorer å ta hensyn til her er nasjonal- og europeisk maritim politikk, rederibeskatning, handelsrestriksjoner og infrastruktur.

##### 5.1.1.1.1 Rederibeskatningen

I Norge er det fra og med inntektsåret 2007 innført, for rederibeskattende selskap, skattefritak for skipsfartsinntekter. Isteden betaler rederiene kun en årlig avgift i form av tonnasjeskatt. Denne blir beregnet på grunnlag av skipenes nettotonnasje. Satsen på nettotonnasjen varierer med ulike tonnasjeintervaller. Regjeringen nevner også at satsen kan reduseres for skip som tilfredsstillt miljøkrav fastsatt av sjøfartsdirektoratet<sup>10</sup>. En eventuell endring av regjeringens skattepolitikk kan føre til en forverring av rederienes internasjonale konkurranseposisjon.

---

<sup>10</sup> <https://www.regjeringen.no/no/dokumenter/prop.-1-ls-ls0-20152016/id2455933/?ch=1&q>



---

#### **5.1.1.1.2 Politisk stabilitet**

Russlands annektering av Krim og støtten til russiske separatister i Ukraina har skapt en alvorlig sikkerhetspolitisk situasjon i Europa<sup>11</sup>. Rederier som opererer i områder med politisk ustabilitet kan være utsatt for ekstra omkostninger. I grove trekk vil internasjonale rederier ønske å plassere sine skip der hvor det er mest rentabelt, samtidig som de sprer risiko. En videre utvikling av urolighetene i Europa kan ha en stor negative effekt på inntjeningen til internasjonale shippingselskap.

#### **5.1.1.1.3 Innføringen av SECA-gebyret**

Som et pålegg for rederiene til å redusere svovelinholdet i drivstoffet fra 1% til 0,1% er SECA-gebyret blitt innført<sup>12</sup>. Restriksjonene gjelder for alle skip som trafikkerer i området fra den Engelske kanal, Nordsjøen og Østersjøen, og innebærer at trafikkerende skip vil måtte skifte brennstoff som inneholder maksimum 0,1% svovel<sup>13</sup>. En tilleggs kostnad da det nye drivstoffet er ca. 50% dyrere enn det som benyttes i dag<sup>14</sup>. For Wilson og andre rederier vil dette resultere i høyere bunker kostnader for reiser innenfor disse områdene hvilket er å se på som negativ både for selskapet og selskapets kunder (Wilson ASA årsrapport 2014).

#### *5.1.1.2 Økonomiske forhold*

Lønnsomheten til Wilson og shippingbransjen generelt påvirkes av konjunktur utviklingen. De viktigste økonomiske forholdene som er med å påvirke lønnsomheten er makroøkonomiske hovedtall, som for eksempel inflasjon, rentenivåer, inntektsvekst, oljepris utviklingen, valutaendringer og bevegelsene på Baltic Dry Indeksen.

#### **5.1.1.2.1 Baltic Dry Indeksen**

Markedssyklusene kan måles via Baltic Dry Indeksen. Wilson ASA og andre internasjonale rederier benytter seg blant annet av langsiktige beholdningskontrakter (CoA) for å redusere

---

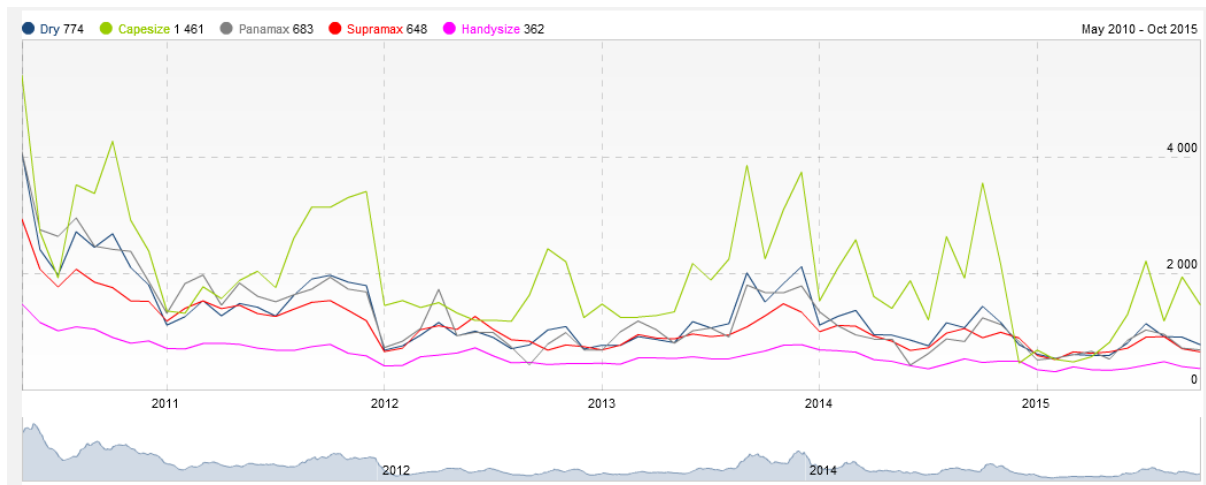
<sup>11</sup> <http://www.hoyre.no/nb-no/aktuelt/arkiv/fred-og-stabilitet-i-europa>

<sup>12</sup> <https://www.regjeringen.no/no/sub/eos-notatbasen/notatene/2012/mars/svovelinhold-i-marint-drivstoff-/id2432316/>

<sup>13</sup> <http://norlines.no/nyheter/seca>

<sup>14</sup> <http://www.collicare.no/nyheter/prisjustering-fra-1-januar-2015-article1144-364.html>

risiko knyttet til endringer i spotratene, men på sikt vil også disse være med å bestemme prisene på de langsiktige kontraktene (Dahl m.fl. 1997).



Figur 9 Baltic Dry Indeksen

«Når skip er mangelvare vil fraktratene skyte i været og stimulere fartøysbestilling. Når det er overskudd av skip vil fraktratene falle og holde seg lav til nok skip har blitt skrapet til å balansere markedet»<sup>15</sup>.

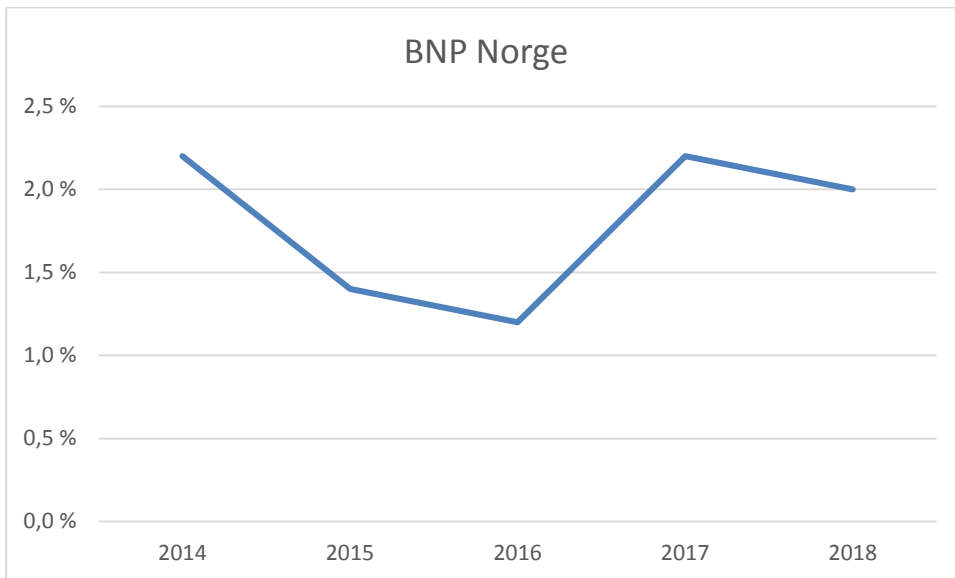
Som figuren ovenfor viser at Baltic Dry hovedindeksen har hatt en negativ utvikling siden 2010. Underindeksen Capesize har hatt en volatil utvikling gjennom samme periode, mens de resterende underindeksene har fulgt hovedindeksen jevnt. Totalt sett viser utviklingen til Baltic Dry indeksen en forverring av lønnsomheten i bransjen. Dette indikerer en forverret makrosituasjon i Nord-Europa gjennom de siste 6 årene, i tillegg til et økt tilbudsoverskudd i bransjen.

#### 5.1.1.2.2 Økonomiske prognoser

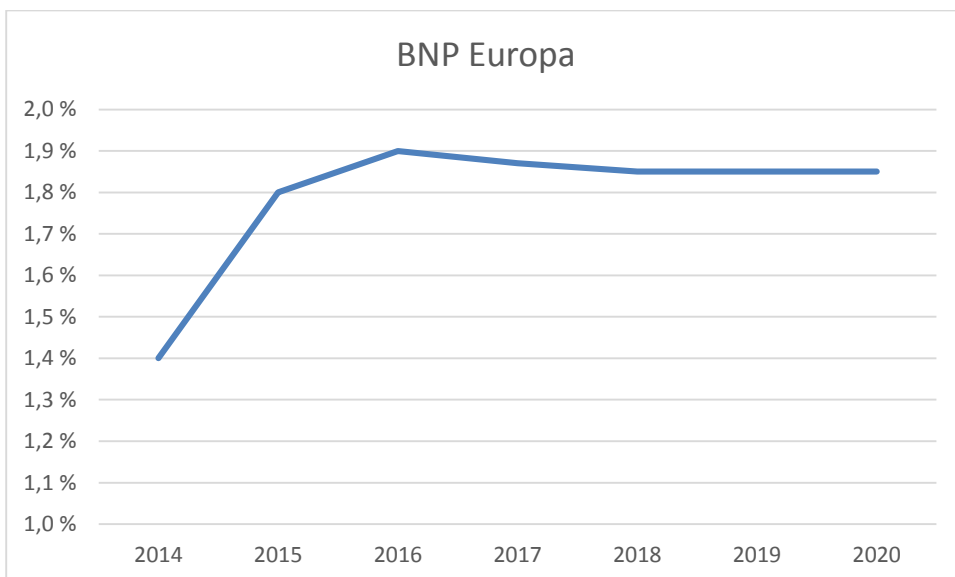
De fleste internasjonale shipping selskap, deriblant Wilson ASA, har sine inntekter eller lån som beløper i Euro, altså vil utviklingen til den europeiske pengemarkedsrenten, EURIBOR, være viktig. En økning i rentene fører til at investeringer må utsettes mens en reduksjon av rentene vil slå positivt ut på investeringsviljen. Fall i oljeprisen vil først og fremst påvirke inntekten til skip som seiler i spot markedet, noe Wilson og andre delvis har reservert seg mot ved å inngå langsiktige kontrakter. Tilsvarende vil en økning i oljeprisen ha en negativ effekt

<sup>15</sup> <http://nautikk.net/wp-content/uploads/kalins-pdf/singles/shippingmarkedets-syklus.pdf>

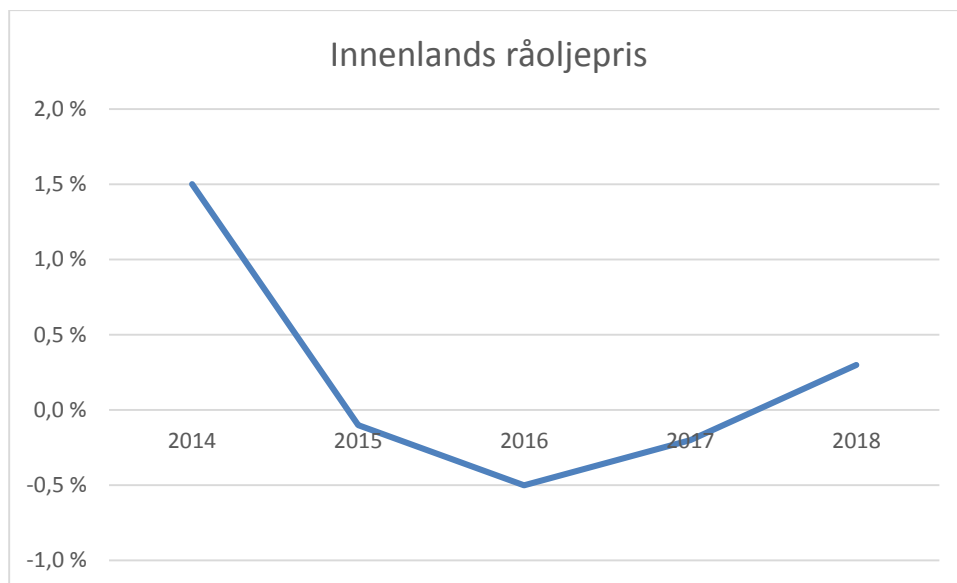
på lønnsomhetsutviklingen da shippingselskapenes reisekostnader, i form av bunkerkostnader øker. De fleste nedgangstider i shipping-industrien er altså ofte et resultat av økonomiske sjokk. Det er derfor viktig å analysere den økonomiske situasjonen gjennom nøkkeltall og framtidige prognoser. På dette grunnlaget har jeg valgt å vurdere nøkkeltallene BNP, råoljepris, rentenivåer, inflasjon og eksport, basert på tall hentet fra Statistisk Sentralbyrå (SSB) og The Worldbank.no.



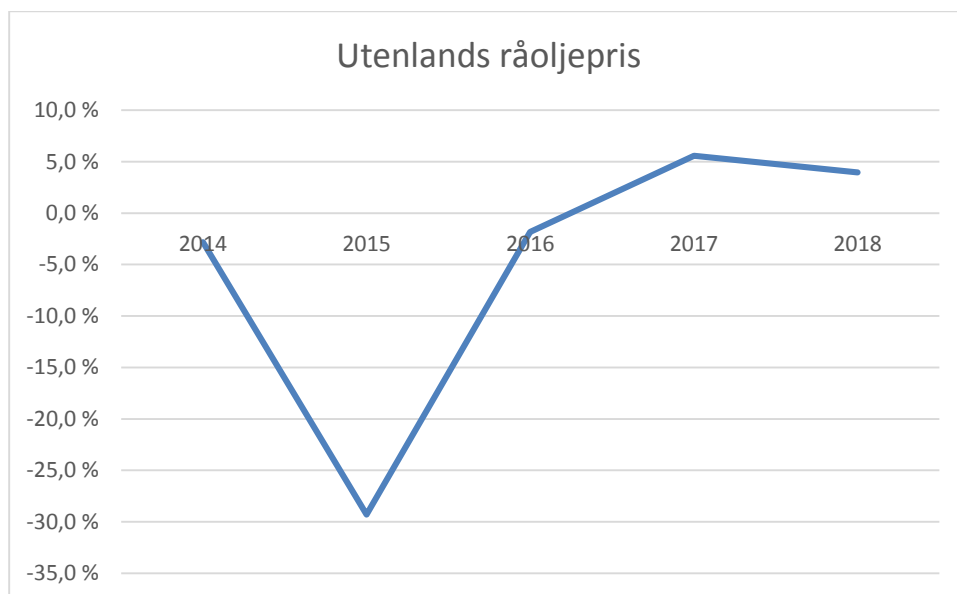
Figur 10 Økonomiske prognoser, BNP Norge



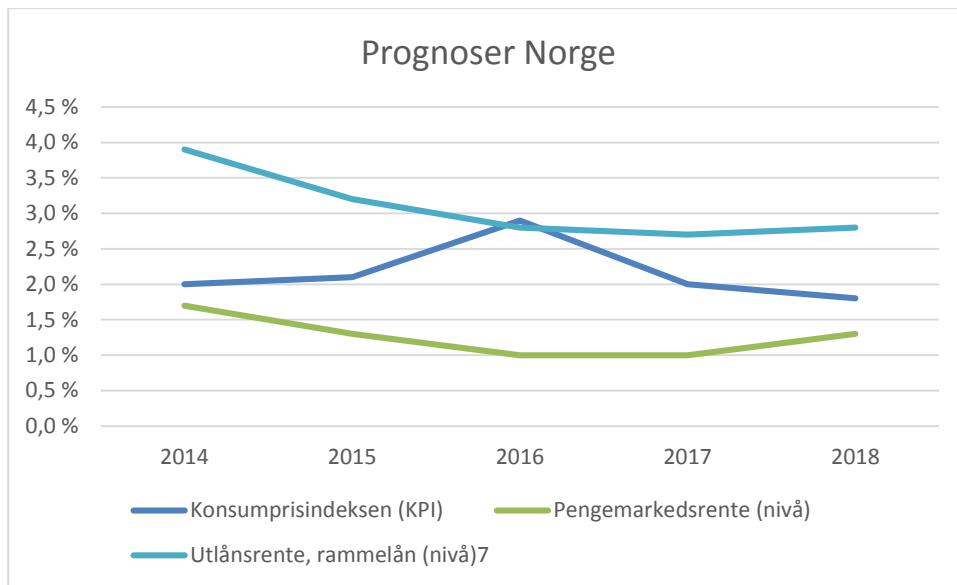
Figur 11 Økonomiske prognoser, BNP Europa



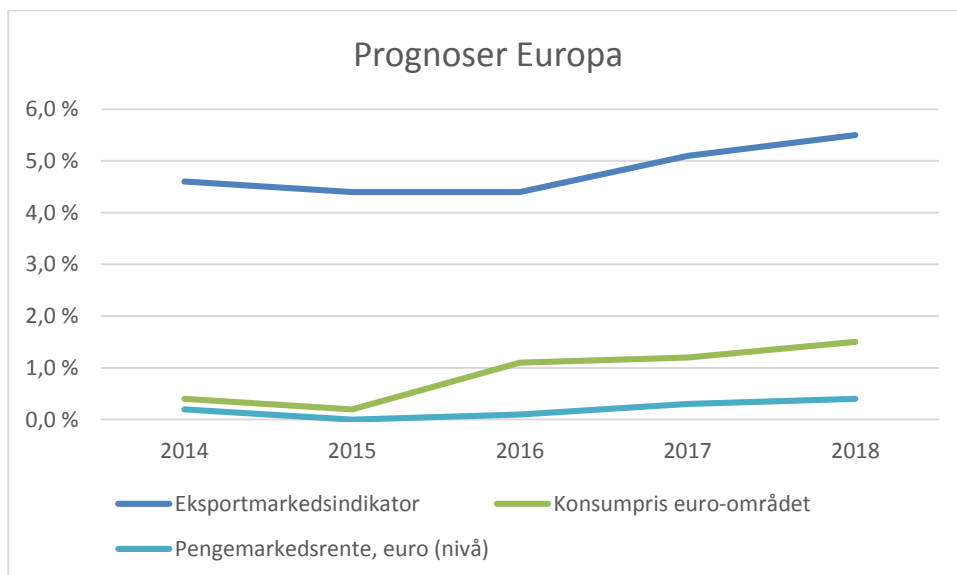
Figur 12 Økonomiske prognoser, Innenlands råoljepris



Figur 13 Økonomiske prognoser, Utenlands råoljepris



Figur 14 Økonomiske prognoser, Prognoser Norge

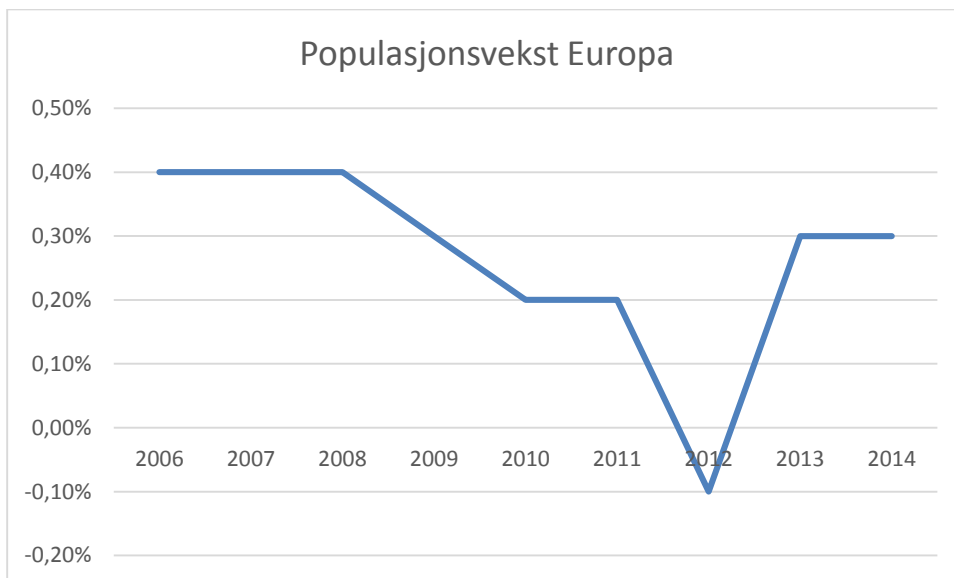


Figur 15 Økonomiske prognoser, Prognoser Europa

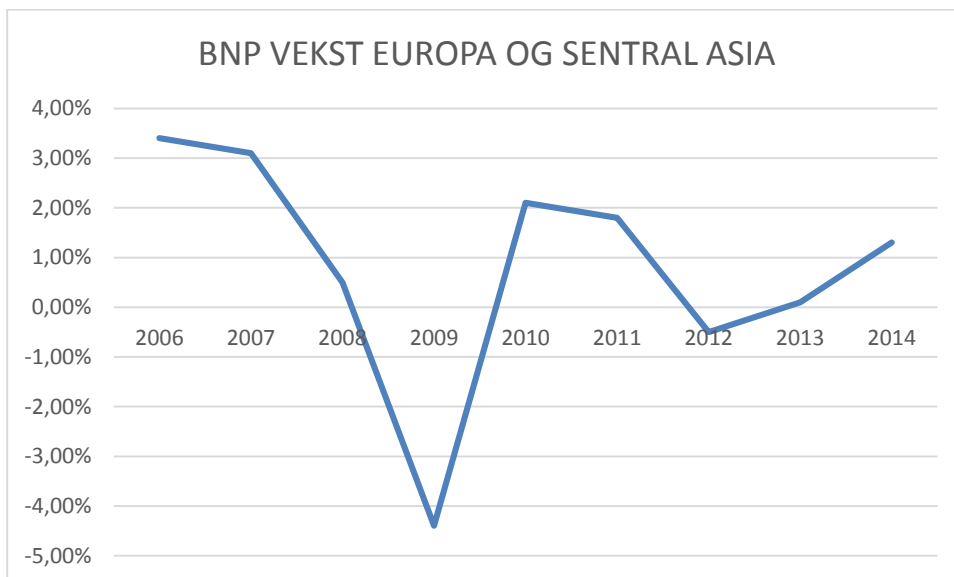
Basert på nøkkeltallene presentert ovenfor kan man se at prognosene viser en forholdsvis flat i konjunkturutviklingen målt ved veksten i BNP for Europa på lang sikt. Dette gjenspeiles også i de årlige vekstprognosene til SSB for konsumprisindeksen, pengemarkedsrenten og eksportmarkedsindikatoren for Euro-området. Også for Norge viser SSBs prognoser en utflating i veksten for inflasjons- og renteutviklingen. Når det gjelder prognosene for råoljeprisutviklingen viser prognosene for euroområdet at prisene vil øke fra og med 2016 for så å flate ut til 2018. En relativ lav vekst vil kunne ha negativ påvirkning på inntjeningen til shippingbransjen, da både import- og eksportviljen er lav. Samtidig vil en økte oljepriser forverre lønnsomheten ytterligere.

### 5.1.1.3 Sosiokulturelle forhold

De sosiokulturelle forholdene omhandler hvordan sosiale og kulturelle forhold påvirker den økonomiske utviklingen og ulike markeder generelt. Jeg anser den demografiske utviklingen i Europa og forbrukernes preferanser som de viktigste faktorene å analysere med hensyn til hvordan de påvirker shippingbransjen.



Figur 16 Populasjonsvekst Europa



Figur 17 BNP vekst Europa og sentral Asia

Populasjonsveksten i Europa har holdt seg stabil de siste 8 årene, med en liten nedgang i 2012 og en økt vekst i 2013 og 2014. Samtidig har inntektsnivået, målt ved BNP i Europa og i det sentrale Asia hatt en negativ utvikling siden 2006 men vist tegn til vekst de siste 2 årene. Økt

---

populasjonsvekst og økt inntektsnivå er indikatorer på økt velstand og bedret makroøkonomisk utvikling. Dette har en positiv påvirkning på shippingbransjen i form av økt etterspørsel som kan lede til økte driftsinntekter. Men en økt inntektsvekst i Europa og Asia kan også være med på å presse lønnskostnadene/mannskapskostnadene opp, noe som virker negativt inn på selskapenes resultat.

#### 5.1.1.4 Teknologiske forhold

De teknologiske forholdene tar for seg områdene innovasjon, offentlig forskning og kommunikasjonsteknologi (Hill & Jones, 2007). Innen shippingbransjen ønsker kundene en grønnere profil, og mange miljøsertifiseringer setter også krav til kundenes leverandører. Teknologisk tidspress, teknologisk spredning og offentlig støtte til forskning og utvikling vil ha en betydning for Wilsons shippingvirksomheten. Wilson er sammen med shippingbransjen sterkt påvirket av bevegelsene til oljeprisen, da bunker kostnadene utgjør selskapenes største kostnad. Teknologiske innovasjoner som effektiviserer drivstoffbruken vil kunne endre lønnsomheten i bransjen betraktelig. Ny teknologi i skip skal gjøre motorene i stand til å anvende naturgass eller brenselceller i stedet for bunkers, noe som vil effektivisere energiforbruket og gjøre shippingbransjen uavhengig av oljeprisen på sikt. Denne teknologiske utviklingen gjør det også mulig for Wilson og andre rederier å investere i nye skip med større kapasitet som samtidig er omkostningsbesparende.

Får å få svar på hvor store verdier som skapes i Wilsons konkurransearena og hvilke aktører som er i posisjon til å ta ut disse verdiene, benytter jeg meg av bransjeanalyse, eller analyse av Porters fem krefter (Løwendal og Wenstøp, 2010).

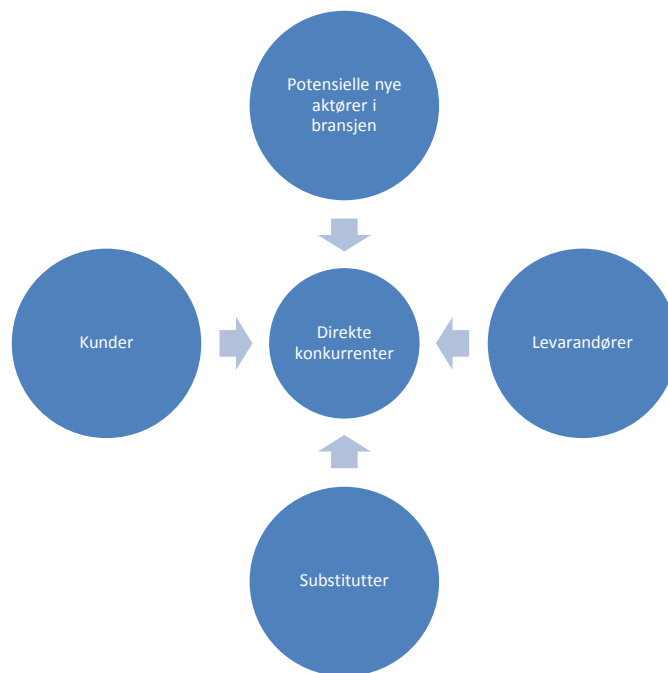
#### 5.1.2 PORTERS femfaktorsmodell

Porters femfaktorsmodell er en konkurranseanalyse som «kartlegger hvilke eksterne krefter som har innvirkning på en bransje, for slik å vise hvilke muligheter og trusler som påvirker konkurransen i bransjen»<sup>16</sup>. De fem kreftene Porter mener har størst innvirkning på en bransje er: kundenes forhandlingsmakt, leverandørenes forhandlingsmakt, trusselen fra inntrengere, trusselen fra substitutter og den interne rivaliseringen i bransjen. Formålet med analysen er

---

<sup>16</sup> <http://kunnskapssenteret.com/konkurranseanalyse/>

ifølge Løwendal og Wenstøp å identifisere og analysere de mest sentrale aktørene for denne bedriften (Løwendal og Wenstøp).



Figur 18 Porters femfaktorsmodell

Som figuren ovenfor viser blir bransjens konkurranseintensitet (direkte konkurrenter) påvirket av de fire øvrige kreftene i rammeverket. Hvor attraktiv en bransje er avhenger dermed av konkurranseintensiteten.

Gjennomføringen av konkurranseanalysen bygger på tre trinn:

1. Identifisering av selskapets konkurransearena og dens verdipotensial
2. Analyse av selskapets og andre aktørers posisjon
3. Vurdere hvilke trusler og muligheter selskapet står ovenfor

#### 5.1.2.1 Trinn 1 – Identifisere konkurransearenaen og dens verdipotensial

Her blir de mest sentrale aktørene for Wilsons konkurranseevne, arenaens potensielle lønnsomhet og vekstpotensial, samt markedet selskapet opererer i analysert:

##### 5.1.2.1.1 Industrishippingbransjen, Short Sea Nord-Europa.

Wilson ASA utfører tjenester innenfor såkalt Short Sea shipping. Short Sea shipping innebærer frakt av gods langs kysten uten å krysse et hav. Det inkluderer frakt av våt- og tørrbulk, containere og passasjerer langs kysten, hvor den typiske lastestørrelsen er 1000 –



---

15 000 dvt. Lasten inneholder typisk korn, stål, kull, malm, salt, stein, skrap og mineraler (bulk), samt oljeprodukter. I Europa står Short Sea shipping for totalt 40% av all varetransport og dekker både innenlands og utenlands transport som inkluderer service for både kyst og øylandskap, elver og sjøer. I et sammendrag hentet fra Bloem Doze Nienhuis rapport om det europeiske Short Sea markedet fra 2012 kommer det fram at det transporteres 1,8 mrd. tonn last pr år og at markedsverdien anslås til å være 36 mrd. dollar. Rapporten hevder også at en likevektssituasjon i shippingmarkedet innebærer en flåte med en økonomisk levetid på 30 år og en vekst på 3,33% nye skip årlig. Rapporten hevder også at det på sikt forventes en årlig vekst i bransjen på 4%<sup>17</sup>.

#### **5.1.2.1.2 Sammenlignbare aktører**

Jeg har valgt å sammenligne Wilson opp mot selskapene:

1. Belships
2. Western Bulk
3. Golden Ocean Group

Alle disse selskapene befrakter tørrbulk, er internasjonale selskap og er notert på Oslo børs. Til tross for dette opererer disse selskapene innenfor en større lastklasse enn Wilson ASA. Grunnen til at jeg likevel velger å bruke disse som sammenlignbare selskap er fordi det er kun ett annet børsnoterte selskap i Europa som driver innen Short Sea shipping i tillegg til Wilson, noe som gjorde det vanskelig å finne sammenlignbar og kvalitetssikret informasjon. Selv om de overnevnte selskapene driver innenfor shipping i Nord Europa, opererer de innen ulike lastklasser. Dette gjør det vanskelig å finne et mål på Wilsons markedsandel sammenlignet opp mot disse selskapene. Jeg har derfor valgt benytte meg av tall fra rapporten «Investeringsmemorandum S&P Bulk XI DIS» av Solomunde-Partners, hvor Wilsons markedsandel er beregnet opp mot unoterte selskaper innen Short Sea shipping.

---

<sup>17</sup> [http://bdnmc.com/documents/English\\_report.pdf](http://bdnmc.com/documents/English_report.pdf)

### 5.1.2.1.3 Mål på markedsandel

I sin rapport identifiserer Solmunde-Partners totalt 23 aktører innen europeisk Short Sea shipping, hvor Wilson har størst markedsandel på 22% etterfulgt av en håndfull aktører med markedsandeler mellom 3 og 10%<sup>18</sup>.

Selskap	Markedsandel
Wilson ASA	22 %
Union Transport Group	5-10%
Wijnne & Barends	5-10%
Arklow	5-10%
Carisbrooke	5-10%
Rhein Maas + Sea	5-10%
Amasus Shipping	3-5%
ARPA	3-5%
Danship	3-5%
Hav Ship Holding	3-5%
Scotline	3-5%

Tabell 2 Markedsandeler, Industrishipping

### 5.1.2.2 Trinn 2 – Analyse av egen og andre aktørers posisjon

For å vurdere konkurranseintensiteten i bransjen er det nødvendig å foreta en analyse av rederiets og konkurrentenes posisjon innad på konkurransearenaen.

#### 5.1.2.2.1 Rederiets posisjon

Gjennom sin globale virksomhet har Wilson tilgang på et stort nettverk av kunnskap, erfaring og ressurser. Med sine datterselskap, kan selskapet tilpasse seg de til enhver tid rådende forhold. Selskapets internasjonale nettverk sørger for kunnskapsdeling på tvers av landegrensene, og øker selskapets evne til å fange opp og håndtere lokale svingninger i etterspørsel samt andre utfordringer. Videre sikrer lokal tilstedeværelse en raskere og mer direkte samhandling med kunder, leverandører og lokale myndigheter. Dette medfører igjen økt effektivitet og produktivitet for Wilson.

<sup>18</sup> [http://www.solmunde-partners.no/media/medialibrary/2011/08/BBS\\_Bulk\\_III\\_-\\_Prospekt.pdf](http://www.solmunde-partners.no/media/medialibrary/2011/08/BBS_Bulk_III_-_Prospekt.pdf)

---

#### **5.1.2.2 Kundenens forhandlingsmakt**

Grunnet det store tilbudet av tørrbulkskip og den synkende etterspørselen i markedet har kundene store muligheter for å presse prisene nedover. Antallet kunder i forhold til bedrifter i shippingbransjen er ikke å anse som lav, men grunnet lav etterspørsel og vekst i Europa reduseres prisene i markedet. Produktet som tilbys innen shipping er sikker transport av tørrlast, noe som ikke er å anse som unikt. Dette gir en lav produkt differensiering i bransjen. Tjenesten, transport av last utgjør en betydelig del av kundens totale kostnader, noe som gjør kundene prisfølsomme. Dette fører til at kunden ønsker å minimere sine kostnader ved å velge den mest optimale transporttjenesten. Dette gir kundene lave byttekostnader ved bytte fra et transportfirma til et annet. Til slutt gir enkel tilgang på informasjon om fraktrater, priser og tilbud i markedet lav informasjonsasymmetri mellom kunde og bedrift.

#### **5.1.2.3 Leverandørens forhandlingsmakt**

Innen shippingbransjen anses leverandører av tonnasje, verftstjenester, bunkerleverandører og ansatte som de viktigste leverandørene. Gitt at levering av tonnasje utgjør en betydelig del av bedriftens kostnader, gjør det bedriftene prisfølsomme. Leverandørene av tonnasje til transport av tørrlast har ikke spesielt differensierte produkter, noe som gjør at byttekostnadene relativt lave. Tilgangen på verftstjenester, bunkers og skipsmannskap er ikke å anse som lav i markedet, og forhandlingsmakten til mannskapet vil da avhenge av markedssvingningene. Grunnet god tilgang på informasjon via internett kan bedrifter lett skaffe seg oversikt over ulike leverandører, og derfra velge den mest priseffektive.

#### **5.1.2.4 Trusler fra inntrengere**

Det fins to typer av inntrengere, aktører innenlands og aktører utenlands. I industrishippingbransjen er det lav produkt differensiering, og bransjen er kapitalintensiv, da det kreves store investeringer i realkapital som skip, maskiner, kontorlokaler osv. Grunnet kostnadsopptimerende kunder i bransjen er det en lav form for kundelojalitet. Ved å kontrollere en stor flåte, er det mulig å oppnå stordriftsfordeler i shippingbransjen. I tillegg til at det er få reguleringer fra myndigheter ved eventuelle nyetableringer, vil det heller ikke være en lav tilgang på distribusjonskanaler, som kjøp av tonnasje, leid tonnasje, brukt tonnasje osv.

#### **5.1.2.5 Trusler fra substitutter**

En substitutt i shippingbransjen er en tjeneste som får fraktet tørrlasten på en annen måte enn til sjøs. Hovedsakelige vil dette omfatte transport via land- eller luft. Men grunnet det store

volumet av last som blir fraktet gjennom sjøtransport, vil ikke den samme mengden bli dekket ved land- og eller lufttransport på samme tid.

#### 5.1.2.2.6 Konkurrentenes, bransjens interne rivalisering

Shippingbransjen er preget av et stort antall konkurrenter. I tillegg til lav markedsvekst er det lav produkt differensiering og små byttekostnader hos kundene. Innen bransjen kan de største rederiene skaffe seg bedre kredittbetingelser gjennom differensiering av fraktinntektene. Den geografiske plasseringen er også en viktig faktor å ta hensyn til. De fleste selskap innen industrishippingbransjen opererer internasjonalt, noe som øker tilbudet av aktører i Europa.

#### 5.1.2.3 Trinn 3 - Vurdering av trusler og muligheter

Til slutt velger jeg å oppsummere mine viktigste observasjoner i en tabell som viser bedriftens mulige trusler og muligheter, samt eventuelle tiltak bedriften kan sette i stand for å møte disse.

<i>Aktør</i>	<i>Vurdering</i>	<i>Tiltak</i>
<i>Rederiets posisjon</i>	Stor tilgang på kunnskap, erfaring og ressurser gjennom nasjonalt og internasjonalt nettverk.	Ekspandering av bedriften til nye områder i Nord-Europa for å oppnå stordriftsfordeler.
<i>Kundene</i>	Høy forhandlingsmakt grunnet tilbudsoverskudd, prisfølsomhet, lav produkt differensiering, byttekostnader og informasjonsasymmetri.	Differensiere tjenestetilbudet fra konkurrerende rederier for å øke byttekostnadene hos kundene.
<i>Leverandørene</i>	Moderat høy forhandlingsmakt. Tonnasje utgjør en livsviktig del a shippingbedrifters kostnader og inntekter.	Foreta kjøp og salg av tonnasje på annenhåndsmarkedet. Investere i egen skipsdrifts.
<i>Inntrengere</i>	Høy trussel fra inntrengere grunnet lave inngangsbarrierer.	Økt fokus på produkt differensiering.

<i>Substitutter</i>	Lav trussel, da mest effektiv transportering av tørrbulk går via sjøveien.	Øke kundetilbudet i form av tjenester, lastesegment og områder.
<i>Konkurrentene</i>	Høy trussel fra intern rivalisering, noe som medfører lavere lønnsomhet i bransjen.	Differensiere seg fra konkurrentene ved et utvidet tjenestetilbud og ekspandering av flåten.

Tabell 3 Porters femfaktorsmodell, Vurdering av trusler og muligheter

Videre vil jeg analysere hvilke ressurser som befinner seg innad i selskapet gjennom å foreta en intern analyse av Wilson ASA.

## 5.2 Intern analyse

Ved å utnytte sine interne ressurser kan en bedrift oppnå et konkurransefortrinn i markedet. Gjennom en intern analyse får man analysert bedriftens interne styrker og svakheter, samt trusler og muligheter. For å kunne avdekke disse har jeg valgt å benytte en SVIMA analyse.

### 5.2.1 SVIMA – analyse

SWIMA – analyse, som er en forkortelse for sjelden, viktig, ikke-imiterbar, mobilisert og approprierbar er en intern ressursanalyse som har som formål å se om bedriften har ressurser eller en evner som kan gi eller bidra til et varig konkurransefortrinn<sup>19</sup>.

Man foretar en SVIMA analyse ved å se på to ulike typer av ressurser, bedriftens synlige og usynlige ressurser.

#### 5.2.1.1 Synlige ressurser

Blant de synlige ressursene vurderes Wilson ASA etter selskapets fysiske og finansielle ressurser. Blant de fysiske ressursene finner man antall kontorer, antall eide skip, antall leide skip samt andre eiendommer som selskapet eier. Wilson opererer pr. 31.12.2014 110 skip, hvorav 83 er Eiermessig kontrollert og resten er innleid på tidscertepartier. Wilson har kontorer

<sup>19</sup> <http://kunnskapssenteret.com/vrio-analyse-ressursanalyse/>

i totalt 8 land nord i Europa. I tillegg til sin hovedvirksomhet opererer også selskapet innen skipsdrift, primært for sine egne skip.



Figur 19 Kontorer Wilson ASA

Wilson består som presentert ovenfor av en stor flåte som opererer rundt i Europa, hvorav mesteparten av skipene eies av selskapet. Til tross for dette vurderes selskapets driftsmidler som imiterbare og ikke sjeldne. Disse ressursene kan gi konkurransemessig paritet til konkurrentene. Det er altså mulig for andre konkurrenter å anskaffe de samme fysiske eiendelen som Wilson besitter.

### 5.2.1.2 Usynlige ressurser

Blant de usynlige ressursene velger jeg å vurdere selskapet etter humankapital, relasjonskapital, renommé og kundelojalitet. Ved humankapital som ressurs vurderes selskapets utdanningsnivå på arbeidere, arbeidsmiljøet, sykefraværet, samt selskapets krav til medarbeiderne. Wilson konsernet sysselsatte ved årsskiftet 2014 oppunder 1700 personer hvorav i overkant av 1500 var seilende. Antallet kontoransatte utgjorde ved årsskiftet 162 personer (Wilson ASA årsrapport 2014). Tilgangen på humankapital innen shippingbransjen er i dag å se på som stor, noe som gjør det enkelt for bedrifter å skaffe seg den kompetanse og mannskap de trenger for å utføre sine tjenester. Jeg vurderer dermed Wilsons ressurser i form av mannskap og humankapital som ikke sjelden og imiterbar.

Relasjonskapitalen, renommé og kundelojaliteten velger jeg å vurdere etter selskapets kundenettverk, samfunnsansvar, risikoreduserende tiltak, selskapets muligheter til stordriftsfordeler og kundetilfredsheten. Gjennom Wilsons levetid har selskapet opparbeidet seg et godt omdømme ved å benytte langsiktige behovskontrakter for sine kunder og å tilby sine tjenester i store deler av Nord-Europa. Dette er noe som øker kundelojaliteten og kundetilfredsheten. Ved at Wilson opererer en flåte på 110 skip, 8 kontorer i ulike land, samt har en markedsandel 22%, oppnår selskapet stordriftsfordeler.

Som en oppsummering er de ulike ressursene listet i en tabell som igjen er vurdert opp mot SVIMA kriteriene.

RESSURS	SJELDEN	VERDIFULL	IKKE- IMITERBAR	MOBILISERT	APPROPRIERT	RESULTAT
<b><u>SYNLIGE</u></b>						
FYSISKE	nei	ja	nei	ja	ja	Paritet
<b><u>USYNLIGE</u></b>						
HUMANKAPITAL	nei	ja	nei	ja	ja	Paritet
OMDØMME	ja	ja	nei	ja	ja	Liten fordel
ALLIANSE	ja	ja	nei	ja	ja	Liten fordel

Tabell 4 SVIMA analyseresultater Wilson ASA

Gjennom SVIMA analysen avdekker jeg to fordeler ved Wilsons interne ressurser, bedriftens omdømmet og selskapets alliansestyrke. Disse ressursene sees på som sjeldne og kan gi Wilson en konkurransefordel hvis selskapets velger å bygge videre på disse verdiene i framtiden.

### 5.2.2 SWOT – analyse

Avslutningsvis har jeg analysert Wilson gjennom en SWOT - analyse. En SWOT analyse ser på hvilke styrker (Strengths), svakheter (Weaknesses), muligheter (Opportunities) og trusler (Threats) selskapet står ovenfor, både intern og eksternt (Løwendal og Wenstøp, 2010). Ved å analysere Wilsons årsrapporter og tilgjengelig markedsinformasjon har jeg kommet fram til følgende:

### *5.2.2.1 Styrker*

Gjennom behovskontraktene oppnår selskapet en mer stabil og forutsigbar inntektsstrøm enn hva tilfellet ville vært i det mer volatile spotmarkedet. Wilsons flåte består av 110 skip hvorav 83 er eid av selskapet selv. Dette resulterer i relativt lave leiekostnader. De typer skip selskapet benytter forbruker lite bunkers pr transportert tonn, noe som følgelig gir lave utslipp pr tonnmil. Dette viser at selskapet er miljøfokusert og kan styrke selskapets omdømme.

### *5.2.2.2 Svakheter*

Wilsons behovskontrakter inneholder ikke noen avtale om minimumsvolum, noe som er å se på som en risiko da dette kan gi store forskjeller i selskapets fraktinntekter. Siden Wilsons inntekter stort sett beløper seg i euro og kostnadene beløper seg i dollar, er konsernets kontantstrøm utsatt for valutakurssvingninger som kan gi store utslag på resultatet. En annen svakhet er at konsernets hovedaksjonær eier 90,2% av aksjene. Dette gjør aksje lite likvid samtidig som at hovedaksjonæren kan ha andre hensyn enn verdimaksimering av aksjonærenes avkastning. Dette hindrer på kort sikt at verdiene kan realiseres, og den langsiktige kontantstrømmen reflekterer ikke annenhåndsverdiene (Dahl m.fl. 1997).

### *5.2.2.3 Muligheter*

Med dagens fallende energipriser og dagens svært lave rentenivåer forbedres forholdene som legger til rette for vekst i Europa. Selv om SECA-gebyrinnføringen er å se på som en ekstra kostnad for Wilson, velger enkelte rederier å operere utenfor SECA-området. Dette kan by på muligheter for Wilson og andre bedrifter som fremdeles seiler innenfor SECA-området i form av økt etterspørsel. En annen potensiell mulighet er at Wilson har effektivisert kontrakten med det kinesiske verftet Wuxue Janda Shipbuilding Co. Ltd om bygging av tre bulksskip samt at selskapet har opsjon på ytterligere to skip med størrelse 2600 dwt. I tillegg har Wilson effektivisert sin flåte ved å selge unna MV Wilson Fjord og MV Wilson Marin og kjøpe to bulksskip av hollandske Vertom: MV Celine og MV Maxime (Wilson ASA årsrapport 2014).

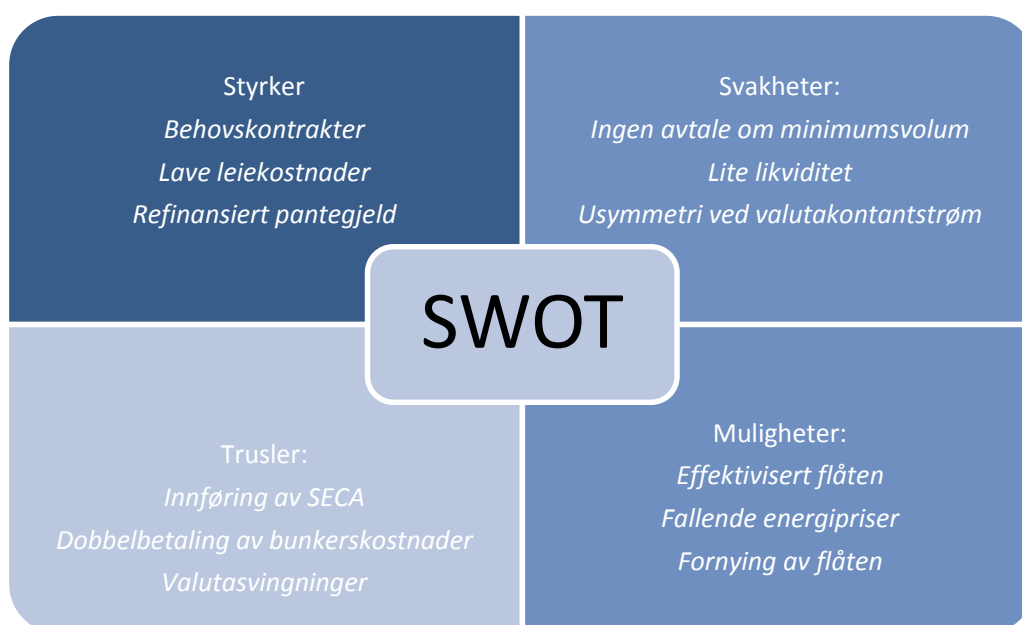
### *5.2.2.4 Trusler*

De truslene selskapet er utsatt for er svingningene i valutakursene og rentenivåene da små endringer i disse faktorene kan gi store utslag på konsernets kontantstrøm. Samtidig har Wilson tidligere anvendt Bergen Bunkers i stor utstrekning for løpende bunkerskjøp. Etter konkursen i Bergen Bunkers morselskap med etterfølgende konkurs i Bergen Bunkers oppsto



det en situasjon hvor leverandørene av bunkers krevde direkte oppgjør for manglende betaling samtidig som selskapets avtaleforhold var forankret hos Bergen Bunkers, herunder Bergen Bunkers konkursbo. Selskapet anser risikoen for å måtte betale to ganger for samme leveranse som liten, en muligheten kan ikke avskrives (Wilson ASA årsrapport 2014). Til slutt vil innføringen av SECA resultere i høyere bunkerskostnader for reiser innenfor de spesifikke SECA-områdene. Dette vil til tross for de eventuelle muligheter dette måtte gi, være å anse som en trussel for økt lønnsomhet i selskapet.

Oppsummert er hovedresultatene fra SWOT-analysen presentert i en figur.

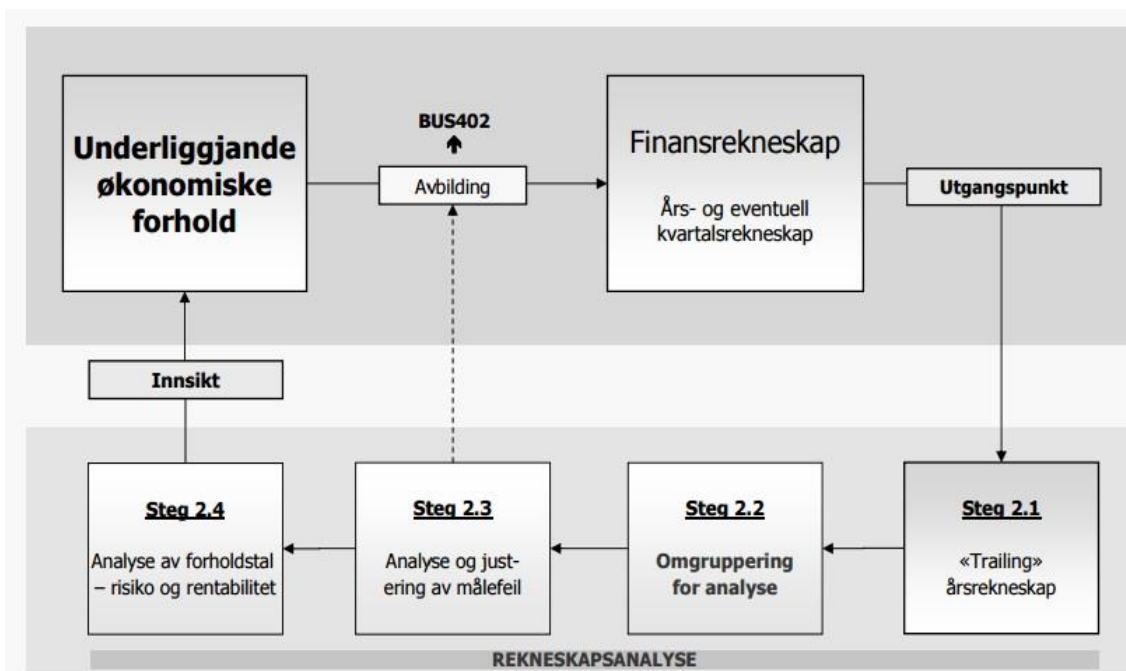


Figur 20 SWOT analyse

Resultatene fra den strategiske analysen vil bli brukt videre i oppgaven som argumentasjon ved prognostiseringen av Wilsons fremtidige kontantstrømmen. Før denne kan estimeres er det nødvendig å få innsikt i selskapets økonomiske situasjon gjennom en regnskapsanalyse.

## 6 Regnskapsanalyse

Regnskapsanalysen innebærer innhenting av informasjon av finansiell karakter. For å kunne estimere Wilsons fremtidige kontantstrøm er det nødvendig å foreta en analyse av selskapets tallhistorikk. Ved å foreta en systematisk gjennomgang og analyse av Wilsons tilgjengelige årsregnskap får man god innsikt i selskapets underliggende økonomiske forhold, som i kombinasjon med den strategiske analysen vil bli brukt som argumentasjon til estimeringene av selskapets fremtidige netto kontantstrøm (Dahl m.fl. 1997). Ifølge Knivsflå (2013) omfatter regnskapsanalysen først en omgruppering og normalisering av selskapets balanse og resultatregnskap, som til slutt vil bli analysert gjennom en nøkkeltallsanalyse som figuren nedenfor beskriver (Knivsflå, 2013).



Figur 21 Rammeverk regnskapsanalyse

### 6.1 Avklaringer og begrensninger for analyse

Får å få utnyttet regnskapsanalysen best mulig vil jeg sammenligne mine analyseresultater av Wilson ASA mot sammenlignbare selskaper. I tillegg vil jeg begrense analysen til en bestemt analyseperiode.

### 6.1.1 Sammenlignbare selskaper

For å få et innblikk i hvordan Wilson presterer i forhold til bransjen, er det nødvendig å sammenligne selskapets regnskapstall med liknende selskap. Som nevnt i den strategiske analysen sammenligner jeg Wilsons regnskapstall opp mot selskapene Belships ASA, Western Bulk ASA og Golden Ocean Group. Det mest optimale hadde vært å sammenligne Wilson opp mot de unoterte selskapene nevnt i Solmunde-Partners rapporten, men grunnet den lave tilgangen på informasjon og tilgjengelig tid anså jeg ikke dette som mulig. I min analyse har jeg benyttet tall fra selskapenes tilgjengelige årsrapporter, samt bedriftsinformasjon hentet fra proff.no. Nedenfor er en oversikt over utviklingen til selskapenes balanse for den valgte analyseperioden:

Balanse TNOK	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Wilson Ship	1 082 761	1 329 491	1 882 685	2 089 821	2 583 670	2 384 823	2 704 890	2 752 985	2 648 224	2 225 223	2 989 093
Belships	348 068	280 834	345 067	570 791	642 592	594 396	799 493	782 171	570 784	724 784	855 134
Golden Ocean	2 222 568	2 181 323	1 878 339	1 857 961	2 311 844	2 170 937	3 154 166	3 111 677	2 209 655	2 487 428	9 433 552
Western Bulk	369 493	235 899	371 373	377 309	361 772	452 951	487 112	430 436	386 130	384 669	403 602

Tabell 5 Sammenlignbare selskaper, balanse

For å kunne estimere best mulig prognoser er det viktig at de tallene jeg analyser er kvalitetssikret.

### 6.1.2 Analyseperioden, validitet og reliabilitet.

Jeg har valgt å begrense analysen til de siste 10 års tilgjengelige årsrapporter for Wilson ASA og de sammenlignbare selskapene. De sammenlignbare selskapers regnskap føres i denne perioden etter IFRS og god regnskapsskikk. Samtidig er informasjon og årsrapporter for de komparative selskapene tilgjengelig for det offentlige og revidert i ettertid. Dermed oppnår jeg god reliabilitet og validitet ved analyseringen.

### 6.1.3 Valutakonvertering

I årsrapportene for 2013 og 2014 til Wilson ASA, Belships ASA er regnskapstallene presentert i Euro. Disse har jeg valgt å konvertere tilbake til norske kroner da resten analyseperiodens årsrapporter (2004 – 2012) er presentert i norske kroner. En komplett analyseperiode i samme valuta vil da gjøre tallene som analyseres mer sammenlignbare. Wilson opplyser i sin årsrapport fra 2014 at valutakursene de har brukt for beregning ved regnskapsåret slutt er:

EUR/NOK 31.12.14	9,037
EUR/NOK 31.12.13	8,383

Tabell 6 Valutakonvertering Wilson ASA & Belships ASA

Jeg har valgt å benytte disse kursene når jeg konverterer tilbake til norske kroner. Før selve analysen, presenteres et sammendrag av Wilsons finansielle utvikling fra 2004 til 2014.

## 6.2 Finansielle hovedtall Wilson ASA

Nedenfor er Wilsons finansielle hovedtall presentert for å gi leseren en bedre oversikt over selskapets tallhistorikk, hvor tallene er hentet fra selskapets årsrapporter.

År MNOK	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
<b>Resultat</b>											
Brutto fraktinntekter	1 468	1 633	1 659	1 831	2 157	1 648	1 969	1 988	2 099	2 155	2 514
EBITDA	234	291	294	392	404	56	269	192	229	288	348
Driftsresultat (EBIT)	179	198	185	257	234	-133	91	-8	36	83	141
Resultat av finansposter	-19	-1	-25	-120	-63	101	-42	-84	-78	12	-64
<i>hvorav rentekostnader</i>	23	31	36	63	89	65	67	85	96	102	93
Resultat før skatt	160	197	160	132	170	-32	49	-92	-42	98	77
<i>Nominell skattesats</i>	28 %	28 %	28 %	28 %	28 %	28 %	28 %	28 %	28 %	28 %	27 %
Årsresultat	118	159	120	96	250	1	58	-81	-102	96	51
Resultat pr aksje (NOK kr.)	3,2	3,8	2,9	2,3	5,9	0,0	1,4	-1,9	-2,4	2,3	1,2
<b>Balanse MNOK</b>											
Egenkapital	311	475	549	626	837	799	862	782	679	852	958
Totalkapital	1 083	1 330	1 760	2 090	2 584	2 385	2 705	2 753	2 648	2 831	2 989
Netto rentebærende gjeld	566	559	816	898	1 351	1 326	1 499	1 705	1 894	1 891	1 749
<b>Marginer</b>											
EBITDA margin %	15,90	17,80	17,70	21,40	18,70	3,40	13,70	9,70	10,89	13,38	13,84
EBIT margin %	12,20	12,10	11,10	14,00	10,80	-8,10	4,60	-0,40	1,71	3,84	5,60
Resultat margin %	10,90	12,10	9,60	7,20	7,90	-1,90	2,50	-4,60	-2,02	4,55	3,06

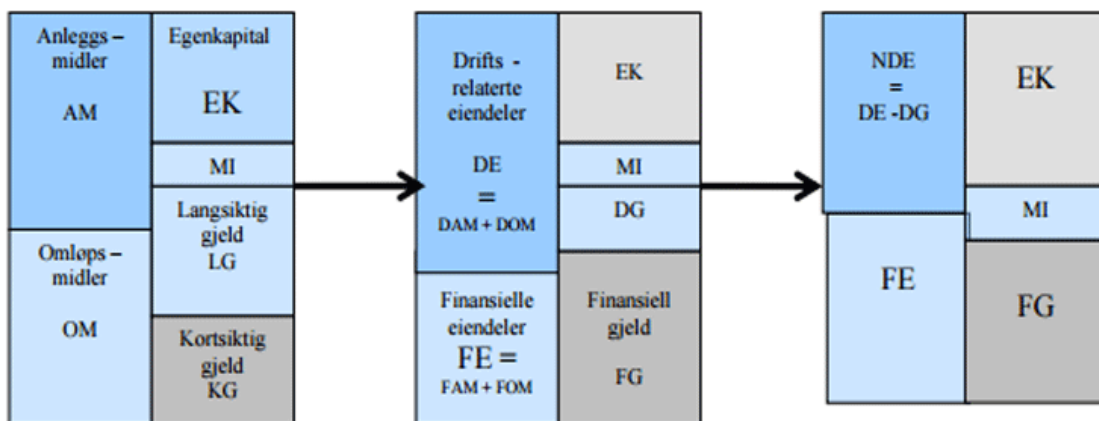
Tabell 7 Finansielle hovedtall, Wilson ASA

Som de finansielle hovedtallene viser har Wilson hatt en stabil vekst i gjennom 10 års perioden, med en tilbakegang i 2009 som følge av finanskrisen. Inntjeningen til Wilson avhenger av markedssituasjonen, og har dermed fulgt konjunkturutviklingen nøye.

Når man foretar en regnskapsanalyse er det viktig å se på tallene fra et investororientert perspektiv. Det er derav nødvendig å foreta en omgruppering av balansetallene til Wilson.

## 6.3 Omgruppering av balanse

Gjennom en omgruppering av Wilsons balanse fjernes eiendeler og gjeldsposter som ikke er relatert til driften, mens driftsrelaterte poster som er relatert til den daglige driften består (Dahl m.fl. 1997). Dermed får jeg omgjort totalkapital fra å være kredittorientert med fokus på likviditet til å bli investororientert med fokus på drift. Figuren nedenfor illustrerer omgrupperingen av et selskaps balanse (Knivsflå, 2013).



Figur 22 Omgruppering av balanse

Driftsrelaterte eiendeler og gjeld er knyttet til selskapets daglige drift og bidrar til å skape verdi. Blant Wilsons driftsrelaterte eiendeler (DE) er typisk maskiner, skip, produksjonsutstyr, kontorutstyr og annet utstyr relatert til rederiets drift, mens selskapets leverandørgjeld betegnes som driftsrelatert gjeld (DG). De finansielle balansepostene påvirker ikke selskapets daglige drift og kan dermed selges uten ha noen påvirkning på verdiskapingen. For Wilsons finansielle eiendeler (FE) regnes maskiner og eller tomter som ikke er knyttet til den operasjonelle driften til selskapet, mens selskapets langsiktige gjeld regnes som finansiell gjeld (FG). Etter omgrupperingen har funnet sted vil det som regel ikke være balanse mellom eiendelen og gjeld. Avviket vil da bli lagt til i den siden av balansen som har lavest verdi (Knivsflå, 2013). Nedenfor presenteres resultat av Wilsons omgrupperte balanse:

Balanse TNOK	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
<i>Anleggsmidler</i>											
Sum immaterielle eiendeler	182 198	172 656	156 875	130 901	154 954	184 044	199 755	216 479	153 563	172 484	185 292
Sum varige driftsmidner	714 177	877 198	1 177 265	1 531 063	1 925 777	1 943 662	2 170 214	2 263 120	2 135 740	2 310 244	2 350 962
Sum anleggsmidler	896 375	1 049 854	1 334 140	1 661 964	2 080 731	2 127 706	2 369 969	2 479 599	2 289 303	2 482 728	2 536 254
<i>Omløpsmidler</i>											
Bunkers	13 416	20 233	23 431	27 173	29 281	30 825	46 594	64 219	62 119	65 960	55 739
Sum fordringer	127 018	142 957	175 689	224 088	230 347	149 557	158 012	176 366	200 870	185 533	249 227
<b>Sum eiendeler</b>	<b>1 036 809</b>	<b>1 213 044</b>	<b>1 533 260</b>	<b>1 913 225</b>	<b>2 340 359</b>	<b>2 308 088</b>	<b>2 574 575</b>	<b>2 720 184</b>	<b>2 552 292</b>	<b>2 734 222</b>	<b>2 841 219</b>
<i>Egenkapital</i>											
Sum kortsiktig gjeld	188 330	201 674	408 701	516 286	422 169	352 271	383 726	540 271	322 381	359 187	601 327
Sum gjeld	188 330	201 674	408 701	516 286	422 169	352 271	383 726	540 271	322 381	359 187	601 327
<b>Sum egenkapital og gjeld</b>	<b>499 299</b>	<b>677 046</b>	<b>1 079 893</b>	<b>1 142 173</b>	<b>1 258 760</b>	<b>1 151 202</b>	<b>1 246 074</b>	<b>1 322 094</b>	<b>1 001 077</b>	<b>1 210 988</b>	<b>1 559 070</b>
<i>Forskjell mellom Eiendeler og G/EK</i>	537 510	535 998	453 367	771 052	1 081 599	1 156 886	1 328 501	1 398 090	1 551 215	1 523 234	1 282 150

Tabell 8 Omgruppert balanse Wilson ASA

Som omgrupperingsresultat inngår de fleste av selskapets eiendeler i driften i form av skip, mens det største avviket forekommer grunnet korrigerings av selskapets langsiktige gjeld som i gjennomsnitt har utgjort 49,38% av selskapets total kapital. Den avviksjusterte balanse vil bli benyttet videre i regnskapsanalysen.

Når man skal analysere et selskaps regnskapstall er det viktig at regnskapet inneholder driftsrelatert informasjon og at all informasjon som ikke er knyttet til driften blir fjernet.

## 6.4 Normalisering

Et selskapets resultatregnskap kan deles opp i to deler, det normale resultatet og det unormale resultatet. Det normale resultatet tar for seg varige, permanente og normale poster som vil komme tilbake år etter år, og er derfor relevant for budsjetteringen og framskrivningen. Mens det unormale resultatet inneholder poster som kun virker inn på en eller få perioder, som er lite relevant for fremtidsutviklingen og som kan kategoriseres som ekstraordinære, diskontinuerlige eller unormale engangsposter (Dahl m.fl. 1997). Normaliseringen gir ifølge Knivsflå (2013) innsikt i underliggende forhold, ved at man får fram et klarere skille mellom drift og finansiering – mellom normale og unormale poster (Knivsflå, 2013). Typiske engangsposter kan være *engangsgevinster*, *tap ved salg av eiendeler*, *engangsavsetninger* og *restruktureringer*. Siden selskapet er sterkt påvirket av konjunktursvingningene, er det viktig å gjøre den nåværende konjunktursituasjonen om til et normalår for å kunne gjennomføre best mulig analyse. Gjennom å korrigere for unormale- og engangsposter på inntekts- og kostnadssiden kan jeg analysere selskapets reelle resultatregnskap. Basert på en gjennomgang

av selskapets årsrapporter og beskrivelsene av regnskapspostene i rapportenes noter, har jeg kommet fram til at følgende poster blir korrigert for ved normaliseringen av regnskapet.

#### 6.4.1 Gevinst ved salg av skip

Wilson ASA driver jevnlig med kjøp av salg av skip for å effektivisere flåten. Dersom salgsinntektene av de solgte skipene overgår kjøpskostnadene av nye skip oppnår selskapet en netto gevinst (motsatt netto tap). Men disse gevinstene/tapene forekommer ikke årlig og er ikke å anse som en del av selskapets normale drift. Skip og dokking utgjør den største størrelsen av Wilsons varige driftsmidler og verdien endres stadig når selskapet foretar kjøp og salg av skip. Siden handel og salg av eiendeler ikke inngår i Wilsons fundamentale inntjeningsmodell er dette en post som skaper støy, og som må korrigeres for.

År TNOK	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Sum
Gevinst/tap ved kjøp og salg av anleggsmidler	-19	-2632	29	0	0	-9322	4569	-7 375

Tabell 9 Normalisering, Gevinst/tap ved salg av skip

Som tabellen ovenfor viser har selskapet hatt netto verdiendringer i driftsmidlene i 5 av de siste 7 årene. Det er dermed ikke å anse at det fins en form for systematikk i selskapets resultatpost. For eksempel vil en summering av de siste 7 års gevinster/tap ikke summere seg til null, hvilket kunne tilse at det fantes en systematikk. Gitt at det ikke er en systematikk over de bokførte verdiene, antar jeg at kjøp og salg av anleggsmidler forekommer tilfeldig og at det ikke er en del av en langsiktige strategi. Disse verdiene vil bli korrigert for å normalisere selskapets resultat.

#### 6.4.2 Agio & Disagio

Transaksjoner i utenlandsk valuta omregnes til den funksjonelle valuta ved å benytte valutakurs på transaksjonsdagen. Valutagevinster (agio) og –tap (disagio) som oppstår ved betaling av slike transaksjoner, og ved omregning av pengeposter i valuta ved slutten av hver rapporteringsperiode, resultatføres. Valutatap og -gevinst presenteres netto som finansposter (Wilson ASA årsrapport 2014).

År TNOK	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Sum
Agio	96 379	226 080	56 918	25 914	51 445	113 589	9 318	579 643
Disagio	166 940	29 193	24 237	29 653	13 460	-	-	263 483
Netto valutagevinst	-70 561	196 887	32 681	-3 739	37 985	113 589	9 318	316 160

Tabell 10 Normalisering, Agio + Disagio

Endringene i valutakurser påvirker regnskapene og verdiene i betydelig grad. Mesteparten av Wilsons inntekter beløper seg i euro, mens kostnadene beløper seg i dollar. Ifølge Dahl m.fl. (1997) vil selskaper som er underlagt norske regnskapsregler kunne få store utslag i resultatregnskapene grunnet svingningene i valuta (Dahl m.fl. 1997). Shippingselskaper vil av den grunn vurderes utfra forventet kontantstrøm med utgangspunkt i den kontantstrømbaserte modellen, her selskapets normaliserte resultat. I tillegg til Dahls argument viser en summering av nettoverdien for agio og disagio de siste 7 årene ingen tegn på systematikk. På bakgrunn av dette konkluderer jeg med at bevegelsene i agio og disagio er tilfeldige, og velger dermed å fjerne disse postene ved normalisering av resultatregnskapet.

### 6.4.3 Derivater

Wilsons derivater, som er regnskapsført til virkelig verdi, inngår både på eiendels og gjeldssiden. Derivatene er i all hovedsak inngått i selskapet med tanke på økonomisk styring. Summen av derivatene består av valutaderivater og rentederivater. Ved regnskapsføring av derivatene til virkelig verdi, har konsernet lagt til grunn markedspriser oppgitt av selskapets bankforbindelser som er motpart i forretningene. Verdsettelsen av derivatene er ikke noterte priser, men er utledet fra observerbare markedsdata (Wilson ASA årsrapport 2014).

År TNOK	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Sum
Verdiendring på derivater	83 872	-28 299	-4 146	6 540	-11 839	1 896	22 627	70 651

Tabell 11 Normalisering, Derivater

Siden endringene i derivatene er knyttet til makroøkonomiske forhold, påvirkes disse av svingningene i derivatmarkedet, noe som gjør det nesten umulig å estimere den framtidige utviklingen til derivatene. Samtidig viser også den langsiktige utviklingen til resultatposten ingen tegn på systematikk og verdienes utvikling vurderes som tilfeldig. Dette innebærer at posten fjernes ved selskapets normaliserte resultatregnskap.

### 6.4.4 Pensjon

Til slutt er kostnader og inntekter, samt avvik forbundet med selskapets pensjon ikke å anse som en del av Wilson ASAs underliggende inntjeningen. En oversikten og summering av de siste års verdier viser heller ingen tegn på tallsystematikk og verdifremkallingene er heller å anse som tilfeldige.



År TNOK	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Sum
<b>Pensjonskostnader</b>								
netto rentekostnader/(inntekter)	3 600	4 216	4 458	3 750	3 600	3 057	308	22 989
resultatført estimatavvik	-787	65	1 210	112	123	668	-	1 391

Tabell 12 Normalisering, Pensjonskostnader

På bakgrunn av dette vil også Wilsons pensjonskostnader bli korrigert for i normalregnskapet.

### 6.4.5 Presentasjon av normalisert resultat

Ved normaliseringen av Wilsons årsresultat blir de diskuterte postene ovenfor korrigert for i Wilsons balanseførte resultat før skatt. For å unngå forvirring er det tydelig framvist hvilke poster som blir trukket fra og hvilke poster som blir lagt til det balanseførte resultatet før skatt.

År TNOK		2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Balanseført netto resultat før skatt	=	170 102	-31 758	49 054	-91 967	-42 459	97 996	76 900
Nettogeavnst ved salg av skip	-	-19	-2 632	29	-	-	-9 322	4 569
Agio	-	96 379	226 080	56 918	25 914	51 445	113 589	9 318
Disagio	+	166 940	29 193	24 237	29 653	13 460	-	-
Verdiendring på derivater	-	83 872	-28 299	-4 146	6 540	-11 839	1 896	22 627
netto rentekostnader/(inntekter)	+	3 600	4 216	4 458	3 750	3 600	3 057	308
resultatført estimatavvik	+	-787	65	1 210	112	123	668	-
Normalisert netto resultat før skatt	=	159 623	-193 433	26 158	-90 906	-64 882	-4 443	40 693

Tabell 13 Normalisert resultatregnskap Wilson ASA

Ved bruk av det normaliserte resultatregnskapet og den omgrupperte balansen til Wilson ASA vil jeg så foreta en nøkkeltallsanalyse.

## 6.5 Nøkkeltallsanalyse

Gjennom en nøkkeltallsanalyse får jeg innsikt i Wilsons underliggende økonomiske forhold. En nøkkeltallsanalyse gir også en oversikt over den økonomiske utviklingen til selskapet over tid. Jeg har valgt å analysere bedriftens likviditet, soliditet, kredittkvalitet og lønnsomhet med respektive nøkkeltall. De utarbeidede nøkkeltallene vil bli sammenlignet opp mot bransjegjennomsnittet, som er beregnet ut fra likt vektete nøkkeltall for Wilson ASA, Belships ASA, Western Bulk og Golden Ocean Bulk.

## 6.5.1 Likviditet

Et selskaps likviditet beskriver foretakets betalingsevne, det vil si evnen til å møte sine kortsiktige forpliktelser ved forfall<sup>20</sup>. En beregning og sammenligning av nøkkeltallet likviditetsgrad 1 gir meg en god indikasjon på hvor likvid Wilson ASA er i forhold til bransjen.

### 6.5.1.1 Likviditetsgrad 1

Likviditetsgrad 1 forteller noe om forholdet mellom selskapets omløpsmidler og kortsiktige gjeld. Nøkkeltallet måler altså bedriftens evne til å dekke sine betalingsforpliktelser og beregnes slik:

$$\text{Likviditetsgrad 1} = \frac{OM}{KG}$$

*LG1: Likviditetsgrad 1*

*OM: Omløpsmidler*

*KG: Kortsiktig gjeld*

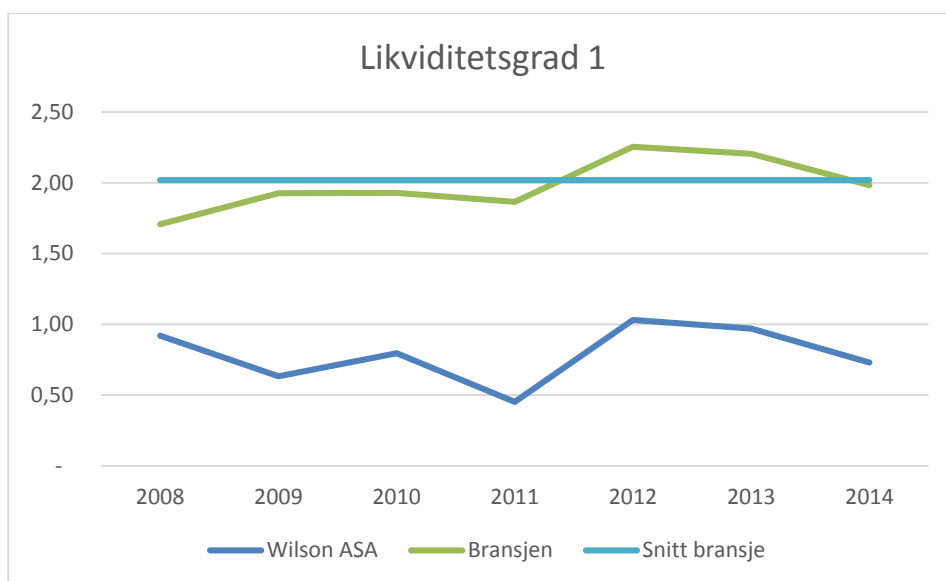
En likviditetsgrad 1 bør være større enn 2 for at bedriften skal være å anse som likvid<sup>21</sup>. De beregnede resultatene for bransjens likviditetsutvikling er presentert nedenfor:

Likviditetsgrad	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Wilson Ship	0,92	0,63	0,80	0,45	1,03	0,97	0,73
Belships	1,90	3,02	3,02	3,02	3,02	2,02	1,28
Golden Ocean	1,91	1,97	2,62	2,71	3,07	3,60	3,69
Western Bulk	2,10	2,08	1,28	1,28	1,90	2,23	2,23

Tabell 14 Nøkkeltall, Likviditetsgrad 1

<sup>20</sup> <https://snl.no/likviditet>

<sup>21</sup> <http://www.experian.no/assets/onlinetjenester/brochures/nokkeltall-beskrivelse.pdf>



Figur 23 Nøkkeltall, Likviditetsgrad 1

Resultatene viser at Wilsons likviditetsgrad gradvis er blitt redusert fra 0,92 i 2005 til 0,73 i 2014, mens bransjegjennomsnitt har økt i tilsvarende periode fra 1,71 til 1,98. I snitt så har bransjens likviditetsgrad ligget på 2,02, noe som er å anse som tilfredsstillende. Wilson ASA oppnår ikke et tilfredsstillende likviditetsnivå med et gjennomsnitt på 0,85. En av grunnene til Wilson ASA lave likviditet kan være foretakets lave andel av aksjonærer da ved at en hovedaksjonær står for 90,18% av selskapets aksjer. Dette gjør selskapet lite likvid.

## 6.5.2 Soliditet

Soliditet uttrykker et foretaks evne til å tåle tap<sup>22</sup>. Man måler selskapets soliditet ved å se på egenkapitalandelen i prosent av total kapital samt selskapets gjeldsgrad.

### 6.5.2.1 Soliditetsgrad

Et selskaps soliditetsgrad viser forholdet mellom bedriftens egenkapital i prosent av total kapital. Nøkkeltallet viser hvor mye fri kapital bedriften har å rutte med i forhold til gjeld og beregnes slik:

$$\text{Soliditetsgrad} = \frac{EK}{TK}$$

<sup>22</sup> <https://no.wikipedia.org/wiki/Soliditet>

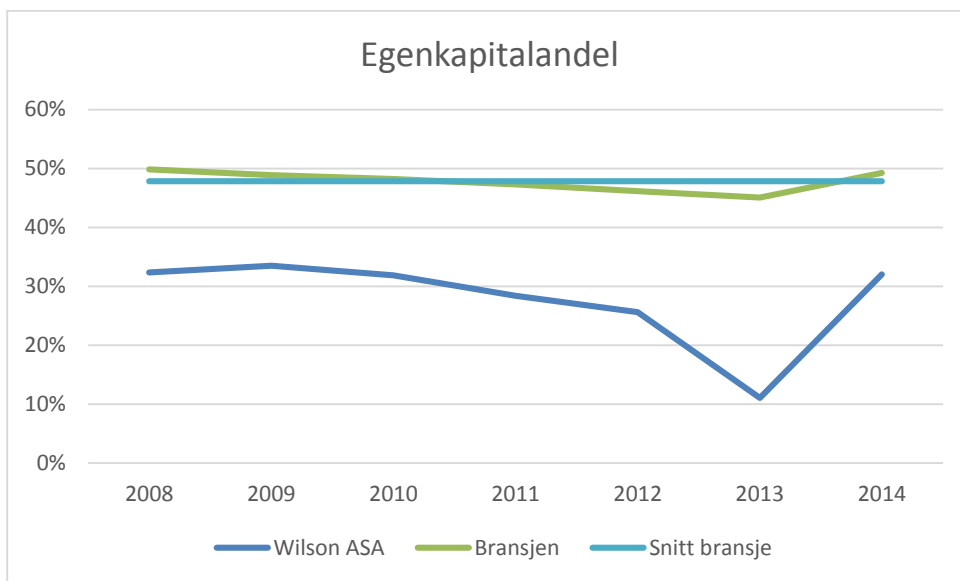
EK: Egenkapital

TK: Totalkapital

Man anser et selskap med en egenkapitalandel på 30% som solid<sup>23</sup>. Nedenfor følger mine analyseresultater.

Egenkapitalandel	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Wilson Ship	32,38 %	33,50 %	31,88 %	28,40 %	25,63 %	11,05 %	32,04 %
Belships	47,86 %	51,00 %	51,00 %	51,00 %	51,00 %	56,07 %	56,83 %
Golden Ocean	67,00 %	63,90 %	69,40 %	69,10 %	69,90 %	75,00 %	70,00 %
Western Bulk	52,20 %	47,20 %	40,70 %	40,70 %	38,20 %	38,20 %	38,20 %

Tabell 15 Nøkkeltall, Egenkapitalandel



Figur 24 Nøkkeltall, Egenkapitalandel

Wilson's egenkapitalandel har holdt seg stabil mellom 32% og 28% i årene 2008 til og med 2014, til tross for en liten korreksjon i 2013 der den falt til 11%. Sammenlignet med bransjen har Wilson ASA den laveste egenkapitalandelen, da soliditetsgraden i bransjen ligger på 47,8%. Wilson ASA fremstår altså som mindre likvid da det er finansiert med en betydelig større gjeldsandel enn til sammenlignbare selskapene. Dette kan vi måle gjennom å se på selskapets gjeldsgrad.

<sup>23</sup> <http://www.experian.no/assets/onlinetjenester/brochures/nokkeltall-beskrivelse.pdf>

### 6.5.2.2 Gjeldsgrad

Ved å måle bedriftens gjeldsgrad for man påvist forholdet mellom hvor stor gjelden er i forhold til egenkapitalen<sup>24</sup>.

$$\text{Gjeldsgrad} = \frac{G}{EK}$$

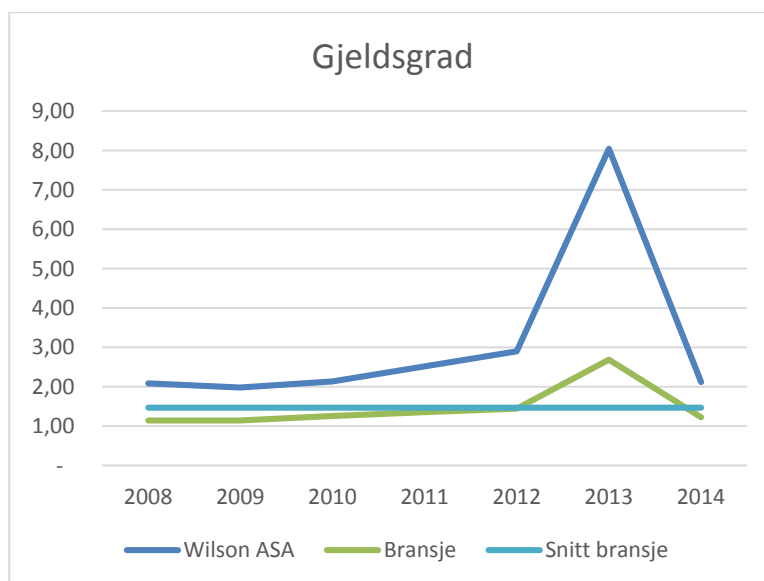
*G: Gjeld*

*EK: Egenkapital*

Jo lavere gjeldsgraden er desto mer solid er selskapet. Nøkkeltallet kan altså sees på som det motsatte av nøkkeltallet for soliditet. Nedenfor vises de beregnede resultatene:

Gjeldsgrad	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Wilson Ship	2,09	1,99	2,14	2,52	2,90	8,05	2,12
Belships	1,10	1,00	1,00	1,00	1,00	0,80	0,80
Golden Ocean	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4	0,3	0,4
Western Bulk	0,90	1,10	1,50	1,50	1,50	1,60	1,60

Tabell 16 Nøkkeltall, Gjeldsgrad



Figur 25 Nøkkeltall, Gjeldsgrad

Wilsons gjeldsgrad har i perioden 2008 til 2014 forholds seg høyere enn både bransjens utvikling og det totale bransjegjennomsnittet, med verdier rundt 2,09 og 2,12 samt en betydelig

<sup>24</sup> <http://www.experian.no/assets/onlinetjenester/brochures/nokkeltall-beskrivelse.pdf>

økning i 2013 til 8,05. I forhold til de andre selskapene i bransjen vil Wilson ha en mindre andel kapital å rutte med å betale ned sin gjeld og fremstår som mindre solid.

Et annet nøkkeltall som er nødvendig for å kunne danne prognoser for fremtidsutviklingen er selskapets kredittkvalitet.

### 6.5.3 Kredittkvalitet

Kredittkvaliteten beskriver hvor god og trygg selskapet er å investere i, og beregnes blant annet ved å se på nøkkeltallet rentedekningsgrad.

#### 6.5.3.1 Rentedekningsgrad

Rentedekningsgraden viser bedriftens overskudd i forhold til renteforpliktelsene. Dette uttrykker bedriftens evne til å påta seg økte renteforpliktelser. Rentedekningsgraden beregnes slik:

$$\text{Rentedekningsgrad} = \frac{OR+RK}{RK}$$

*OR: Ordinært resultat*

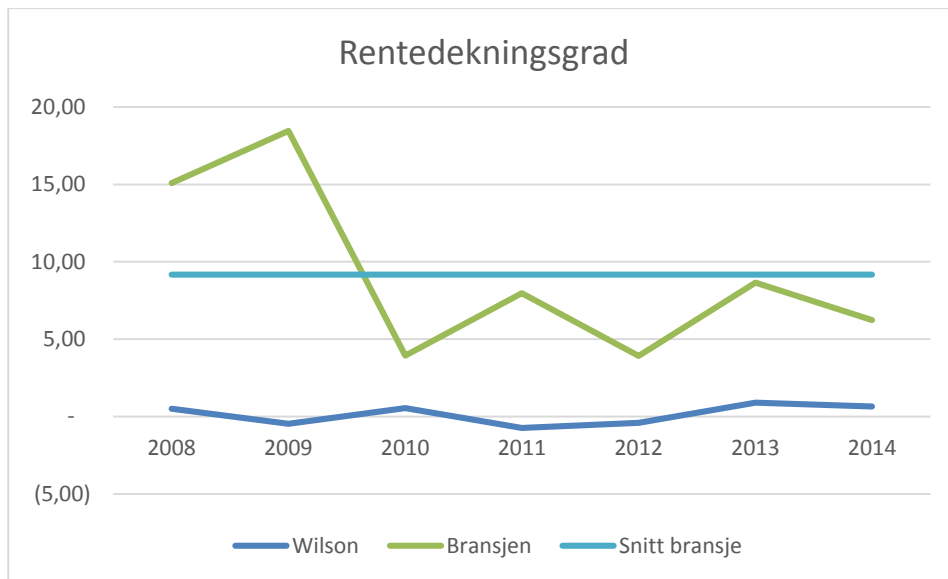
*RK: Rentekostnader*

Normalt ansees en bedrift med rentedekningsgrad på 2-3 som kredittverdig, da bedriften har et resultat etter fradrag fra rentekostnader tilstrekkelig nok til å dekke økte investeringsbehov, arbeidskapital og utbytte<sup>25</sup>.

Rentedekningsgrad	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Wilson Ship	0,50	-0,47	0,55	-0,74	-0,41	0,90	0,65
Belships	1,12	2,43	2,43	2,43	2,43	1,00	0,43
Golden Ocean	51,83	40,85	2,42	19,81	3,32	30,97	22,10
Western Bulk	6,92	31,02	10,35	10,35	10,35	1,71	1,71

Tabell 17 Nøkkeltall, Rentedekningsgrad

<sup>25</sup> <http://www.experian.no/assets/onlinetjenester/brochures/nokkeltall-beskrivelse.pdf>



Figur 26 Nøkkeltall, Rentedeckningsgrad

Wilson's rentedeckningsgrad har forholdt seg stabilt på nivåer mellom 0,5 og 0,65 i perioden 2008 til 2014. I forhold til bransjens gjennomsnittlige utvikling og det overordnede bransjesnittet på 9,18. Ut i fra disse tallene er Wilson konsernet å anse som lite kredittverdig, ettersom Wilson's rentedeckningsgrad i snitt har vært 0,14.

Hvor solid og kredittverdig et selskap er, bestemmes blant annet av inntjeningen og lønnsomheten til selskapet.

#### 6.5.4 Lønnsomhet

For å beregne mål på Wilson lønnsomhet velger jeg å beregne nøkkeltallene egenkapitalrentabilitet (EKR) og total kapitalrentabilitet (TKR).

##### 6.5.4.1 Egenkapitalrentabilitet (EKR)

Et selskaps egenkapital rentabilitet viser avkastningen på eiernes kapital bundet i driften<sup>26</sup>. Nøkkeltallet beregnes slik:

$$EKR = \frac{OR - SK}{GEK}$$

<sup>26</sup> <http://www.experian.no/assets/onlinetjenester/brochures/nokkeltall-beskrivelse.pdf>

*EKR: Egenkapitalrentabilitet*

*OR: Ordinært resultat*

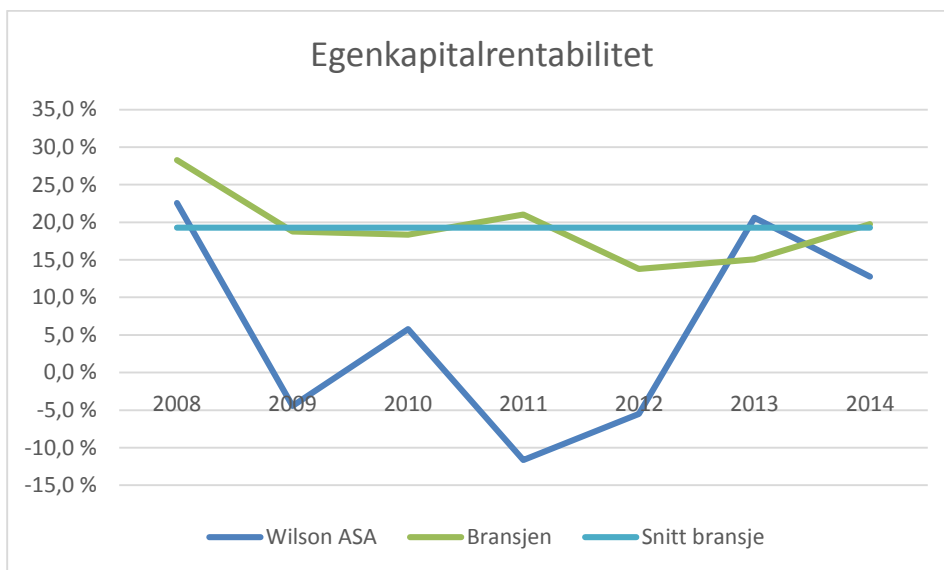
*SK: Skattekostnad*

*GEK: gjennomsnittlig egenkapital*

Avkastningen på eiernes kapital bør i prinsippet være høyere enn renten man får ved å sette pengene i banken, da man pådrar seg betydelig mer risiko<sup>27</sup>. Beregnet egenkapitalrentabilitet for Wilson og bransjen er presentert nedenfor:

Egenkapitalrentabilitet	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Wilson Ship	22,56 %	-4,46 %	5,77 %	-11,64 %	-5,51 %	20,61 %	12,78 %
Belships	3,00 %	14,00 %	14,00 %	14,00 %	14,00 %	0,00 %	-2,40 %
Golden Ocean	36,70 %	38,10 %	28,90 %	26,60 %	16,40 %	33,90 %	63,00 %
Western Bulk	50,90 %	27,40 %	24,70 %	55,20 %	30,30 %	5,70 %	5,70 %

Tabell 18 Nøkkeltall, Egenkapitalrentabilitet (EKR)



Figur 27 Nøkkeltall, Egenkapitalrentabilitet (EKR)

Wilson's egenkapitalrentabilitet har hatt en volatil utvikling i perioden 2008 til 2014, fra en avkastning på 22,6% til -11,6%. Siden år 2011 har Wilson egenkapitalavkastning hatt en betydelig vekst fra -11,6% til 12,8%. Wilson's egenkapitalavkastning var i 2014 noen prosent under bransjegjennomsnittet på 19,30%. Wilson's egenkapitaleiere oppnår en gjennomsnittlig

<sup>27</sup> <http://www.experian.no/assets/onlinetjenester/brochures/nokkeltall-beskrivelse.pdf>



avkastnings på egenkapital for perioden på 5,7%. I forhold til bransjens gjennomsnittlige utvikling har Wilson ASA hatt en lavere egenkapitalrentabilitetsutvikling.

#### 6.5.4.2 Totalkapitalrentabilitet (TKR)

Ved å se på selskapets totalkapitalrentabilitet får man et mål på lønnsomheten av kapitalinnsatsen til selskapet, altså hva en krone investert i bedriften kaster av seg<sup>28</sup>. Nøkkeltallet beregnes ved:

$$TKR = \frac{OR+FK}{GTK}$$

*TKR: Totalkapitalrentabilitet*

*OR: Ordinært resultat*

*FK: Finanskostnader*

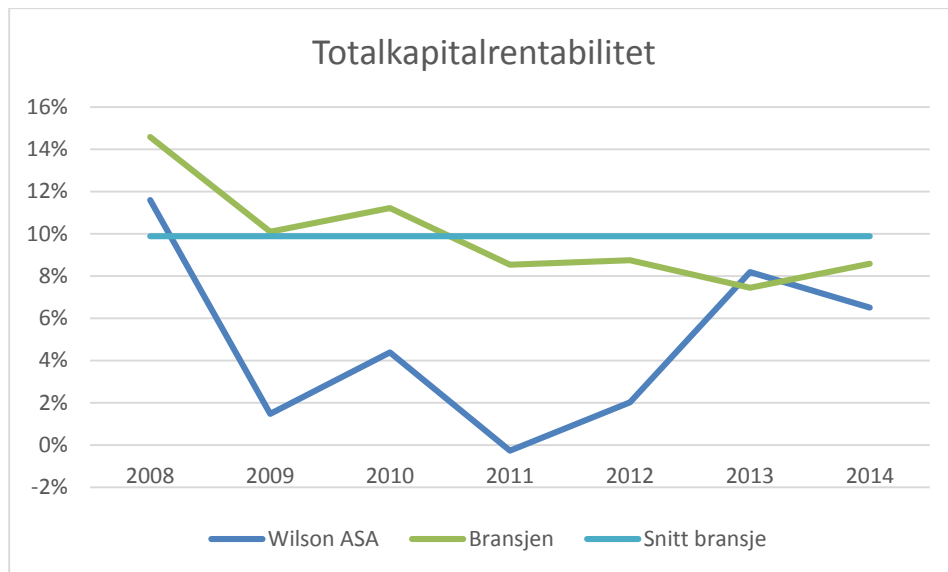
*GTK: Gjennomsnittlig totalkapital*

Hvilken avkastning Wilson ASA og de sammenlignbare selskapene har hatt på sin kapital i analyseperioden er presentert nedenfor:

<b>Totalkapitalrentabilitet</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>
Wilson Ship	11,60 %	1,47 %	4,38 %	-0,27 %	2,01 %	8,19 %	6,51 %
Belships	12,10 %	12,80 %	12,80 %	12,80 %	12,80 %	2,30 %	1,00 %
Golden Ocean	4,10 %	12,00 %	15,70 %	9,60 %	8,20 %	14,10 %	21,60 %
Western Bulk	30,50 %	14,10 %	12,00 %	12,00 %	12,00 %	5,20 %	5,20 %

*Tabell 19 Nøkkeltall, Totalkapitalrentabilitet (TKR)*

<sup>28</sup> <http://www.experian.no/assets/onlinetjenester/brochures/nokkeltall-beskrivelse.pdf>



Figur 28 Nøkkeltall, Totalkapitalrentabilitet (TKR)

Wilson's totalkapitalrentabilitet har som likt med egenkapitalrentabiliteten hatt en volatil utvikling siden 2008. Bransjegjennomsnittet ligger på 9,89%, mens Wilsons avkastnings på totalkapitalen i 2014 ligger på 7%. Til sammenligning med egenkapitalrentabiliteten har totalkapitalrentabiliteten i bransjen gradvis blitt redusert i perioden 2008 til 2014, fra 15% til 9%. Shippingbransjens kapitalinnsats har altså blitt redusert med 6% i løpet av 6 år.

### 6.5.5 Oppsummering

År	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
LG1	0,96	1,38	0,86	0,70	0,92	0,63	0,80	0,45	1,03	0,97	0,73
LG2	0,29	0,67	0,43	0,27	0,38	0,21	0,38	0,13	0,41	0,45	0,32
RDG	5,03	4,81	3,55	9,29	0,50	-0,47	0,55	-0,74	-0,41	0,90	0,65
EKR	1,03	0,83	0,32	0,24	0,23	-0,04	0,06	-0,12	-0,06	0,03	0,13
TKR	0,34	0,34	0,13	0,11	0,12	0,01	0,04	-0,00	0,02	0,02	0,07
EK/TK	0,29	0,36	0,36	0,30	0,32	0,34	0,32	0,28	0,26	0,30	0,32
GG	0,71	0,64	0,64	0,70	0,68	0,66	0,68	0,72	0,74	0,70	0,68
G/EK	2,48	1,80	1,80	2,34	2,09	1,99	2,14	2,52	2,90	2,32	2,12

Tabell 20 Nøkkeltall, Utvikling Wilson ASA

Oppsummert ligger de nøkkeltallene for Wilson noe lavere enn bransjegjennomsnittet. Til tross for en svak likviditetsgrad framstår likevel selskapet som lønnsomt og solid. Disse argumentene vil legges til grunn i estimeringen av selskapets fremtidige kontantstrøm.

Som et ledd i verdsettelsesprosessen av Wilson ASA er det nødvendig å beregne selskapets avkastningskrav som vil bli brukt til å diskontere selskapets estimerte kontantstrømmer til nåverdi.

---

## 7 Avkastningskrav

Avkastningskravet for en investering skal reflektere hvilken avkastning eierne og andre kapitalleverandører kan oppnå ved alternativ plassering av kapital med samme risiko som investeringen<sup>29</sup>. Ved å diskontere selskapets fremtidige kontantstrømmer med det relevante avkastningskravet vil man komme fram til nåverdien av bedriftens framtidige inntjening. Dersom nåverdien er positiv ansees investeringen i selskapet som lønnsomt. Det er derfor viktig å kunne beregne et avkastningskrav som representerer bedriftens risiko, alternativkost og inntjeningspotensialet.

Gjennom å beregne Wilsons avkastnings på egenkapital og fremmedkapital, kan jeg deretter benytte meg av formelen for WACC (Weighted Average Cost of Capital) for å beregne selskapets avkastning på totalkapitalen. Jeg starter med å beregne Wilsons egenkapitalavkastning ved bruk av kapitalverdimodellen.

### 7.1 Kapitalverdimodellen

Kapitalverdimodellen (KVM) er den mest vanlige og lengst brukte risiko- og avkastningsmodellen (Damodaran, 2012). Modellen tar for seg forholdet mellom et selskaps risiko og forventet avkastning til egenkapitalen<sup>30</sup>. KVM forutsetter at alle investorer er diversifisert maksimalt for å bli kvitt all usystematisk risiko. Investorene er derfor diversifiserte og utsettes kun for systematisk risiko. (Bøhren og Gjærum, 2009). Egenkapitalavkastningskravet blir beregnet ved bruk av tre faktorer: markedets risikopremie, en risikofri rente og selskapets risikofølsomhet i forhold til markedet uttrykt ved en beta-koeffisient (Goedhart og Wessel, 2010). Markedets risikopremie er meravkastning man krever for å påta seg risiko. Beta-koeffisienten uttrykker markedets systematiske risiko, altså den risikoen man ikke kan eliminere gjennom en diversifisert portefølje. Mens den risikofrie renten

---

<sup>29</sup> <http://www.lederkilden.no/ordliste/avkastningskrav>

<sup>30</sup> <http://www.finanssans.no/tag/kvm/>

er renten man får uten å påta seg noen form for risiko<sup>31</sup>. Ved å følge kapitalverdimodellen kan Wilsons egenkapitalavkastningskrav beregnes slik:

$$R_{ek} = r_f + \beta_{ek} * [E(r_m) - r_f]$$

*R<sub>ek</sub>: Avkastning på egenkapital*

*r<sub>f</sub>: Risikofri rente*

*β<sub>ek</sub>: Beta-koeffisient*

*E(r<sub>m</sub>): Markedets forventede avkastning*

KVM er en ren matematisk utledning som baserer seg på en rekke forutsetninger som er klart urealistiske. Kapitalverdimodellen bygger på porteføljeteori og forenkler porteføljeproblemene med å introdusere en såkalt risikoeiendel som oppnår samme avkastning uansett hva som skjer i fremtiden, noe som medfører null varians i avkastningen. KVM forutsetter at den risikofrie eiendelen kan kombineres med risikable eiendeler slik at porteføljeavkastningen gitt totalrisikoen for ulike porteføljekombinasjoner blir rettlinjet<sup>32</sup>.

Kapitalverdimodellen vil ikke bli justert for skatt da Wilsons eiere er selskapsaksjonærer som kommer under fritaksmetoden (Wilson ASA årsrapport 2014). Dette innebærer at selskapsaksjonærene fritas for beskatning av gevinst og utbytte på aksjer<sup>33</sup>. Nedenfor begrunnes mine valg for de nødvendige faktorene i kapitalverdimodellen.

### 7.1.1 Risikofri rente

Den risikofrie renten er renten man får på en investering uten å ta risiko. Denne er som regel definert som pengemarkedsrenten eller renten man får på kortsiktige papirer som er utstedt eller garantert av stat eller kommune<sup>34</sup>. På bakgrunn av denne informasjonen velger jeg å

---

<sup>31</sup> <http://www.finanssans.no/kapitalverdimodellen/>

<sup>32</sup> <https://www.magma.no/finansteori-anvendt-i-praksis>

<sup>33</sup> <https://www.altinn.no/no/Starte-og-drive-bedrift/Drive/Skatt-og-avgift/Foretakets-skatt/Selskapsaksjonarer-og-fritaksmetoden/>

<sup>34</sup> <https://www.klp.no/om-klp/finans-og-ir/ordliste>

benytte meg av renten på kortsiktige 3 årlige statsobligasjoner, Basert på informasjon hentet fra Norges Bank, finner jeg at renten på 3 års statsobligasjonsrenter beløper seg til 1,52%<sup>35</sup>.

Denne renten velger jeg å benytte som mål på den risikofrie rente ved beregning av Wilsons avkastningskrav på egenkapitalen.

### 7.1.2 Markedets risikopremie

Markedets risikopremie representerer meravkastningen en investor krever på en diversifisert portefølje i forhold til risikofri rente<sup>36</sup>.

For å komme fram til et mål på denne premien har jeg valgt å benytte meg av informasjon hentet fra PwCs undersøkelser om markeds risikopremie for tre ulike tidsperioder, 2011-2012, 2012-2013 og 2013-2014. I denne undersøkelsen blir et antall medlemmer fra Norske Finansanalytikers Forening (NFF) spurt om deres syn på bl.a. markedet risikopremie definert som forskjellen mellom avkastningskravet for Oslo børs hovedindeks og risikofri rente. Resultatene er presentert nedenfor:

År	2011-2012	2012-2013	2013-2014	Gjennomsnitt
Rapportert markedspremie	5,20 %	5 %	5,10 %	5,10 %

Tabell 21 KVM, Rapportert markedspremie – PwC

Jeg har valgt å benytte den gjennomsnittlige markedspremien for disse periodene som et mål på den fremtidige markedspremien, her 5,10%.

### 7.1.3 Beta, ( $\beta$ )

Beta-koeffisienten måler samvariasjonen mellom selskapets avkastning og markedet avkastning, og uttrykker aksjens systematiske risiko. Den systematiske risikoen beskriver

<sup>35</sup> <http://www.norges-bank.no/Statistikk/Rentestatistikk/Statsobligasjoner-Rente-Arsgjennomsnitt-av-daglige-noteringer/>

<sup>36</sup> <https://www.pwc.no/no/publikasjoner/deals/risikopremieundersokelse2014.pdf>

aksjens samvariasjon med markedsporteføljen<sup>37</sup>. Jo nærmere beta-koeffisienten er tallet 1, desto bedre samvariasjon er det mellom aksjen og markedet.

$$\beta_A = \frac{\text{Cov}(r_A, r_B)}{\text{Var}(r_B)}$$

$B_A$ : Beta til aksje A

$\text{Cov}(r_A, r_B)$ : Kovariansen mellom avkastningen til aksje  $r_A$  og markedets avkastnings  $r_B$

$\text{Var}(r_B)$ : Variansen til markedets avkastning  $r_B$

I min analyse velger jeg å benytte hovedindeksen til Oslo børs (OSEBX) som et mål på markedsporteføljen. Dette grunnet at Wilson ASA og de komparative selskapene er notert på Oslo børs og dens indekser. Det er få shippingaksjer som tilfredsstillende kravet til beregning av beta (Dahl m.fl. 1997). Grunnet den ekstremt lave likviditeten i Wilson aksjen har heller ikke aksjen noen særlige prisbevegelser. Dette gjør det vanskelig og irrelevant å sammenligne Wilsons aksjeavkastning opp mot avkastningen til hovedindeksen på Oslo børs. I stedet har jeg valgt å bruke et gjennomsnitt av beta-koeffisientene til to av de komparative selskapene, Western Bulk ASA og Golden Ocean Group. Disse selskapene er mer likvide og svinger bedre med markedet. Basert på informasjon hentet fra Google Finance og proff.no listes de respektive selskaperes beta-koeffisientene nedenfor:

Selskap	$\beta$
Western Bulk ASA	0,5
Golden Ocean Group	1,23
<i>Snitt</i>	<i>0,8650</i>

Tabell 22 KVM, Beta-koeffisienter sammenlignbare selskap

Gjennom et likt vektet gjennomsnitt av selskaperes beta-koeffisienter beregner jeg et mål på endelig betaverdi for Wilson ASA til 0,865. Ettersom selskapets betaverdi er nær 1 vurderes samvariasjonen til markedsporteføljen som høy. Dette bekrefter også at selskapet samvarierer sterkt med markedsituasjonen og konjunkturutviklingen.

<sup>37</sup> <http://www.investopedia.com/terms/b/beta.asp>

---

Med dette har jeg de nødvendige verdiene for å beregne Wilsons avkastningskrav på egenkapitalen.

#### 7.1.4 Egenkapitalavkastningskravet

Ved å benytte kapitalverdimodellen beregnes Wilsons egenkapitalavkastningskrav.

$$R_{EK} = 0,0152 + 0,865 * 0,051 = 0,059315$$

Ved avrunding anslår jeg Wilsons egenkapitalavkastningskrav,  $R_{EK}$ , til **5,93%**.

## 7.2 Avkastning til fremmedkapitaleierne

Avkastningen til fremmedkapitalen gjelder den avkastningen eierne av lånt kapital krever som kompensasjon på risiko og alternativkostnad. Normalt sett dreier fremmedkapitalen seg om gjeld, vanligvis lånt av banker.

I en børsmelding fra Wilson ASA den 27. april 2015 kunne man lese at selskapet hadde akseptert et tilbud om refinansiering av tilnærmet all skipspantegjeld. Dette vil ifølge selskapets kvartalsrapport 1 kvartal 2015 innebære at dagens tre aksjonærlån blir slått sammen, konvertert til EUR og rentebetjent med 3 måneders EURIBOR + 5,5%<sup>38</sup>. Jeg forventer at selskapet opprettholder en lik kostnad i fremtiden. Gitt at Wilsons gjeldsrente avhenger av størrelsen på 3 måneders EURIBOR vil selskapets rentekostnader svinge med markedskreftene. Dette gjør det også vanskelig å estimere et rimelig tall for utviklingen til 3 måneders EURIBOR, da denne er svært volatil. Jeg har derav valgt å benytte et gjennomsnitt av Statisk Sentralbyrås (SSB) prognoser for utviklingen til EURIBOR de neste 4 årene. SSB prognostiserer at EURIBOR vil i gjennomsnitt ligge på 0,2%. På bakgrunn av dette anslår jeg Wilsons gjeldsrente til 5,7%.

Dermed har jeg all informasjon som trengs for å beregne selskapets totalavkastningskrav ved bruk av WACC.

---

<sup>38</sup> <https://www.wilsonship.no/cms/files/693/>

## 7.3 WACC

WACC står for vektet gjennomsnittlig kapitalkostnad og blir benyttet som et avkastningskrav for et selskaps total kapital ved fundamental verdsettelse. Metoden tar hensyn til både egenkapital- og gjeldsfinansieringen<sup>39</sup>. Avkastningskravet fremkommer gjennom en balansebasert vektning av egenkapitalkravet og netto gjeldskravet til fremmedkapitaleierne.

$$R_{TK} = R_{EK} * \left[ \frac{EK}{TK} \right] + R_G * (1 - sk) * \left[ \frac{G}{TK} \right]$$

*R<sub>TK</sub>: Avkastning på total kapital*

*R<sub>EK</sub>: Avkastning på egenkapital*

*EK: Egenkapital*

*TK: Total kapital*

*G: Gjeld*

*R<sub>G</sub>: Avkastning på fremmedkapital*

*sk: Skattekostnad*

Wilson har pr. 31.12.2014 en egenkapitalandel på 32%, derav en gjeldsandel på 68%. Altså,

$$\left[ \frac{EK}{TK} \right] = 32\%, \left[ \frac{G}{TK} \right] = 68\%$$

Basert på informasjon hentet fra statsbudsjettet 2016 var skattesatsen på alminnelig skattbar inntekt for bedrifter i år 2014 på 28%, mens den i 2015 og 2016 vil utgjøre respektive 27% og 25%<sup>40</sup>. Jeg forventer at den nominelle skattesatsen vil ligge på 25% i framtiden. Denne satsen vil bli benyttet som mål på skattekostnad, *sk*, for beregningen av Wilsons total avkastningskrav.

$$R_{TK} = 0,0593 * 0,32 + 0,057 * (1 - 0,25) * 0,68 = 0,0481$$

---

<sup>39</sup> <https://www.magma.no/finansteori-anvendt-i-praksis>

<sup>40</sup> <http://www.statsbudsjettet.no/Statsbudsjettet-2016/Artikler/Skattesatser-2016/>



Gitt mine antakelser og forventninger anslås Wilson ASAs totalavkastningskrav til **4,81%**.

Likt som selskapets gjeldsrenter, estimerer Wilson ASA også sine egne diskonteringsrenter, WACC, når de skal komme fram til nåverdien av de fremtidige kontantstrømmer.

År	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Diskonteringsrente, WACC	6,00 %	10,00 %	8,00 %	8,00 %	7,50 %	7,00 %	5,50 %

Tabell 23 WACC, Historiske diskonteringsrenter Wilson ASA

I gjennomsnitt har Wilsons forventninger til avkastningskrav falt med 10,87% hvert år siden år 2009. Antar man en lik reduksjon i avkastningskravet i for år 2015 vil selskapets diskonteringsrente, WACC, for år 2015 ligge på 4,9021%, hvilket ikke avviker mye i forhold til mine estimeringer.

## 7.4 Likviditetspremie og agentkostnader

Verdipapirer som er vanskelig å få solgt har gjerne en litt høyere avkastning på grunn av det. Denne meravkastningen kalles en likviditetspremie. Wilson ASA har 25 store aksjonærer der hovedaksjonæren eier 90,18% av selskapets aksjer. Dette gjør selskapets aksjer lite omsettelige for annenhåndsmarkedet, som igjen er med på å påvirke selskapets salgsverdi. På bakgrunn av dette har jeg valgt å kompensere selskapet for en likviditetspremie i form av et engangsbetrag som trekkes fra endelig beregnet nåverdi. Boye, 1998 benytter en likviditetspremie på 30% av verdien beregnet med normalt avkastningskrav. Dette tilsvarer ca. 3-4% prosentpoeng medberegnet i et totalavkastningskrav<sup>41</sup>. På bakgrunn av denne teorien har jeg valgt å benytte en likviditetspremie på 30%, som vil bli trukket fra selskapets totale verdi før endelig markeds- og aksjepris beregnes.

Det beregnede avkastningskravet for Wilson vil videre bli benyttet i diskonteringen av selskapets fremtidige kontantstrømmer beregnet i fremtidsregnskapet.

<sup>41</sup> <http://www.scribd.com/doc/119286669/Pareto-Rapporten-2#scribd>

## 8 Fremtidsregnskapet

For å kunne lage et fremtidsregnskap for Wilson ASA, må jeg først danne prognoser for veksten til de ulike resultatregnskapsstørrelsene. Deretter kan jeg estimere selskapets framtidige kontantstrøm til egenkapitalen, som så vil bli diskontert tilbake til nåverdi ved bruk av totalavkastningskravet. Framtidsbudsjettet vil bli dannet på bakgrunn av de normaliserte resultatstørrelsene. Grunnlaget for dannelsen av prognosene baseres på informasjon fra den strategiske analysen og regnskapsanalysen. Gjennom min strategiske analyse har jeg fått avdekket hvilke makroøkonomiske forhold som påvirker shippingbransjen og Wilson generelt. Analysen har også gitt meg klarhet i Wilsons konkurransesituasjon, samt selskapets interne ressursverdier. Regnskapsanalysen ga en god oversikt over hvilken økonomisk situasjon Wilson befinner seg i forhold til bransjen, samtidig som den ga en indikasjon på hvordan shippingbransjen og Wilson vil bevege seg i framtiden. Informasjonsgrunnlaget fra disse analysene forbedrer mine prognosers treffsikkerhet og relevans, da det gir meg informasjon om underliggende, strategiske og økonomiske forhold.

Ved prognosedannelsen spiller tidshorisonten for fremtidsregnskapet en sentral rolle.

### 8.1 Tidshorisont og steady state

Lengden på prognosehorisonten er en viktig faktor å ta hensyn til ved verdsettelsen. Ifølge Goedhart og Wessels (2010) er det normalt å utvikle en prognosehorisont for et spesifikt antall år, mens man for de gjenværende årene av selskapets levetid estimerer en konstant vekst i selskapets resultatstørrelser. Årene med konstant vekst omtales som en steady state tilstand, og måles ved beregning av terminalverdi ved hjelp av Gordons vekstformel. Goedhart og Wessels (2010) anbefaler en prognosehorisont på 10 til 15 år for sykliske selskaper da en lavere prognosehorisont, for eksempel 5 år, ofte vil føre til en undervurdering av selskapet. En lengre estimeringsperiode, for eksempel 20 år kan resultere i en urealistisk høy selskapsverdi, da grunnet stor usikkerhet til framtidsutviklingen (Goedhart og Wessels, 2010). Gitt at Wilson ASA er et syklisk selskap som avhenger av den makroøkonomiske utviklingen velger jeg en prognosehorisont på 10 år, hvilket innebærer at jeg forventer at Wilson når konstant vekst og steady state i år 2026.

Før jeg presenterer mine forventninger har jeg foretatt beregninger som viser den historiske veksten i Wilsons resultat- og balansestørrelser. Dette gir meg et bedre og bredere grunnlag av informasjon når jeg skal estimere veksten for selskapets ulike resultatstørrelser.

## 8.2 Vekst i balansestørrelser

Selskapets kapitalstruktur er ifølge Wilsons årsrapport vurdert ut fra hensynet til sunn gjeldsgrad på den ene siden og avkastning på anvendt kapital på den andre siden. Selskapets norm i forbindelse med skipskjøp i annenhåndsmarkedet har historisk vært 30% egenkapital og 70% ekstern finansiering av kjøpesum. Slik finansieringsstruktur vil også i fremtiden være å anse som formålstjenlig for selskapet (Wilson ASA årsrapport 2014). Nedenfor følger beregninger av Wilsons historiske vektutvikling i største balansestørrelsene.

### 8.2.1 Egenkapitalvekst

Veksten i egenkapitalen avhenger av størrelsen på overskuddet og selskapets utbyttepolitikk (Koller, Goedhart og Wessel, 2010). Wilson ASA normaliserte egenkapitalvekst er beregnet ved hjelp av følgende formel:

$$g = \text{Normalisert tilbakeholdelsesgrad} * \text{egenkapitalrentabilitet (EKR)}$$

*g*: normalisert egenkapitalvekst

*Normalisert tilbakeholdelsesgrad: (1-Utbytteforhold)*

År	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Normalisert netto resultat etter skatt TNOK	171 163	-54 654	-112 621	-102 446	33 109	67 616	65 286
Utbytte	22 216	42 216	ikke foreslått	ikke foreslått	ikke foreslått	ikke foreslått	ikke foreslått
Utbytte %	13%	-77%	0%	0%	0%	0%	0%
Normalisert tilbakeholdelsesgrad	87%	177%	100%	100%	100%	100%	100%
Normalisert EKR	21,28%	-6,04%	-13,26%	-13,52%	5,62%	12,38%	17,39%
<b>Normalisert egenkapitalvekst</b>	<b>18,52%</b>	<b>-10,71%</b>	<b>-13,26%</b>	<b>-13,52%</b>	<b>5,62%</b>	<b>12,38%</b>	<b>17,39%</b>

Tabell 24 Vekst, Egenkapital

Tabellen ovenfor viser den normaliserte egenkapitalveksten til Wilson ASA de siste 7 årene. Som tabellen viser har selskapet foreslått å ikke betale utbytte de 5 siste årene. Selskapets ambisjon over tid er å gi sine aksjonærer en god og stabil avkastning. Denne avkastningen bør ifølge Wilson reflektere den økonomiske utviklingen i selskapet. Wilsons langsiktige målsetting er å kunne betale 25-30% av selskapets resultat etter skatt som utbytte. Denne målsettingen blir vurdert opp mot selskapets vekstambisjoner i oppgangskonjunkturer og

soliditetsutviklingen i nedgangskonjunkturer (Wilson ASA årsrapport 2014). Grunnet ingen utbetaling av utbytte de siste 5 årene har selskapet opprettholdt en gjennomsnittlig vekst i egenkapitalen på 18,52%.

## 8.2.2 Vekst i varige driftsmidler og totalkapital

År TNOK	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Totalkapital	2 384 823	2 704 890	2 752 985	2 648 224	2 831 055	2 985 962
Vekst		13,42 %	1,78 %	-3,81 %	6,90 %	5,47 %
Varige driftsmidler	1 943 662	2 170 214	2 263 120	2 135 740	2 310 244	2 350 962
Vekst		11,66 %	4,28 %	-5,63 %	8,17 %	1,76 %

Tabell 25 Vekst, Varige driftsmidler og totalkapital

For selskapets varige driftsmidler og totalkapitalen har veksten forholdt seg stabil i perioden 2009 til 2014, med en gjennomsnittlig vekst i totalkapitalen på 4,75%. Tilsvarende var den gjennomsnittlige veksten for de varige driftsmidlene på 4,05%.

## 8.2.3 Gjeldsvekst

År TNOK	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Total gjeld	1 585 892	1 842 542	1 971 162	1 969 528	1 979 255	2 031 350
Vekst		16,18 %	6,98 %	-0,08 %	0,49 %	2,63 %
Langsiktig gjeld	1 223 964	1 449 155	1 419 898	1 637 570	1 607 795	1 381 522
Vekst		18,40 %	-2,02 %	15,33 %	-1,82 %	-14,07 %
Kortsiktig gjeld	352 271	383 726	540 271	322 381	359 187	601 327
Vekst		8,93 %	40,80 %	-40,33 %	11,42 %	67,41 %

Tabell 26 Vekst, Gjeld

Gjennomsnittlig vekst for den langsiktige gjelden har vært på 3,16% og 17,65% for den kortsiktige gjelden.

## 8.3 Vekst i resultatstørrelser

Tilsvarende som balansestørrelsene har jeg nedenfor beregnet og analysert den historiske utviklingen til Wilsons resultatregnskapsposter.

### 8.3.1 Brutto fraktinntekter og reiseavhengige kostnader

År TNOK	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Brutto fraktinntekter	1 648 255	1 969 432	1 988 195	2 098 756	2 154 878	2 514 333
Vekst		19,49 %	0,95 %	5,56 %	2,67 %	16,68 %
Reiseavhengige kostnader	816 536	963 891	1 020 434	1 097 773	1 064 159	1 257 687
Vekst		18,05 %	5,87 %	7,58 %	-3,06 %	18,19 %

Tabell 27 Vekst, Brutto fraktinntekter, reiseavhengige kostnader og andre driftsinntekter

Wilson's fraktinntekter hadde i 2010 til 2013 en lav vekst på mellom 1% og 5%, men opplevde forholdsvis økende inntekter i 2014. Det samme gjelder Wilson's reiseavhengige kostnader som stort sett består av drivstoffutgifter i form av bunkerkostnader. Gjennomsnittlig vekst for brutto fraktinntekten var på 9,1% og 9,3% for de reiseavhengige kostnadene.

### 8.3.2 Mannskapskostnader

År TNOK	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Mannskapskostnader skip	221 925	221 154	234 332	259 474	273 819	304 802
vekst		-0,35 %	5,96 %	10,73 %	5,53 %	11,32 %

Tabell 28 Vekst, Mannskapskostnader

Selskapets mannskapskostnader har i analyseperioden økt betraktelig de siste fire årene, med en gjennomsnittlig vekst 6,64% pr år.

### 8.3.3 TC/BB hyrer og administrasjonskostnader

En betydelig andel av konsernets flåte er knyttet til skip og mannskap på innleie, hvor TC (Timecharter) kostnader er knyttet til leieavtaler for både båt og mannskap, mens BB (Bareboat) kostnader gjelder kun leie av båt.

År TNOK	2009	2010	2011	2012	2013	2014
TC og BB hyrer	250 130	257 461	242 361	209 145	195 436	262 092
vekst		2,93 %	-5,86 %	-13,71 %	-6,56 %	34,11 %
Administrasjonskostnader	120 429	117 419	125 034	130 912	139 626	155 292
vekst		-2,50 %	6,49 %	4,70 %	6,66 %	11,22 %

Tabell 29 Vekst, TC/BB hyrer og administrasjonskostnader

I løpet av de siste 6 årene har selskapets kostnader relatert til TC og BB hyrer økt i snitt med 2,18% mens administrasjonskostnadene har økt med 5,31%.

### 8.3.4 Andre driftsinntekter og driftskostnader

År TNOK	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Andre driftsinntekter	11 874	33 496	7 869	6 747	4 878	5 401
vekst		182,10 %	-76,51 %	-14,26 %	-27,70 %	10,73 %
Andre driftskostnader	192 737	173 613	181 413	179 574	189 143	196 537
vekst		-9,92 %	4,49 %	-1,01 %	5,33 %	3,91 %

Tabell 30 Vekst, Andre driftsinntekter og driftskostnader

Andre kostnader relatert til driften har hatt en gjennomsnittlig vekst på 0,51% pr år, og 14,9% for andre driftsinntekter.

### 8.3.5 Finansposter

År TNOK	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Renteinntekter	1 020	703	882	310	313	244
vekst		-31,08 %	25,46 %	-64,85 %	1,10 %	-22,06 %
Finanskostnader	66 177	68 703	87 747	102 062	106 573	95 591
vekst		3,82 %	27,72 %	16,31 %	4,42 %	-10,31 %

Tabell 31 Vekst, Finansposter

Wilson's renteinntekter og rentekostnader, hvilket ikke omfatter selskapets derivater, er i resultatregnskapet vist på egne linjer. Disse postene stammer i sin helhet fra finansielle instrumenter som er klassifisert som *utlån og fordringer* for eiendelsposter og *finansielle forpliktelser* for gjeldsposter (Wilson ASA årsrapport 2014). I snitt ble selskapets renteinntekter redusert med 18% pr år, mens de totale finanskostnadene hadde en gjennomsnittlig årlig vekst på 8,39%.

Før jeg gjør rede for mine prognoser for Wilson's fremtidige kontantstrøm, har jeg valgt å presentere et sammendrag av prognoser til framtidig vekst i makroøkonomiske størrelser samt utviklingen i eurokursen mot dollar.

## 8.4 Makroøkonomiske prognoser

Gjennom å se på fremtidsprognoser for makroøkonomiske hovedstørrelser og forventningene til eurokursens utvikling, bidrar dette til å skape et inntrykk til hvordan Wilson's framtidige kontantstrøm kan forventes å bli. Ved å benytte prognosene fra Statistisk Sentralbyrå (SSB)

og CME Group mottar jeg trygg og pålitelig informasjon som videre kan benyttes som argumentasjon i estimeringen av Wilsons inntjening.

### 8.4.1 Prognoser SSB

Prognoser SSB, År	2014	2015	2016	2017	2018	Gjennomsnitt
BNP, Norge (vekst)	2,20 %	1,40 %	1,20 %	2,20 %	2,00 %	1,80 %
BNP, Europa (vekst)	1,40 %	1,80 %	1,90 %	1,90 %	1,90 %	1,78 %
Konsumpris Norge (verdi)	2,00 %	2,10 %	2,90 %	2,00 %	1,80 %	2,16 %
Konsumpris Euroområdet (verdi)	0,40 %	0,20 %	1,10 %	1,20 %	1,50 %	0,88 %
NIBOR (verdi)	1,70 %	1,30 %	1,00 %	1,00 %	1,30 %	1,26 %
EURIBOR (verdi)	0,20 %	0,00 %	0,10 %	0,30 %	0,40 %	0,20 %
Eksportmarkedsindikator (vekst)	4,60 %	4,40 %	4,40 %	5,10 %	5,50 %	4,80 %
Råoljeprisutvikling, utland (vekst)	-2,80 %	-29,30 %	-1,80 %	5,60 %	4,00 %	-4,86 %
Råoljeprisutvikling, innland (vekst)	1,50 %	-0,10 %	-0,50 %	-0,20 %	0,30 %	0,20 %
Årslønn Norge (vekst)	3,10 %	2,80 %	2,90 %	2,80 %	3,00 %	2,92 %

Tabell 32 Prognoser SSB

Fra SSBs prognoser for år 2015 til 2018 forventes en årlig inflasjon på rundt 2% innenlands og en inflasjon på 0,88% i Euroområdet. I tillegg til prisøkningen i Norge forventes det en gjennomsnittlig vekst i årslønn på 2,92%. Disse størrelsene vil først og fremst påvirke Wilsons mannskapskostnader. Prognosene for eksportmarkedsindikatoren og BNP viser en økt vekst i årene som kommer. SSB forventer en økning i pengemarkedsrenten, både innenlands og utenlands, mens det forventes en gjennomsnittlig nedgang i råoljeprisen utenlands pr år på 4,86% samt en tilnærmet nullvekst i oljeprisutviklingen innenlands.

### 8.4.2 EUR/USD terminkontrakter

Ved å benytte meg av informasjon fra CME Group sine nettsider om den kvartalsmessige terminkontraktutviklingen for euro mot dollar, kan jeg deretter beregne et årlig gjennomsnitt av terminkontraktene for de kommende årene. Dette uttrykker markedets forventninger til utviklingen i eurokursen mot dollar (EUR/USD)<sup>42</sup>.

År	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Gjennomsnitt
EUR/USD	1,0375	1,0694	1,0912	1,1153	1,1402	1,1619	1,1026
Vekst		3,07 %	2,04 %	2,21 %	2,23 %	1,90 %	2,29 %

Tabell 33 Prognoser EUR/USD

<sup>42</sup> <http://www.cmegroup.com/trading/fx/g10/euro-fx.html>

Basert den tilgjengelige markedsinformasjonen forventer markedet en framtidig økning i euroen mot dollar, med en gjennomsnittlig vekst på 2,29%.

## 8.5 Prognoser 2015 – 2025

På bakgrunn av selskapets historiske vekst, markedsforventningene, den strategiske analysen og regnskapsanalysen kan jeg nå estimere mine forventninger til Wilsons framtidige kontantstrøm for den valgte 10 års horisonten, samt den konstante veksten i steady state.

### 8.5.1 Brutto fraktinntekter

Gitt en forventet vekst i BNP og innenlands- og utenlands eksport antar jeg at Wilsons fraktinntekter på sikt vil øke. Grunnet en forventet stigning i eurokursen på 2,29% vil dette være med på å styrke inntektene til bedriften ytterligere. Wilson har som nevnt fornyet flåten gjennom kjøp av nye skip og salg av utdaterte skip. Dette bidrar til en mer effektivisert flåte som kan genere vekst i de framtidige fraktinntektene. Den negative veksten i spotprisratene til Handysize indeksen er noe jeg antar kan gi utslag i prisen på selskapets framtidige behovskontrakter. Wilsons markedsandel, internasjonale allianse og omdømme utgjør selskapets styrker, og siden Wilson er et selskap som satser på langsiktig vekst i Nord-Europa, antar jeg at selskapet vil benytte seg av disse styrkene gjennom en videre ekspandering til nye havner. Dette vil gi positive utslag på fraktinntektene. Gitt at selskapets inntekter hovedsakelig kommer fra behovskontrakter forventer jeg at selskapet vil opprettholde en stabil vekst i framtiden, men at veksten vil flate ut på sikt grunnet en lav forventet vekst i Europeisk BNP. Jeg forventer en vekst i fraktinntektene på 2% i år 2015 til 2018, som får en økning til 3% i 2019, 4% i 2020 og 2021. Fra år 2022 forventer jeg en vekst på 5% som gradvis synker til 4% i 2023, 3% i 2024 og 2025 og som på lang sikt opprettholder en konstant vekst på 2,3% i steady state.

### 8.5.2 Reiseavhengige kostnader

De årlige forventningene til oljeprisutviklingen på kort sikt viser en reduksjon i prisene, noe som vil virke positivt inn på Wilsons resultat. Gitt at jeg forventer en vekst i Wilsons reisedager og fraktinntekter, leder dette også til vekst i reisekostnadene. Samtidig vil innføringen av SECA gebyret føre til høyere bunkerkostander ved reiser i de spesifikke SECA



---

områdene. Samtidig vil en økt forventet eurokurs gi en økt valutaeffekt i form av lavere drivstoffkostnader. Jeg antar at veksten i selskapets reisekostnader blir relativt lav på kort sikt men at den vil gjenspeiles og vokse i takt med veksten i selskapet og dets fraktinntekter på lang sikt. Jeg forventer vekst på 2% i 2015 og 2016, 4% i 2017, 4,5% i 2018, 5% i 2019, 6% i 2020, 5,5% i 2021, 5% i 2022, 4% i 2024 og en utflating til 3,5 % vekst i 2024 og 2025. Jeg forventer at kostnadene opprettholder en konstant vekst på 2,2% i steady state.

### 8.5.3 Andre driftsinntekter og driftskostnader

Andre driftsinntekter- og kostnader er først og fremst knyttet til omregningsdifferanser. Ved at selskapets fraktinntekter på sikt vokser som følge av den fremtidige markedsutviklingen, vil også selskapets regnskapsandel bli mer EUR-basert. Gitt en høy forhandlingsmakt blant selskapets leverandører og en stabil inntjening i selskapets grunnet de langsiktige behovskontratene, forventer jeg at disse resultatpostene vil følge utviklingen til Wilsons fraktinntekter og reiseavhengige kostnader. Jeg estimerer at Wilsons andre driftsinntekter vil vokse med 1% i 2015, 2% i 2016 og 2017, 2,5% i 2018, 3% i 2019, 5% i 2020, 6% i 2021 og 2022, 4% i 2023 og 3% i 2024 og 2025. Mens jeg for selskapets andre driftskostnader forventer en vekt på 2% i 2015, 2,5% i 2016, 3% i 2017, 3,5% i 2018 og 2019, 4% i 2020, 5% i 2021 og 2022, 3% i 2023 og 2024 og 2,5% i 2025. For begge resultatpostene forventer jeg en konstant vekst på 1% i steady state.

### 8.5.4 Mannskapskostnader

Gjennom Wilsons effektivisering av flåten og ekspandering til nye markeder, vil også mannskapskostnadene øke som følge av dette. Økt vekst og inflasjon vil også sette økt press på mannskapets lønnskrav, som følgelig gir økte mannskapskostnader for Wilson ASA. Gitt markedssituasjonen pr dags dato er det lav forhandlingsmakt blant skipsmannskap. På sikt viser også prognosene fra SSB en lavere vekst i konsumprisene, både i Europa og Norge. Dette er med på å senke arbeidernes lønnsforhandlingsmakt ytterligere. Jeg forventer at mannskapskostnadene vil følge en vekst på 2% i 2015 og 2016 og 4% i 2017, 4,5% i 2018, 5% i 2019 og at veksten øker til 6% i 2020, 5,5% i 2021 og 5% i 2022. De siste årene i tidsperioden forventer jeg at veksten avtar til 4% i 2023 og 3,5% som jeg forventer holdes konstant fra og med 2024 og ut selskapets levetid.

### 8.5.5 TC og BB hyrer

En høyere eierandel av Wilsons flåte i fremtiden vil redusere både TC og BB kostnadene på sikt. Gitt en forventet ekspansjon i konsernet vil dette medføre flere reisedager og et større mannskapsbehov, både på Wilsons eide skip og leide skip. Jeg antar en økning i TC og BB kostnadene som følger vektutviklingen til Wilsons fraktinntekter på mellomlangt sikt. På langt sikt forventer jeg at selskapets eierandel stiger til en betydelig høyere grad enn dagens nivå, som vil gi utslag i lavere TC og BB kostnader. Jeg forventer en vekst på 2% i 2015 og 2016, 3% i 2017, en økt vekst til 4% i 2018 og 2019, 5% i 2020, 5,5% i 2021, 5% i 2022 og 5% i 2023. De siste årene av tidsperioden estimerer jeg at veksten faller til 4% i 2024 og 3% i 2025. Jeg forventer at kostnadene opprettholder en konstant vekst lik selskapets fraktinntekter på 2,3% ut den gjenværende levetiden.

### 8.5.6 Administrasjonskostnader

Wilson driver 8 datterselskap som opererer i ulike deler av Nord-Europa. For at selskapet skal kunne opprettholde den nåværende markedsandelen, forventer jeg at selskapet vil utvide driften til nye områder i Europa. Likt som fraktinntektene og de reiseavhengige kostnadene, forventes Wilsons administrasjonskostnader å stige på sikt som følge av ekspansjonen av selskapet og flåten. I tillegg vil en fornying av flåten og økt skipseierandel gi økte administrasjonskostnader på sikt. På bakgrunn av dette forventer jeg en relativt lav vekst de første to årene av estimeringsperioden på 2%, med en økning til 3% i 2017, 4% i 2018, 5% i 2019, 6% i 2020 til 2022 etterfulgt av en avtatt vekst på 5% i 2023 og 4,2% i 2024 og 2025. I steady state forventer jeg at administrasjonskostnadene holder en konstant vekst på 3%.

### 8.5.7 Renteinntekter

Som følge av en forventet vekst i Wilsons fraktinntekter vil dette medfølge en økning i selskapets kundefordringer. Siden Wilsons inntekter hovedsakelig betales i euro, vil en økt vekst i både eurokursen og pengemarkedsrentene EUROIBOR og NIBOR gi økte renteinntekter. Historisk sett har Wilsons renteinntekter avtatt med gjennomsnittlig 18% pr år. Jeg forventer at renteinntektene vil kunne fortsette å synke til og med år 2019, for så å stige på langt sikt, hovedsakelig på grunn av en økning i pengemarkedsrentene og selskapets kundeportefølje. Jeg forventer en vekst på -4% i 2015 og 2016, -2% i 2017 og 2018 og 1% i

---

2019. Etter dette tidspunktet forventer jeg at selskapet renteinntekter stiger med 1% i 2020, 1,5% i 2021, 2% i 2022, 1% i 2023 til en stabilisering på 0,8% som antas som konstant fra og med 2024 og ut steady state.

### 8.5.8 **Finanskostnader**

En forventet ekspandering i Wilsons flåte og allianse, vil øke selskapets behov for fremmedfinansiering som føre med seg økte rentekostnader på ny gjeld. I tillegg tidligere vil selskapets refinansiering og konverteringen av skipspantegjelden gi økte rentekostnader, da prognosene til SSB viser en økning i pengemarkedsrenten, EURIBOR. På grunnlag av dette forventer jeg en vekst på 1,3% i 2015 til 2017, 2% i 2018, 3% i 2019, 4% i 2020, 5% i 2021, 4% i 2022, 3,5% i 2023 før veksten stabiliserer seg til et nivå på 3% i 2024 og 2025. Finanskostnadene antas å holde en konstant vekst på 2% fra 2026 og ut steady state.

### 8.5.9 **Skattekostnader**

Som nevnt er det fastslått i Statsbudsjettet at den nominelle skattesatsen for bedrifter vil utgjøre 27% i 2015 og 25% i 2016. Gitt en usikker skattesatsutvikling i framtiden velger jeg å benytte en skattesats på 25% som anslått for de påfølgende årene fra og med 2016.

### 8.5.10 **Utbytte**

Wilson har i de senere år valgt å ikke betale utbytte på grunnlag en lav utvikling i markedet. Jeg forventer at etter hvert som Wilson opplever sterkere vekst ved utgangen av 2020 vil selskapet begynne å utbetale et utbytte til egenkapitaleierne lik selskapets langsiktige mål på 25%.

### 8.5.11 **Inflasjon**

På bakgrunn av SSBs framtidspregninger presentert ovenfor for inflasjonsutviklinger anslår jeg at inflasjonen vil være tilnærmet lik inflasjonsmålet til Norges Bank på 2,5% på lang sikt. Ved beregningen av Wilsons terminalverdi velger jeg å justere for denne prisstigningen.

## 9 Verdssettelse

Basert på innhentet informasjon av både finansiell og ikke-finansiell karakter har jeg dannet grunnlaget for å kunne verdsette Wilson ASA etter en fundamental verdsettelse, en balansebasert- og en komparativ verdsettelse.

### 9.1 Fundamental verdsettelse

Fra resultatene fra den strategiske analysen, regnskapsanalysen og annen makroøkonomisk informasjon har jeg dannet grunnlaget for å estimere veksten til Wilsons fremtidige kontantstrøm. Ved å beregne denne kontantstrømmen og diskontere med selskapets avkastningskrav, finner jeg selskapets verdi gjennom total kapitalmetoden.

#### 9.1.1 Total kapitalmetoden

Basert på de estimerte vekstratene til Wilson beregnes selskapets fremtidige kontantstrøm:

År TNOK	2014	E2015	E2016	E2017	E2018	E2019	E2020	E2021	E2022	E2023	E2024	E2025
Brutto fraktinntekter	2 514 333	2 564 620	2 615 912	2 668 230	2 721 595	2 803 243	2 915 373	3 031 988	3 183 587	3 310 930	3 410 258	3 512 566
Andre driftsinntekter	5 401	5 455	5 564	5 675	5 817	5 992	6 291	6 669	7 069	7 352	7 572	7 800
<b>Totale driftsinntekter</b>	<b>2 519 734</b>	<b>2 570 075</b>	<b>2 621 476</b>	<b>2 673 906</b>	<b>2 727 412</b>	<b>2 809 235</b>	<b>2 921 664</b>	<b>3 038 657</b>	<b>3 190 656</b>	<b>3 318 282</b>	<b>3 417 831</b>	<b>3 520 366</b>
Reiseavhengige kostnader	1 257 687	1 282 841	1 308 497	1 360 837	1 422 075	1 493 179	1 582 769	1 669 822	1 753 313	1 823 445	1 887 266	1 953 320
Mannskapskostnader skip	304 802	312 423	320 233	329 840	341 384	353 333	367 466	382 165	399 362	413 340	427 807	440 641
Andre driftskostnader skip	196 537	200 468	205 479	211 644	219 051	226 718	235 787	247 576	259 955	267 754	275 786	282 681
TC og BB hyrer	262 092	267 333	272 680	280 860	292 095	303 779	318 968	336 511	353 336	367 470	378 494	389 849
Administrasjonskostnader	155 292	158 398	161 566	166 413	173 069	181 722	192 626	204 183	216 434	227 256	236 801	246 746
<b>Totale driftskostnader</b>	<b>2 176 410</b>	<b>2 221 462</b>	<b>2 268 456</b>	<b>2 349 594</b>	<b>2 447 675</b>	<b>2 558 731</b>	<b>2 697 616</b>	<b>2 840 257</b>	<b>2 982 401</b>	<b>3 099 265</b>	<b>3 206 154</b>	<b>3 313 238</b>
<b>Driftsresultat før skatt</b>	<b>343 325</b>	<b>348 613</b>	<b>353 021</b>	<b>324 312</b>	<b>279 738</b>	<b>250 504</b>	<b>224 048</b>	<b>198 399</b>	<b>208 255</b>	<b>219 017</b>	<b>211 677</b>	<b>207 128</b>
Renteinntekt	244	234	225	221	216	218	221	224	228	231	232	234
Totale finanskostnader	95 591	96 834	98 093	99 368	101 355	104 396	108 572	114 000	118 560	122 710	126 391	130 183
Resultat av finansposter	-95 347	-96 599	-97 867	-99 147	-101 139	-104 177	-108 351	-113 776	-118 332	-122 479	-126 159	-129 948
<b>Resultat før skattekostnad</b>	<b>247 978</b>	<b>252 014</b>	<b>255 153</b>	<b>225 165</b>	<b>178 599</b>	<b>146 327</b>	<b>115 697</b>	<b>84 623</b>	<b>89 923</b>	<b>96 538</b>	<b>85 518</b>	<b>77 180</b>
Skattekostnad	69 434	68 044	63 788	56 291	44 650	36 582	28 924	21 156	22 481	24 135	21 380	19 295
<b>Resultat etter skatt</b>	<b>178 544</b>	<b>183 970</b>	<b>191 365</b>	<b>168 874</b>	<b>133 949</b>	<b>109 745</b>	<b>86 773</b>	<b>63 467</b>	<b>67 442</b>	<b>72 404</b>	<b>64 139</b>	<b>57 885</b>

Tabell 34 Fundamental verdsettelse, Fremtidsregnskapet Wilson ASA

År TNOK	2014	E2015	E2016	E2017	E2018	E2019	E2020	E2021	E2022	E2023	E2024	E2025
Fri egenkapital	178 544	183 970	191 365	168 874	133 949	109 745	86 773	63 467	67 442	72 404	64 139	57 885
Terminalverdi												358 732
Fri netto kontantstrøm	178 544	183 970	191 365	168 874	133 949	109 745	86 773	63 467	67 442	72 404	64 139	416 617

Tabell 35 Fundamental verdsettelse, Fremtidig netto kontantstrøm Wilson ASA

Tabellene over viser de estimerte kontantstrømmene samt Wilsons beregnede frie netto kontantstrøm til egenkapital for år 2014 til og med 2025. I tillegg er selskapets terminalverdi for selskapets gjenværende levetid fra og med 2025 beregnet til TNOK 358 732. Følgelig blir selskapets markedsverdi og aksjekurs beregnet ved hjelp av nåverdiberegninger.

Avkastningskrav	4,81 %
Nåverdi TNOK	1 366 502
Likviditetspremie 30%	409 951
Markedsverdi	956 551
Antall aksjer	42 216
<b>Aksjekurs</b>	<b>22,66</b>

Tabell 36 Fundamental verdsettelse, Prising Wilson ASA

Ved bruk av total kapitalmetoden på selskapets estimerte frie netto kontantstrøm verdsettes Wilson ASA til en markedsverdi på **956,5** millioner kroner. Dette tilsvarer en aksjepris på **22,66** kroner.

## 9.2 Balansebasert verdsettelse

Ved å se på selskapets gjeldende balanseverdier kan jeg beregne Wilsons markedsverdi og aksjepris ved bruk av substansverdimetoden.

### 9.2.1 Substansverdimetoden

For verdsettelsen ved bruk av substansverdimetoden velger jeg å beregne verdien til hver av selskapets eiendeler pr. 31.12.2014, som summeres og fratrekkes latent skatt og rentebærende gjeld.

Som en viktig del av verdsettelsesprosessen velger jeg å anslå nåverdien av Wilsons innleide skip på tidscertepartier. I selskapets årsrapport fra 2014 kan man lese om selskapets vesentlige leieforpliktelser. Konsernet har pr. 31.12.2014 tidscertepartiforpliktelser på 27 skip. Nåværende tidscertepartier løper i hovedsak opp mot 12 måneder, samt 2 skip som løper i 18 måneder. Videre har selskapet inngåtte forpliktelser pr. 31.12.2014 som beløper seg til TNOK 162 549 (Wilson ASA årsrapport 2014). Selskapet presenterer i sin årsrapport fra 2014 en oversikt over fremtidig minimumsleie knyttet til ikke-kansellerbare tidscertepartiavtaler gitt ulike forfallstidspunkt. Samtidig er det beregnet nåverdien av den fremtidige leien ved hjelp av selskapets egne diskonteringsrente pr. 31.12.14 (TEUR):

	<b>2014</b>	<b>2013</b>
Neste 1 år	17 051	20 373
1 til 5 år	936	0
Etter 5 år	0	0
<b>Fremtidig minimumsleie</b>	<b>17 987</b>	<b>20 373</b>
Rente p.a.	3,9 %	4,3 %
<b>Nåverdi av fremtidig minimumsleie</b>	<b>17 656</b>	<b>19 962</b>

*Figur 29 Ikke kansellerbare TC-avtaler*

Denne nåverdien velger jeg å benytte videre i beregningen av selskapets tidscertepartier. Omregnet til norske kroner pr. 31.12.14 beløper nåverdien av selskapets fremtidige minimumsleie til TNOK 159 557.

Gjennom informasjon hentet fra skatteetatens hjemmesider finner jeg en oversikt over avskrivningssatsene for inntektsåret 2014. Ifølge skatteetaten var avskrivningssatsen i år 2014 for Goodwill på 20%, 2% for fast eiendom, 14% for skip og 30% for driftsløsøre<sup>43</sup>. Disse satsene benytter jeg i beregningen av den latente skatten for Wilsons anleggsmidler. Som effektiv skattesats velger jeg å benytte normal skattesats for inntektsåret 2014 for bedrifter på 28%, mens jeg til avkastningskrav benytter 4,81% som tidligere beregnet i forbindelse med den fundamentale verdsettelsen. Nedenfor følger nåverdiberegningen av Wilsons eiendeler fratrukket latent skatt.

<sup>43</sup> <http://www.skatteetaten.no/no/Tabeller-og-satser/Avskrivningssatser/>

Eiendeler pr 31.12.14 (TNOK)	Verdi	Avskrivningssats	Latent skatt	Netto nåverdi
<i>Anleggsmidler</i>				
Goodwill	185 292	20 %	41 823	143 468
Fast eiendom	2 108	2 %	173	1 935
Skip og dokking	2 340 531	14 %	487 766	1 852 765
Driftsløsøre, inventar, kontormaskiner o.l.	8 323	30 %	2 008	6 315
<i>Omløpsmidler/kortsiktige poster</i>				
Bunkers	55 739		14 891	40 848
Kundefordringer	114 273		30 528	83 745
Derivater	16 429		4 389	12 040
Andre kortsiktige fordringer	118 525		31 664	86 861
Bankinnskudd kontanter o.l.	134 601		35 959	98 643
Investeringer i felleskontrollert virksomhet	4 605		1 230	3 375
Ansvarlig lån til felleskontrollert virksomhet	1 375		367	1 008
Derivater	4 162		1 112	3 050
Sum				2 334 052

Tabell 37 Balansebasert verdsettelse, Beregning av latent skatt

Deretter kan jeg ved å korrigere for selskapets rentebærende gjeld og nåverdien av tidscertepartiene finne selskapets markedsverdi og aksjepris:

<b>TNOK</b>	Sum eiendeler fratrukket latent skatt	2 334 052
-	Netto rentebærende gjeld	1 748 912
+	Nåverdi tidscertepartier	159 557
=	Markedsverdi egenkapital	744 697
	Antall aksjer	42 216
	<b>Aksjepris</b>	<b>17,64</b>

Tabell 38 Balansebasert verdsettelse, Prising Wilson ASA

Gjennom substansverdimodellen anslås verdien av Wilsons egenkapital til **744,7** millioner kroner. Dette gir en verdi per aksje på **17,64** kroner.

### 9.3 Komparativ verdsettelse

Jeg velger å verdsette Wilson ved hjelp av multiplikatorene P/B og P/E gjennom å sammenligne selskapet opp mot Western Bulk og Belships ASA. Som basis for telleren i P/B multiplikatoren har jeg valgt å benytte selskapenes *netto driftskapital*, B, og *netto driftsresultat* som basis for P/E multiplikatoren, E.

Før jeg kan beregne multiplikatoren trenger jeg de ulike aksjekursene på analysetidspunktet samt antallet utestående aksjer for å kunne beregne selskapenes virkelige egenkapital.

Selskap TNOK	Aksjekurs pr 29/10/2015	Utenstående aksjer	Virkelig egenkapital
Belships	2,70	47 352	127 850
Western Bulk	2,46	157 999	388 677
Wilson	12,80	42 216	540 365

Tabell 39 Komparativ verdsettelse, Selskapsinformasjon

### 9.3.1 P/B – analyse

P/B – forholdet påvirkes av hvert enkelt selskaps kapitalstruktur. Jeg må derfor finne selskapenes ujusterte pris/bok forhold, og deretter beregne tilsvarende for selskapenes netto driftskapital<sup>44</sup>. Dette gjør jeg ved å benytte følgende formel:

$$\frac{P}{B} = \frac{VEK}{EK} = \frac{VNDK}{NDK}$$

*VNDK: Virkelig netto driftskapital*

*VEK: Virkelig egenkapital*

*VNDK: Virkelig netto driftskapital*

*NDK: Netto driftskapital*

*EK: Egenkapital*

Multiplikatoren for hvert av selskapene blir så regnet sammen til et gjennomsnitt som blir brukt til å beregne aksjeprisen til Wilson ASA. Nedenfor følger beregningen av Wilsons aksjepris ved P/B metoden:

<sup>44</sup> <http://aksjemarkedet.com/prisbok-pb/>



Selskap TNOK	Belships ASA	Western Bulk ASA	Wilson ASA
Netto driftskapital	643 225	956 249	2 623 549
+ Virkelig egenkapital	127 850	388 677	540 365
- Bokført egenkapital	394 990	679 129	883 395
= Virkelig netto driftskapital	376 086	665 797	2 280 518
VNDK/Aksjekurs	139 291	270 649	178 166
NDK/Aksjekurs	238 232	388 719	204 965
Multiplikator	0,58	0,70	0,87
<b>Snitt</b>	<b>0,72</b>		

Tabell 40 Komparativ verdsettelse, P/B – komparative selskap

Wilson ASA	
Komparativ multiplikator	0,72
* NDK	2 623 549
= Estimert virkelig ndk	1 880 382
- Netto finansiell gjeld	1 304 536
= Estimert virkelig ek	575 846
/ Utestående aksjer	42 216
= <b>Verdi pr aksje</b>	<b>13,64</b>

Tabell 41 Komparativ verdsettelse, P/B – prising Wilson ASA

Basert på en gjennomsnittlig beregning av de komparative selskaperes P/B forhold anslås verdien på Wilson ASA **13,64** kroner per aksje, hvilket utgjør en markedsverdi på **575,8** millioner kroner.

### 9.3.2 P/E – analyse

Likt som P/B analysen velger jeg å justere for selskapene for kapitalstrukturen da det kan ligge store forskjeller i de komparative selskapers P/E tall. Jeg velger å bruke en tilsvarende formel som justerer for kapitalstruktur og som har fokus på selskaperes netto driftskapital:

$$\frac{VNDK}{NDR} = \frac{VEK \text{ per aksje} + \text{markedsverdi NFG per aksje}}{\text{Netto driftsresultat per aksje}}$$

NFG: Netto finansiell gjeld

Formelen inkluderer beregning av bransjegjennomsnittet og forutsetter at netto finansiell gjeld og minoritetsinteresser er balanseført til virkelig verdi<sup>45</sup>. Etter denne verdien er beregnet for hvert av selskapene, beregnes en gjennomsnittlig P/E multiplikator som benyttes til å beregne Wilsons aksjepris:

Selskap, verdi pr aksje	Belships ASA	Western Bulk ASA	Wilson ASA
Virkelig EK + NFG	10,86	5,92	43,70
Netto driftsresultat	0,50	0,60	3,08
Multiplikator	21,65	9,79	14,21
<b>Snitt</b>	<b>15,22</b>		

Tabell 42 Komparativ verdsettelse, P/E – komparative selskap

Wilson ASA	
Komparativ multiplikator	15,22
* NDR	129 844
= Estimat virkelig NDG	1 975 667
- NFG	1 304 536
= Virkelig EK	671 132
/ Utestående aksjer	42 216
= <b>verdi pr aksje</b>	<b>15,90</b>

Tabell 43 Komparativ verdsettelse, P/E – prising Wilson ASA

Endelig pris for Wilson ASA ved bruk en gjennomsnittlig P/E-multiplikator beløper seg til **15,90** kroner per aksje og en markedsverdi på **671,1** millioner kroner.

### 9.3.3 Vektet resultat

Jeg har valgt å vekte de komparative analyseresultatene likt for å komme fram til en vektet aksjepris for Wilson ASA. Dette gir en aksjepris for Wilson ASA på **14,77** kroner. Det utgjør en markedsverdi på **623,3** millioner kroner.

<sup>45</sup> <http://aksjemarkedet.com/pe-metoden-priceearning/>

---

## 9.4 Vektet verdsettelsesresultat

For å oppnå en optimal verdivurdering av Wilson ASA, velger jeg å vekte hver av de respektive analyseresultatene med en gitt andel, for så å beregne en gjennomsnittlig aksjepris basert på de ulike verdsettelsesmetodene. Gitt at mitt hovedarbeid har vært fokusert mot en fundamental analyse av Wilson ASA velger jeg å vekte resultatene fra denne analysen med 50%, mens resultatene fra de resterende analysene vektes med 25% hver.

Verdsettelsesteknikk	Estimert verdi	Vekt
Fundamental verdsettelse	22,66	50 %
Komparativ verdsettelse	14,77	25 %
Balansebasert verdsettelse	17,64	25 %
<b>Vektet verdi pr. aksje Wilson ASA</b>	<b>19,43</b>	

Tabell 44 Vektet prising Wilson ASA

Det vektete gjennomsnittet gir en endelig verdi for Wilson ASA på **19,43** kroner per aksje og en markedsverdi på **820,3** millioner kroner.

## 10 Sensitivitetsanalyse

Wilson presenterer i sine årsrapporter en sensitivitetsanalyse som viser effekten på selskapets resultatet før skatt ved individuelle endringer i ulike parametere. I tabellen under illustreres konsernets sensitivitet i forhold til endringer i et utvalg av eksterne parametere.

<b>Resultat før skatt</b>		
<b>Parameter</b>	<b>Endring</b>	<b>Resultateffekt</b>
EURO kurs	+/- 10 øre	+/- NOK 3,0 mill
Dollarkurs	+/- 10 øre	-/+ NOK 3,5 mill
Rentenivå	+/- 1 %-poeng	-/+ NOK 4,5 mill
Bunkerspris	+/- 1 %	-/+ NOK 0,5 mill
Havnekostnader	+/- 1 %	-/+ NOK 3,0 mill
Net TC inntjening pr dag	+/- nok 100	+/- NOK 2,5 mill

Figur 30 Sensitivitetsfaktorer Wilson ASA

Beregningene tar utgangspunkt i effekten på Wilsons resultat før skatt som følge av en isolert endring i den enkelte parameter (Wilson ASA årsrapport 2010). Med bakgrunn i den fundamentale verdsettelsen har jeg valgt å foreta en tilsvarende analyse der jeg ser på hvordan endringer i eurokursen, rentenivået og bunkerprisnivået vil påvirke selskapets estimerte frie kontantstrøm og aksjepris pr. 31.12.14. Endringen i markedsfaktorene vil kun finne sted i årene før steady state inntreffer. Altså betraktes markedsverdien av Wilson fra og med 2026 som gitt. Analysen foretas gjennom å se på to ulike markedstilstander/scenarioer, et good case- og et bad-case scenario.

### 10.1 Bad-case scenario

I mitt bad case scenario, antar jeg en forverret markedssituasjon i Nord-Europa, hvilket innebærer endringer i sensitivitetsfaktorer som gir en negativ effekt på Wilsons resultat før skatt. Scenarioet innebærer en årlig reduksjon i eurokursen på samt en økning i rentenivå og bunkerprisen i årene 2014 til 2025:

År	2014	E2015	E2016	E2017	E2018	E2019	E2020	E2021	E2022	E2023	E2024	E2025
Eurokurs +/- Øre	-10,0	-10,0	-10,0	-10,0	-20,0	-30,0	-20,0	-10,0	5,0	5,0	-	-
Resultateffekt NOK1000	-30 000	-30 000	-30 000	-30 000	-60 000	-90 000	-60 000	-30 000	15 000	15 000	-	-
Bunkerpris +/- %	2,0	2,0	2,0	3,0	3,0	5,0	4,0	4,0	3,0	2,0	2,0	1,0
Resultateffekt NOK1000	-1 000	-1 000	-1 000	-1 500	-1 500	-2 500	-2 000	-2 000	-1 500	-1 000	-1 000	-500
Rentenivå +/- %-poeng	1,0	1,2	1,4	1,2	1,3	2,0	1,5	1,2	-1,0	-0,5	-0,4	-0,3
Resultateffekt NOK1000	-4 500	-5 400	-6 300	-5 400	-5 850	-9 000	-6 750	-5 400	4 500	2 250	1 800	1 350
<b>Total effekt TNOK</b>	<b>-35 500</b>	<b>-36 400</b>	<b>-37 300</b>	<b>-36 900</b>	<b>-67 350</b>	<b>-101 500</b>	<b>-68 750</b>	<b>-37 400</b>	<b>18 000</b>	<b>16 250</b>	<b>800</b>	<b>850</b>

Tabell 45 Bad Case scenario – Effekter

Den totale effekten av Bad-case scenarioet blir så beregnet inn i den tidligere estimerte kontantstrømmen, for så å beregne selskapets totale verdi og aksjepris.

År TNOK	2014	E2015	E2016	E2017	E2018	E2019	E2020	E2021	E2022	E2023	E2024	E2025
Resultat før effekt	247 978	252 014	255 153	225 165	178 599	146 327	115 697	84 623	89 923	96 538	85 518	77 180
Terminalverdi												358 732
Resultateffekt	-35 500	-36 400	-37 300	-36 900	-67 350	-101 500	-68 750	-37 400	18 000	16 250	800	850
Resultat før skatt	212 478	215 614	217 853	188 265	111 249	44 827	46 947	47 223	107 923	112 788	86 318	436 762
Skattekostnad	-59 494	-58 216	-54 463	-47 066	-27 812	-11 207	-11 737	-11 806	-26 981	-28 197	-21 580	-109 190
Fri kontantstrøm	152 984	157 398	163 390	141 199	83 437	33 620	35 210	35 417	80 942	84 591	64 739	327 571

Tabell 46 Bad Case scenario – Kontantstrøm

Avkastningskrav	4,81 %
Nåverdi NOK1000	1 069 168
Likviditetspremie	320 750
Fri kapital	748 418
Antall aksjer	42 216
<b>Aksjekurs</b>	<b>17,73</b>

Tabell 47 Bad Case scenario – Prising Wilson ASA

Som følge av scenarioet av en forverret markedssituasjon i Nord-Europa, synker Wilsons totale verdi til MNOK 748,418 og en aksjepris på 17,73 kroner, hvilket er 21,76% lavere enn tidligere beregnet pris fra den fundamentale verdsettelsen.

## 10.2 Good-case scenario

I motsetning til mitt bad case scenario antar jeg her en forbedret makroøkonomisk situasjon som følge av en høykonjunktur i Nord-Europa. Her øker eurokursen ytterligere alle de framtidige årene til og med 2025, mens rentenivået reduseres fra år 2016 til og med år 2022. Bunkerprisen antas å synke fram til år 2020, for så å vokse som følge av markedsutviklingen. Det gir følgende resultat- og verdsettelseeffekter:

År	2014	E2015	E2016	E2017	E2018	E2019	E2020	E2021	E2022	E2023	E2024	E2025
Eurokurs +/- øre	5,0	5,0	5,0	7,0	10,0	20,0	20,0	7,0	5,0	2,0	2,0	2,0
Resultateffekt NOK1000	15 000	15 000	15 000	21 000	30 000	60 000	60 000	21 000	15 000	6 000	6 000	6 000
Bunkerpris +/- %	-2,0	-3,0	-3,0	-3,0	-4,0	-5,0	1,0	1,0	2,0	2,0	2,0	2,0
Resultateffekt NOK1000	1 000	1 500	1 500	1 500	2 000	2 500	-500	-500	-1 000	-1 000	-1 000	-1 000
Rentenivå +/- %-poeng	1,0	1,2	-0,2	-0,5	-1,0	-1,0	-1,0	-2,0	-	-	0,5	-
Resultateffekt NOK1000	-4 500	-5 400	900	2 250	4 500	4 500	4 500	9 000	-	-	-2 250	-
<b>Total effekt TNOK</b>	<b>11 500</b>	<b>11 100</b>	<b>17 400</b>	<b>24 750</b>	<b>36 500</b>	<b>67 000</b>	<b>64 000</b>	<b>29 500</b>	<b>14 000</b>	<b>5 000</b>	<b>2 750</b>	<b>5 000</b>

Tabell 48 Good Case scenario – Effekter

År TNOK	2014	E2015	E2016	E2017	E2018	E2019	E2020	E2021	E2022	E2023	E2024	E2025
Resultat før effekt	247 978	252 014	255 153	225 165	178 599	146 327	115 697	84 623	89 923	96 538	85 518	77 180
Terminalverdi												358 732
Resultateffekt	11 500	11 100	17 400	24 750	36 500	67 000	64 000	29 500	14 000	5 000	2 750	5 000
Resultat før skatt	259 478	263 114	272 553	249 915	215 099	213 327	179 697	114 123	103 923	101 538	88 268	440 912
Skattekostnad	-72 654	-71 041	-68 138	-62 479	-53 775	-53 332	-44 924	-28 531	-25 981	-25 385	-22 067	-110 228
Fri kontantstrøm	186 824	192 073	204 415	187 436	161 324	159 995	134 773	85 592	77 942	76 154	66 201	330 684

Tabell 49 Good Case scenario – Kontantstrøm

Avkastningskrav	4,81 %
Nåverdi NOK1000	1 484 463
Likviditetspremie	445 339
Fri kapital	1 039 124
Antall aksjer	42 216
<b>Aksjekurs</b>	<b>24,61</b>

Tabell 50 Good Case scenario – Prising Wilson ASA

Et scenario om en forbedret markedssituasjon i Nord-Europa fører til at Wilsons markedsverdi endres til MNOK 1,039, som tilsvarer en aksjepris på 24,61 kroner hvilket er 8,63% høyere enn fundamentalt beregnet.

---

## 11 Oppsummering, diskusjon og konklusjon

Dette kapittelet presenterer min diskusjon og konklusjon av oppgavens analyseresultater. Etter en grundig tolkning og diskusjon av resultatene vil jeg presentere min konklusjon. Konklusjonen vil være basert på min endelige tolkning av resultatene.

### 11.1 Sammendrag

Før jeg starter med en diskusjon av oppgavens resultater og dens konklusjon velger jeg å gjengi to sammendrag, et for tolkningen av analyseresultatene og et for verdsettelsesresultatene.

#### 11.1.1 Analysene

Gjennom den strategiske analysen fikk jeg avdekket hvilke interne faktorer som befant seg innad i bedriften og hvilke makroøkonomiske faktorer som var med å påvirke selskapets lønnsomhet. De eksterne analyseresultatene, hentet fra PEST-analysen og Porters femfaktorsmodell viste tegn til en langsiktig bedring i Wilsons lønnsomhet, til tross for et tilbudsoverskudd og økte politiske kostnader. Mens den interne analysen viste tegn til konkurransefordeler, selskapets omdømme og allianseomfang. Samtidig oppsummerte SWOT-analysen at selskapets styrker var gjennom dets behovskontrakter og potensielle inntjeningsmuligheter via en effektivisering av flåten. Fra regnskapsanalysen framsto Wilson ASA som mindre likvid og solid i forhold til bransjegjennomsnittet. Til tross for dette fremstår selskapet som lønnsomt, men med en noe lav rentedekningsgrad grunnet lav likviditet.

#### 11.1.2 Verdsettelsesresultatene og sensitivitetsanalysen

Det endelige resultatet for den fundamentale verdsettelsen ga en aksjepris for Wilson ASA på 22,66 kroner. Ved bruk av den balansebaserte verdsettelsen ble selskapets markedsverdi beregnet gjennom substansverdimodellen. Her beregnet jeg en aksjepris på 17,64 kroner. Mens ved bruk av den komparative verdsettelsen, ble selskapets aksjepris beregnet ved sammenligning av bransjemultiplikatorer, hvor endelig beregnet aksjepris beløp seg til 14,77 kroner. Til slutt, ved å vekte hver av de beregnede aksjeprisene kom jeg fram til en gjennomsnittlig aksjepris for Wilsons på 19,43 kroner per aksje.

## 11.2 Diskusjon

Den fundamentale verdsettelsen ble basert på mine antakelser og forventinger til selskapets framtidige kontantstrøm. Selskapets totalavkastningskrav ble beregnet gjennom bruk av kapitalverdimodellen, KVM og WACC. På bakgrunn av resultatene fra den strategiske analysen, regnskapsanalysen, markedsinformasjon og prognoseestimer ble Wilsons framtidige vekst estimert. Som tilleggsmarkedsinformasjon valgte jeg å foreta en sensitivitetsanalyse hvor jeg så på hvordan endringer i eksterne makroøkonomiske faktorer påvirket selskapets framtidige resultat før skatt. Resultatene viste tydelig at små framtidige endringer i faktorene påvirket Wilsons verdi per aksje betraktelig. Dette bidrar til å øke usikkerhet knyttet til den fundamentale verdsettelsens endelige resultat, til tross for at mine estimer er gjort etter beste evne på bakgrunn av oppgavens analyseresultater.

Ved den balansebaserte verdsettelsen ble Wilsons markedsverdi og aksjepris beregnet på bakgrunn av gjeldende avskrivningssatser, skattesatser og beregnet totalavkastningskrav. Beregningene er gjort etter beste evne, men det knytter seg allikevel usikkerhet til verdsettelsesresultatet, da små endringer i selskapets betaverdi og rentemarginer har effekt på verdsettelsen. I tillegg er det ifølge Dahl m.fl. (1997) flere forklaringer på at shippingsselskaper ikke prises til substansverdi, blant annet:

- Forskjellen mellom børsprising og substansverdi blir vesentlig mindre dersom man tar hensyn til gjeld og vurderer forskjellen på totalkapitalen.
- Aksjemarkedet forventer fallende eller stigende verdier, og fordi aksjemarkedet er mer likvid kan det derfor på kort sikt i større grad reflektere de underliggende endringer i verdiene.
- Usikkerhet knyttet til verdivurderingene av skipene
- Agentkostnader, da svært mange shippingsselskaper, inkludert Wilson ASA er kontrollert av en aksjonær eller aksjonsgruppering som kan ha andre hensyn enn verdimaksimering av aksjonærenes avkastning. Dette hindrer på kort sikt at verdiene kan realiseres, og den langsiktige kontantstrømmen reflekterer ikke annenhåndsverdiene.

Til slutt ble Wilson verdsatt ved bruk av komparative verdsettelse ved beregning av gjennomsnittlige multiplikatorer for shippingbransjen. Gitt at metoden er lite tidkrevende og ikke tar hensyn mange faktorer i prisberegningen, knyttes det stor usikkerhet til verdsettelsesmetodens resultat.



## 11.3 Oppgavens konklusjon

På bakgrunn av oppgavens analyseresultater og et vektet gjennomsnitt av de forskjellige verdsettelsesmetodenes resultat, anslås markedsverdien for Wilson ASA pr. 31.12.14 til **820,3** millioner kroner og med en aksjepris på **19,43** kroner. Gitt tilgjengelig tid og ressurser representerer dette mitt beste estimat.

## 12 Litteraturliste

### 12.1 Litteratur

Boye, K., (1998). *Verdsettelse*. 1.utg. Oslo: Cappelen Akademisk Forlag AS.

Bøhren, Ø og Gjærum, P., (2009). *Prosjektanalyse, investering og finansiering*. 2.utg. Bergen: Fagbokforlaget Vigmostad & Bjørke AS.

Dahl, G.A., Hansen, T., Hoff, R. og Kinserdal, A., (1997). *Verdsettelse i teori og praksis*. 1.utg. Oslo: Cappelen Akademisk Forlag AS.

Damodaran, A., (2012). *Investment Valuation*. 3rd ed. New York: John Wiley & Sons, inc.

Koller, T., Goedhart, M. og Wessels., D., (2010). *Valuation*. 5rd ed. New Jersey: John Wiley & Sons, inc.

Løwendahl, B. og Wenstøp, F., (2010). *Grunnbok i strategi*. 3.utg. Oslo: Cappelen akademiske Forlag AS.

Møller, B. og Kaldestad, Y., (2011). *Verdivurdering: Teoretiske modeller og praktiske teknikker for å verdsette selskaper*. Oslo: DnR Kompetanse AS.

### 12.2 Rapporter

#### **Bdnmc.com – The European Short Sea Market**

[http://bdnmc.com/documents/English\\_report.pdf](http://bdnmc.com/documents/English_report.pdf)

#### **Scribd.com – Pareto Rapporten**

<http://www.scribd.com/doc/119286669/Pareto-Rapporten-2#scribd>

#### **Paretorapporten – Økonomisk rådgivning knyttet til verdivurdering av Oslo Vei AS**

<http://www.scribd.com/doc/119286669/Pareto-Rapporten-2#scribd>

#### **Solmunde-partners: Investeringsmemorandum – en investering i transportsiftet i Europa**

[http://www.solmunde-partners.no/media/medialibrary/2011/08/BBS\\_Bulk\\_III\\_-\\_Prospekt.pdf](http://www.solmunde-partners.no/media/medialibrary/2011/08/BBS_Bulk_III_-_Prospekt.pdf)

#### **Statistisk Sentralbyrå: Internasjonal etterspørsel etter norske varer og tjenester**

[https://www.ssb.no/a/publikasjoner/pdf/rapp\\_201216/rapp\\_201216.pdf](https://www.ssb.no/a/publikasjoner/pdf/rapp_201216/rapp_201216.pdf)

---

**Års- og kvartalsrapport Golden Ocean Group, 2012-2014:**

[http://www.goldenocean.no/?view=hugin\\_feed&feed=reports\\_list&menu=52](http://www.goldenocean.no/?view=hugin_feed&feed=reports_list&menu=52)

**Års- og kvartalsrapport Western Bulk, 2012-2014:**

<http://www.westernbulk.com/financial-reports/>

**Års- og kvartalsrapport Wilson ASA, 2004-2014:**

<https://www.wilsonship.no/en/investor-relations/reports>

## 12.3 Internettkilder

**Altinn.no**

<https://www.altinn.no/no/Starte-og-drive-bedrift/Drive/Skatt-og-avgift/Foretakets-skatt/Selskapsaksjonarer-og-fritaksmetoden/>

[Lastet ned 04.10.2015]

**Aksjeguiden.no**

<http://www.aksjeguiden.no/ordliste/#Tørrbulk>

[Lastet ned 20.08.2015]

**Aksjemarkedet.com**

<http://aksjemarkedet.com/dividendemodellen/>

[Lastet ned 13.09.2015]

<http://aksjemarkedet.com/pe-metoden-priceearning/>

[Lastet ned: 26.10.2015]

<http://aksjemarkedet.com/prisbok-pb/>

[Lastet ned 26.10.2015]

<http://aksjemarkedet.com/kapitalverdimodellen/>

[Lastet ned 26.10.2015]

<http://aksjemarkedet.com/komparativ-analyse/>

[Lastet ned 19.11.2015]

**Betydning-definisjoner.com**

<http://www.betydning-definisjoner.com/T%C3%B8rrbulk>

[Lastet ned 10.08.2015]

**Caiano.no**

<http://caiano.no/shipping/wilson/>

[Lastet ned 15.09.2015]

**Cmegroup.com**

<http://www.cmegroup.com/trading/fx/g10/euro-fx.html>

[Lastet ned 17.10.2015]

**Collicare.no**

<http://www.collicare.no/nyheter/prisjustering-fra-1-januar-2015-article1144-364.html>

[Lastet ned 18.09.2015]

**E24.no**

<https://bors.e24.no/#!/instrument/BEL.OSE>

[Lastet ned 20.08.2015]

<https://bors.e24.no/#!/instrument/WBULK.OSE>

[Lastet ned 20.08.2015]

**Experian.no**

<http://www.experian.no/assets/onlinetjenester/brochures/nokkeltall-beskrivelse.pdf>

[Lastet ned 20.09.2015]

**E-economics.no**

<https://www.e-economic.no/regnskapsprogram/ordliste/kapital>

[Lastet ned 17.09.2015]

**Finanssans.no**

<http://www.finanssans.no/kapitalverdimodellen/>

[Lastet ned 20.10.2015]

<http://www.finanssans.no/tag/kvm/>

[Lastet ned 20.10.2015]

**Hegnar.no**

<http://www.hegnar.no/bors/artikkel557515.ece>

[Lastet ned 14.08.2015]

---

**Høyre.no**

<http://www.hoyre.no/nb-no/aktuelt/arkiv/fred-og-stabilitet-i-europa>

[Lastet ned 10.09.2015]

**Investopedia.com**

<http://www.investopedia.com/terms/t/time-charter-equivalent-tce.asp>

[Lastet ned 06.10.2015]

<http://www.investopedia.com/terms/b/beta.asp>

[Lastet ned 06.10.2015]

**Klp.no**

<https://www.klp.no/om-klp/finans-og-ir/ordliste>

[Lastet ned 02.11.2015]

**Kunnskapssenteret.com**

<http://kunnskapssenteret.com/hva-er-data/>

[Lastet ned 22.08.2015]

<http://kunnskapssenteret.com/pestel-analyse/>

[Lastet ned 09.09.2015]

<http://kunnskapssenteret.com/konkurranseanalyse/>

[Lastet ned 10.10.2015]

<http://kunnskapssenteret.com/vrio-analyse-ressursanalyse/>

[Lastet ned 06.10.2015]

**Lederkilden.no**

<http://www.lederkilden.no/ordliste/avkastningskrav>

[Lastet ned 18.09.2015]

**Lloydslistintelligence.com**

<http://www.lloydslistintelligence.com/lint/dry-bulk/baltic-dry-index.htm>

[Lastet ned 14.09.2015]

**Magma.no**

<https://www.magma.no/finansteori-anvendt-i-praksis>

[Lastet ned 05.10.2015]

**Norlines.no**

<http://norlines.no/nyheter/seca>

[Lastet ned 28.09.2015]

**Norges-bank.no**

<http://www.norges-bank.no/Statistikk/Rentestatistikk/Statsobligasjoner-Rente-Arsgjennomsnitt-av-daglige-noteringer/>

[Lastet ned 03.12.2015]

**Proff.no**

<http://www.proff.no/selskap/golden-ocean-management-as/oslo/shipping-og-sj%C3%B8transport/Z0I3KID8/>

[Lastet ned 18.11.2015]

<http://www.proff.no/selskap/wilson-asa/bergen/skipsrederier/Z0IOUQ8J/>

[Lastet ned 18.11.2015]

<http://www.proff.no/selskap/western-bulk-asa/oslo/transport/IG7WT8Y08ND/>

[Lastet ned 18.11.2015]

<http://www.proff.no/selskap/western-bulk-asa/oslo/transport/IG7WT8Y08ND/>

[Lastet ned 18.11.2015]

**PWC.no**

<https://www.pwc.no/no/publikasjoner/deals/risikopremien-2013-2014.pdf>

[Lastet ned 17.10.2015]

<https://www.pwc.no/no/publikasjoner/deals/risikopremie-web.pdf>

[Lastet ned 17.10.2015]

<https://www.pwc.no/en/publikasjoner/deals/risiko-2011-2012.pdf>

[Lastet ned 17.10.2015]

**Regjeringen.no**

<https://www.regjeringen.no/no/dokumenter/prop.-1-ls-ls0-20152016/id2455933/?ch=1&q>

[Lastet ned 08.09.2015]

<https://www.regjeringen.no/no/sub/eos-notatbasen/notatene/2012/mars/svovelinnhold-i-marint-drivstoff-/id2432316/>

[Lastet ned 08.09.2015]

---

**Skatteetaten.no**

<http://www.skatteetaten.no/no/Tabeller-og-satser/Avskrivningssatser/?ssy=2014#formulaDiv>  
[Lastet ned 18.11.2015]

**Snl.no**

<https://snl.no/likviditet>  
[Lastet ned 03.09.2015]

**Ssb.no**

<https://www.ssb.no/nasjonalregnskap-og-konjunkturer/artikler-og-publikasjoner/markert-men-kortvarig-konjunkturedgang?tabell=209660>  
[Lastet ned 22.10.2015]

**Statsbudsjettet.no**

<http://www.statsbudsjettet.no/Statsbudsjettet-2016/Artikler/Skattesatser-2016/>  
[Lastet ned 09.11.2015]

**Wikipedia.org**

<https://no.wikipedia.org/wiki/T%C3%B8rrlasteskip>  
[Lastet ned 06.08.2015]

[https://no.wikipedia.org/wiki/Baltic\\_Dry\\_Index](https://no.wikipedia.org/wiki/Baltic_Dry_Index)  
[Lastet ned 20.08.2015]

**Wilsonship.no**

<http://www.wilsonship.no/en/about-us>  
[Lastet ned 04.08.2015]

<http://www.wilsonship.no/en/about-us/company-structure>  
[Lastet ned 04.08.2015]

<https://www.wilsonship.no/cms/files/693/>  
[Lastet ned 22.11.2015]

**Worldbank.org**

<http://data.worldbank.org/indicator/SP.POP.GROW/countries/EU?display=graph>  
[Lastet ned 14.09.2015]

## 12.4 Forelesninger

Forelesningsplansjer av Knivsflå, K. H. i faget BUS440. Bergen, NHH:

Knivsflå, K. H., 2012. Forelesning nr. 2 – Regneskap og verdi

Knivsflå, K. H., 2012. Forelesning nr. 3 – Rekneskapsanalyse ramme og «trailing»

Knivsflå, K. H., 2012. Forelesning nr. 4 – Omgruppering for analyse

Knivsflå, K. H., 2012. Forelesning nr. 5 – Omgruppering balanse og kontantstrøm

Knivsflå, K. H., 2012. Forelesning nr. 10 – Strategisk rentabilitetsanalyse

Knivsflå, K. H., 2012. Forelesning nr. 11 – Strategisk driftsanalyse

Knivsflå, K. H., 2012. Forelesning nr. 12 – Oppgåver i strategisk rekneskapsanalyse

Knivsflå, K. H., 2012. Forelesning nr. 13 – Framtidsrekneskap ramme og driftsinntekter

## 12.5 Annet

**Epostsamtale Linn Furuvald (Derivatives/Indices) Oslo børs ASA Pr. 21.09.2015**

*«Hei Mads. Wilson ASA har vært utelatt fra alle våre indekser fra og med januar 2009. Det er på bakgrunn av at 1 aksjonær har en eierandel på over 90%. Linn».*

**Finansavisen 23 September 2015 (Bilde):**



# Latterliggjøres f

**SHIPPING:** Som styreleder i Wilson mener Kristian Eidesvik at rederiet er verdt mer enn bokført verdi på 22,70 kroner aksjen. Som hovedeier som vil kjøpe ut småaksjonærene mener han verdien er 12.

**STENAR ØRN**  
STENAR.ØRN@FRONTAVISER.NO

Akseptinvestor og styreleder i Nordic Financials, Svend Egil Larsen, nekter å godta Kristian Eidesviks frangtinnløsning av Wilson-aksjonærene til 12 kroner aksjen. Dermed må partene kjempe i Høyesterett tingrett til våren.

Det var den 17. juni at Larsen sammen med Lars Brandeggen og børsnoterte Nordic Financials kjøpte Wilson-aksjer for 10,50 kroner stykket samtidig som de viste at Eidesviks Cairano-måte tilbyr innløsning av aksjene til virkelig verdi.

– Jeg vet at de mener det er en kynisk måte å gå frem på, men alle hadde denne muligheten, men ingen har gjort det, sier Larsen.

## -Bestillingsværk

I børsmeldinger og regnskapsrapporter hadde Wilsons styreleder Kristian Eidesvik understreket at det var betydelige merverdier ut over bokført egenkapital på 22,70 kroner aksjen. Når han skal frangtinnløse småaksjonærene, tilbyr han bare 12 kroner etter å ha fått Pareto til å vurderte aksjen til 11 kroner.

– Eidesvik har fått gjort et bestillingsværk hos Pareto som gir lav verdi

på Wilson, sier Larsen om rapporten som konkluderer med verdier for 462 millioner.

Samtidig fremhever Wilson, der Eidesvik er styreleder, i sin årsrapport for 2014 at «Det er foretatt beregninger av brukerverdien i flåten (...)». Beregningene viste ikke behov for nedskrivning av skap (flåten). Beregningene viste akseptabel margin utover bokførte verdier.

– Vi vil ha virkelig verdi. Vi mener Eidesvik har sett i verdienere er høyere enn bokført. Vi er helt enige. Problemet er at Eidesvik har en Cairano-hatt og en Wilson-hatt, sier Larsen.

## Rakke og Spetalen

Han har erfaring med å presse milliardærer for småpenger i frangtinnløsningssaker – sist i forbindelse med at han kjøpte Saga Tankers-aksjer billig for deretter å selge seg rundt og kreve virkelig verdi av Øystein Stray Spetalen. Sittesvarte nekter, men rett før rettsaken måtte han forliksaken rett oppgjør det Larsen krevde.

Nå viser Larsen til Norway Seafood-dommen der Kjell Inge Røkke måtte bli opp for småaksjonærene. Mens børskursen var på 14,80 kroner, tilbød Røkke min-

rettsaksjonærene 16 kroner aksjen. Høyesterett kom frem til at virkelig verdi var 34,50 kroner aksjen med tillegg av renter.

BI-professor Tore Bøithen skrev innmøttert i 2006 at ikke dommen gir en sikker anvisning på prinsippene, men at det var nærliggende å bruke prinsippene i tilfeller av «square outs», mens børskursen er mer røstningspende i «stakeoversituasjoner».

## To verdier

Kristian Eidesvik fryser av latterlig gjøringene fra Larsen.

– Vi lager et normalt regnskap som alle andre etter IFRS-standarder og som er godkjent av revisor. Det er ikke alltid børskurs stemmer med avlagt regnskap. Det er vel mer sannsynlig enn seigles, sier Eidesvik.

– Jeg har ikke kommentar ut over at regnskapet er avlagt og revisorgodkjent. Så får vi en verdiberegning fra Pareto i tillegg.

– Sid du bak børsmeldinger og rapporter der du har fremhevet at det ikke bare er uendelig med verdier, men at det mer av verdier ut over bokførte verdier i balansen?

– Jeg står selvfølgelig bak det som er sendt ut. Det skulle bare mangle. I et going concern kan det helt sikkert være slike verdier. Vi står bak det, men jeg har ikke mer å si.

– Så aksjen er altså verdt 22,70 kroner eller mer, slik du har skrevet i rapportene, og ikke 11 kroner som i tilbudet til aksjonærene?

– Aksjen er aldri verdt mer enn det markedet vil betale for den. Hvis



**INNDRØMMER KYNISME:** Akseptinvestor Svend Egil Larsen, som mener du går inn i andre selskaper... Det spørsmålet må du stille til samtlige selskaper på Oslo Børs. Vi lever i samme regime alle sammen.

## Schjødt og Parato får kjøft

– De guttene som kommer med dette har kjøpt aksjer en dag og krever seg innløst neste dag. Vi har ikke andre kommentarer enn at vi følger norsk lov. Aksjer er aldri mer verdt enn kursen på børs.

– Hvordan kan du skrive i rapporter og børsmeldinger at verdier er mye høyere?

– Børs og regnskap er to forskjellige ting. Regnskap er en eksakt vitenskap. Børs er tro og håp.

– Det hadde vært interessant å høre med noen som har bedre peiling på dette, jeg følger norsk lov til punkt og prikke, tror jeg. I alle fall har jeg det som utgangspunkt.

– Er det akkurat å betale mer til Wilson-aksjonærene?

– Saken har gått til retten, så vi får se hva det



Larsen har advokatfirmaet Schjødt sendt prosesskriv til Larsen.

– Schjødt har lagt ved et oppslag fra Dagens Næringsliv som viser de svake utsiktene for selskaper i Norge. Men Wilson har bare små bulkskip. I Pareto-rapporten sammenlignes Wilson med bilskip, tankskip og kjemikalieskip. Måkan til opplegg, fryser Larsen.

**Målsom uker 18/9 - 30/9**

2 skreddersydde dressar FOR: 24.775,-  
2 skreddersydde skjorter NA: 14.990,-  
2 slips

Ring 22 20 00 30 for å bestille en personlig avtale eller send en mail til: post@royalmenswear.com

**Royal Mens Wear**  
Radisson Hotel / Holbørgs gate 30 / 0166 Oslo  
www.royalmenswear.com

Konkursåpninger	Sted	Brevne
Selskap		
Per Jacobsen Konsulentfirmaer	Burgas	Byggetekniske konsulentfirmaer
Bodo Green House	Bodo	Frising og annen djernhøsting
AZ Bygg Zulu	Få	Stekkerbeil
Vivian Friiser	Hovne	Frising og annen djernhøsting
Vast Vedlikehold Service	Larvold	Oppføring av bygninger
Sethelsen Hestnes	Molde	Fondlegger som støtter vedlegg og allmennnyttige fond
Moss Dekk og Service	Moss	Delehandel med delar og utstyr til motorvognar, uansett motorstyr
Bildel	Dal	Arnen forretningsmessig spesialisering ikke nevnt annet sted
DK Blihengje & Transport		
Chris Arvik Strøm	Oslo	Reparasjon av maskiner
Proledger	Oslo	Regnskap og bokføring
Spakno	Oslo	Brannarbeid
LTB Eiesdomservice	Paradis	Burkshandel med møbler
Handyman24	Rykkon	Oppføring av bygninger
Oslyfwin	Stordamkorset	Spedagion
Alvin og Beren Bygg	Spydeberg	Oppføring av bygninger
Enogan Holding	Søgne	Refrigger- og ventilasjonsarbeid. Hovedkontor i Tønsberg
Sprinkler- & Ventilasjonssamar	Søgne	Refrigger- og ventilasjonsarbeid
Nowise Håvard Moon Ferstad	Trondheim	Utgivelse av annen programvare
El og Båtservice Vakkertund		
Richard Lund	Vallersund	Delehandel med bil og lette motorvognar, uansett motorstyr
Kredaviken Drift	Vikensund	Delehandel med drivstoff til motorvognar

# For to hatter

**TO HATTER:** - Bers og regnskap er to forskjellige ting. Regnskap er en eksakt vitenskap. Bers er trossig hån, sier Kristian Eidevold, om hvorfor han som styrelleder i Wilson mener aksjen har verdor ut over bokført verdi på 22,70 kroner, mens han som styrelleder i hovedsakelsen Cabino mener verdor kan er 12 kroner pr. aksje.



en kjøpte for 10,50 klokken 14 ■ Klokken 17 krevde han å bli kjøpt ut for 22,70

Løt hele hotellet  
Be om pris!



## Konferanse – Bryllup – Julebord

Opplev Holmsbu Bad



Høy gourmetkøkket  
Dagligvare Tidende

### Kombiner konferanse med julebord

- Overnatting
- Frokost
- Frukt, kaffe og vaffer
- 2-retters lunsj
- 3-retters middag eller julebord
- Konferanserom

Helpensjon, konferanse fra kr. 1390,- pr. person.  
Helpensjon med julebord - konferanse fra  
kr. 1590,- pr. person.



**HOLMSBU-BAD**  
OG FJORDHOTELL

holmsbubad.no • Tlf: 32 79 21 00

booking@holmsbubad.no

50 min. fra Oslo og Bærum

Prov også vår populære gourmetkonferanse og julebord. Ta kontakt for nærmere informasjon.

## 13 Vedlegg

### 13.1 Tabeller

Tabell 1 Tonnsjebeskrivelse Wilson ASA .....	17
Tabell 2 Markedsandeler, Industrishipping.....	42
Tabell 3 Porters femfaktorsmodell, Vurdering av trusler og muligheter .....	45
Tabell 4 SVIMA analyseresultater Wilson ASA.....	47
Tabell 5 Sammenlignbare selskaper, balanse .....	51
Tabell 6 Valutakonvertering Wilson ASA & Belships ASA .....	52
Tabell 7 Finansielle hovedtall, Wilson ASA.....	52
Tabell 8 Omgruppert balanse Wilson ASA.....	54
Tabell 9 Normalisering, Gevinst/tap ved salg av skip.....	55
Tabell 10 Normalisering, Agio + Disagio .....	55
Tabell 11 Normalisering, Derivater.....	56
Tabell 12 Normalisering, Pensjonskostnader .....	57
Tabell 13 Normalisert resultatregnskap Wilson ASA .....	57
Tabell 14 Nøkkeltall, Likviditetsgrad 1 .....	58
Tabell 15 Nøkkeltall, Egenkapitalandel .....	60
Tabell 16 Nøkkeltall, Gjeldsgrad .....	61
Tabell 17 Nøkkeltall, Rentedekningsgrad .....	62
Tabell 18 Nøkkeltall, Egenkapitalrentabilitet (EKR).....	64
Tabell 19 Nøkkeltall, Totalkapitalrentabilitet (TKR).....	65
Tabell 20 Nøkkeltall, Utvikling Wilson ASA .....	66
Tabell 21 KVM, Rapportert markedspremie – PwC.....	69
Tabell 22 KVM, Beta-koeffisienter sammenlignbare selskap.....	70
Tabell 23 WACC, Historiske diskonteringsrenter Wilson ASA .....	73
Tabell 24 Vekst, Egenkapital .....	75
Tabell 25 Vekst, Varige driftsmidler og totalkapital.....	76
Tabell 26 Vekst, Gjeld .....	76
Tabell 27 Vekst, Brutto fraktinntekter, reiseavhengige kostnader og andre driftsinntekter.....	77
Tabell 28 Vekst, Mannskapskostnader.....	77
Tabell 29 Vekst, TC/BB hyrer og administrasjonskostnader .....	77
Tabell 30 Vekst, Andre driftsinntekter og driftskostnader .....	78
Tabell 31 Vekst, Finansposter .....	78
Tabell 32 Prognoser SSB .....	79
Tabell 33 Prognoser EUR/USD .....	79
Tabell 34 Fundamental verdsettelse, Fremtidsregnskapet Wilson ASA .....	84
Tabell 35 Fundamental verdsettelse, Fremtidig netto kontantstrøm Wilson ASA.....	84
Tabell 36 Fundamental verdsettelse, Prising Wilson ASA .....	85
Tabell 37 Balansebasert verdsettelse, Beregning av latent skatt.....	87
Tabell 38 Balansebasert verdsettelse, Prising Wilson ASA.....	87
Tabell 39 Komparativ verdsettelse, Selskapsinformasjon.....	88
Tabell 40 Komparativ verdsettelse, P/B – komparative selskap .....	89
Tabell 41 Komparativ verdsettelse, P/B – prising Wilson ASA .....	89
Tabell 42 Komparativ verdsettelse, P/E – komparative selskap .....	90
Tabell 43 Komparativ verdsettelse, P/E – prising Wilson ASA .....	90
Tabell 44 Vektet prising Wilson ASA .....	91
Tabell 45 Bad Case scenario – Effekter .....	93
Tabell 46 Bad Case scenario – Kontantstrøm .....	93
Tabell 47 Bad Case scenario – Prising Wilson ASA .....	93
Tabell 48 Good Case scenario – Effekter.....	94

---

Tabell 49 Good Case scenario – Kontantstrøm .....	94
Tabell 50 Good Case scenario – Prising Wilson ASA .....	94

## 13.2 Figurer

Figur 1 Selskapsstruktur, Underselskap Wilson ASA .....	13
Figur 2 Selskapsstruktur, Datterselskapene .....	14
Figur 3 Wilsons største aksjonærer .....	15
Figur 4 Aksjeutvikling Wilson ASA .....	15
Figur 5 WILS vs. OSEBX .....	16
Figur 6 WILS vs. OSLSHX .....	16
Figur 7 Driftsinntekter fordelt på segment .....	18
Figur 8 PEST – analyse .....	32
Figur 9 Baltic Dry Indeksen .....	34
Figur 10 Økonomiske prognoser, BNP Norge .....	35
Figur 11 Økonomiske prognoser, BNP Europa .....	35
Figur 12 Økonomiske prognoser, Innenlands råoljepris .....	36
Figur 13 Økonomiske prognoser, Utenlands råoljepris .....	36
Figur 14 Økonomiske prognoser, Prognoser Norge .....	37
Figur 15 Økonomiske prognoser, Prognoser Europa .....	37
Figur 16 Populasjonsvekst Europa .....	38
Figur 17 BNP vekst Europa og sentral Asia .....	38
Figur 18 Porters femfaktorsmodell .....	40
Figur 19 Kontorer Wilson ASA .....	46
Figur 20 SWOT analyse .....	49
Figur 21 Rammeverk regnskapsanalyse .....	50
Figur 22 Omgruppering av balanse .....	53
Figur 23 Nøkkeltall, Likviditetsgrad 1 .....	59
Figur 24 Nøkkeltall, Egenkapitalandel .....	60
Figur 25 Nøkkeltall, Gjeldsgrad .....	61
Figur 26 Nøkkeltall, Rentedeckningsgrad .....	63
Figur 27 Nøkkeltall, Egenkapitalrentabilitet (EKR) .....	64
Figur 28 Nøkkeltall, Totalkapitalrentabilitet (TKR) .....	66
Figur 29 Ikke kansellerbare TC-avtaler .....	86
Figur 30 Sensitivitetsfaktorer Wilson ASA .....	92