



Strategisk regnskapsanalyse og fundamental verdsettelse av Solstad Offshore ASA



SOLSTAD OFFSHORE

Olaf Magnus Strøm Haavik og Øivind Robøle Sørdal

Veileder: Gunnar Dahl

Masterutredning i regnskap og revisjon

NORGES HANDELSHØYSKOLE

Det selvstendige arbeidet er gjennomført som ledd i masterstudiet i regnskap og revisjon ved Norges Handelshøyskole og godkjent som sådan. Godkjenningen innebærer ikke at Høyskolen eller sensorer inntår for de metoder som er anvendt, resultater som er fremkommet eller konklusjoner som er trukket i arbeidet.

Sammendrag

Formålet med denne utredningen er å estimere verdien av egenkapitalen til Solstad Offshore ASA per 27.07.2016. Dette gjøres gjennom en strategisk regnskapsanalyse og en fundamental verdsettelse. Hensikten er å kunne anbefale en handlingsstrategi om hvorvidt en skal kjøpe, selge eller holde på aksjene i Solstad Offshore ASA. Utredningen baserer seg på offentlig tilgjengelig informasjon.

Utredningen består av tre hoveddeler. Første del er kvalitativ hvor fokuset rettes mot både interne og eksterne forhold som er relevante for Solstad Offshore ASA og næringen. Funnene i den strategiske analysen indikerer høy grad av intern rivalisering mellom rederiene, forsterket av klyngeeffekter og negative makroøkonomiske forhold. I den forbindelse er aktuelle problemstillinger høy gjeldsgrad, lav aktivitet, konsolidering og usikre fremtidsutsikter. Oppsummert anses Solstad Offshore ASA å ha en midlertidig konkurransemessig fordel.

Videre gjennomføres en strategisk regnskapsanalyse. Dette er en kvantitativ analyse av Solstad Offshore ASA og næringen sine regnskapstall. Hensikten er blant annet å sammenligne resultatene fra den kvalitative strategiske analysen, og vurdere rimeligheten av disse. Funnene fra den strategiske regnskapsanalysen viser at Solstad Offshore ASA har hatt en tidsvektet strategisk fordel på 2,3 prosent i analyseperioden. Dette skyldes i hovedsak en finansieringsfordel og en ressursfordel knyttet til driften av rederiet.

I siste del av utredningen utarbeides et fremtidsregnskap basert på innsikt tilegnet fra den strategiske analysen og den strategiske regnskapsanalysen. Fremtidsregnskapet ligger til grunn for å estimere et verdiestimat på egenkapitalen til Solstad Offshore ASA. I tråd med den kvalitative analysen forventes det en negativ driftsinntektsvekst for de første to årene av budsjettperioden. For de neste årene vil høyere aktivitet gi en positiv driftsinntektsvekst frem mot steady state. Det legges også til grunn en redusert investeringstakt i næringen og vedvarende høy grad av intern rivalisering mellom rederiene.

Den fundamentale verdsettelsen gir et verdiestimat per aksje på NOK 13,50 mot en virkelig verdi på NOK 15,30 per 27.07.2016. Det anbefales en hold-strategi for aksjene i Solstad Offshore ASA.

Forord

Denne utredningen er skrevet høsten 2016 som en del av masterstudiet i regnskap og revisjon ved Norges Handelshøyskole. Regnskapsanalyse og verdivurdering er sentrale emner innen revisjonsprofesjonen. Vi anser verdivurdering som relevant for oss som fremtidige revisorer. Vi har derfor valgt å skrive en masteroppgave innen verdsettelse.

På bakgrunn av interessen for offshorerelaterte virksomheter, samt at vi skal arbeide på Vestlandet ønsket vi å fordype oss innen offshore servicerederier. Næringen befinner seg i en spennende fase med restrukturering av gjeld og konsolidering av rederier. Solstad Offshore ASA er i den forbindelse et spennende rederi kjent for god ledelse. I tillegg er rederiet lokalisert på Karmøy med sterke bånd til den maritime klyngen på Vestlandet.

I arbeidet med utredningen har vi fått anvendt og testet ulik kunnskap tilegnet gjennom profesjonsstudiet i regnskap og revisjon. Prosessen har vært både lærerik og spennende.

Vi ønsker å takke Gunnar Dahl for gode, konstruktive og raske tilbakemeldinger på arbeidet med masteroppgaven.

Olaf Magnus Strøm Haavik

Øivind Robøle SørDAL

Bergen, 19. Desember 2016

Innholdsfortegnelse

1.	INNLEDNING	10
1.1	PROBLEMSTILLING	10
1.2	STRUKTUR OG OPPBYGNING	10
1.3	AVGRENSNINGER	11
2.	PRESENTASJON AV NÆRING OG REDERI.....	12
2.1	OFFSHORENÆRINGEN OG HISTORIKK	12
2.1.1	<i>Introduksjon av markedet</i>	<i>12</i>
2.1.2	<i>Relevante skipssegment.....</i>	<i>14</i>
2.1.3	<i>Skipsregistre.....</i>	<i>15</i>
2.1.4	<i>Ratenivå og kontraktstyper</i>	<i>16</i>
2.1.5	<i>Syklisk næring</i>	<i>17</i>
2.1.6	<i>Relevante tilbuds- og etterspørselsdrivere.....</i>	<i>19</i>
2.1.7	<i>Finansieringsstruktur.....</i>	<i>24</i>
2.1.8	<i>Markedstilstand.....</i>	<i>26</i>
2.2	OM SOLSTAD OFFSHORE ASA	27
2.2.1	<i>Selskapsstruktur</i>	<i>28</i>
2.2.2	<i>Skipsflåte</i>	<i>30</i>
2.2.3	<i>Kontraktsdekning</i>	<i>30</i>
2.2.4	<i>Økonomiske forhold</i>	<i>32</i>
2.2.5	<i>Fusjon – Rem Offshore ASA</i>	<i>34</i>
2.3	SAMMENLIGNBARE KONKURRENTER	35
3.	VERDIVURDERINGSTEKNIKKER.....	38
3.1	HOVEDTEKNIKKER FOR VERDIVURDERING	38
3.1.1	<i>Komparativ verdivurdering</i>	<i>38</i>

3.1.2	<i>Opsjonsbasert verdivurdering</i>	39
3.1.3	<i>Fundamental verdivurdering</i>	40
3.2	VALG AV VERDIVURDERINGSTEKNIKK.....	41
3.3	RAMMEVERK FOR FUNDAMENTAL VERDIVURDERING	43
4.	STRATEGISKE ANALYSE	45
4.1	DEKOMPONERING AV BRANSJEFORHOLD (PESTEL).....	46
4.1.1	<i>Politiske forhold</i>	47
4.1.2	<i>Økonomiske forhold</i>	52
4.1.3	<i>Sosiokulturelle forhold</i>	53
4.1.4	<i>Teknologiske forhold</i>	54
4.1.5	<i>Miljømessige forhold</i>	54
4.1.6	<i>Legale forhold</i>	56
4.1.7	<i>Oppsummering PESTEL</i>	56
4.2	DEN MARITIME KLYNGEN.....	57
4.2.1	<i>Relevante forhold</i>	57
4.2.2	<i>Globalt næringsnav</i>	59
4.3	KONKURRANSEANALYSE (PORTERS FEM KREFTER)	61
4.3.1	<i>Etableringstrussel fra inntrengere</i>	61
4.3.2	<i>Trusler fra substitutter</i>	64
4.3.3	<i>Kunders forhandlingsmakt</i>	64
4.3.4	<i>Leverandørers forhandlingsmakt</i>	64
4.3.5	<i>Rivalisering mellom eksisterende bedrifter</i>	65
4.3.6	<i>Oppsummering Porters fem krefter</i>	66
4.4	FUNN I EKSTERN ANALYSE	66

4.5	INTERN ANALYSE (VRIO).....	67
4.5.1	<i>Fysiske ressurser</i>	68
4.5.2	<i>Finansielle ressurser</i>	69
4.5.3	<i>Humankapital og organisatoriske ressurser</i>	70
4.5.4	<i>Oppsummering VRIO</i>	72
4.6	SWOT.....	73
5.	REGNSKAPSANALYSE.....	75
5.1	RAMMEVERK FOR REGNSKAPSANALYSE	75
5.2	PRESENTASJON AV RESULTAT- OG BALANSEREGNSKAP	77
5.3	TRAILING	80
5.4	OMGRUPPERING AV FINANSREGNSKAPET	82
5.4.1	<i>Omgruppering av resultat</i>	82
5.4.2	<i>Omgruppering av balansen</i>	91
5.5	ANALYSE OG JUSTERING AV VESENTLIG MÅLEFEIL.....	96
5.5.1	<i>Spesielle hensyn</i>	98
5.6	FORHOLDSTALLSANALYSE.....	101
5.6.1	<i>Tidsvektning</i>	102
6.	RISIKOANALYSE.....	104
6.1	LIKVIDITETSANALYSE.....	105
6.2	SOLIDITETSANALYSE	109
6.3	SYNTETISK RATING	113
7.	AVKASTNINGSKRAV	115
7.1	ANALYSE AV KRAV	115
7.1.1	<i>Risikofri rente</i>	117
7.1.2	<i>Risikopremie</i>	118

7.1.3	<i>Illikviditetspremie</i>	119
7.1.4	<i>Egenkapitalbeta</i>	120
7.1.5	<i>Beta til netto finansiell gjeld</i>	124
7.1.6	<i>Beta til netto driftskapital</i>	126
7.1.7	<i>Utrekning av egenkapitalbeta</i>	126
7.1.8	<i>Utrekning av egenkapitalkrav</i>	127
7.2	KRAV TIL NETTO FINANSIELL GJELD	127
7.2.1	<i>Finansielt gjeldskrav</i>	127
7.2.2	<i>Finansielt eiendelskrav</i>	128
7.3	KRAV TIL NETTO DRIFTSKAPITAL.....	129
8.	LØNNSOMHETSANALYSE.....	131
8.1	STRATEGISK FORDEL.....	132
8.2	DEKOMPONERING AV STRATEGISK FORDEL	133
8.2.1	<i>Analyse av driftsfordel</i>	133
8.2.2	<i>Analyse av bransjefordel drift</i>	134
8.2.3	<i>Analyse av ressursfordel drift</i>	135
8.2.4	<i>Analyse av gearingfordel</i>	137
8.3	FINANSIERINGSFORDEL.....	137
8.3.1	<i>Finansieringsfordel netto finansiell gjeld</i>	138
8.3.2	<i>Finansieringsfordel minoritetsinteresser</i>	138
8.4	OPPSUMMERING – (HISTORISK SUPERRENTABILITET).....	139
9.	FREMTIDSREGNSKAP	141
9.1	RAMMEVERK.....	141
9.2	VEKSTANALYSE	142

9.2.1	<i>Vekstfaktorer på kort sikt</i>	142
9.2.2	<i>Vekstfaktorer på lang sikt</i>	143
9.3	BUDSJETTHORISONT	144
9.4	BUDSJETTERING	145
9.4.1	<i>Driftsinntektsvekst (div)</i>	145
9.4.2	<i>Omløpet til netto driftseiendeler</i>	149
9.4.3	<i>Netto driftsresultat</i>	150
9.4.4	<i>Finansiell gjeld og finansielle eiendeler</i>	151
9.4.5	<i>Netto finanskostnad og netto finansinntekt</i>	152
9.4.6	<i>Minoritetsandel</i>	153
9.4.7	<i>Netto minoritetsresultat</i>	154
9.5	FREMTIDSREGNSKAP- OG FRI KONTANTSSTRØM	154
10.	FREMTIDSKRAV OG STRATEGISK FORDEL	157
10.1	FREMTIDSKRAV FOR EGENKAPITAL	157
10.1.1	<i>Risikofri rente</i>	158
10.1.2	<i>Markedsrisikopremie</i>	158
10.1.3	<i>Illikviditetspremie</i>	159
10.1.4	<i>Egenkapitalbeta</i>	159
10.1.5	<i>Egenkapitalkrav</i>	160
10.2	FREMTIDSKRAV TIL NETTO FINANSIELL GJELD	160
10.3	FREMTIDSKRAV TIL NETTO DRIFTSKAPITAL	161
10.4	ANALYSE AV BUDSJETT – STRATEGISK FORDEL	162
11.	FUNDAMENTAL VERDSETTELSE	164
11.1	EGENKAPITALMETODEN	165

11.1.1	<i>Fri kontantstrøm-modellen</i>	165
11.1.2	<i>Superprofittmodellen</i>	166
11.2	SELKAPSKAPITALMETODEN	166
11.2.1	<i>Verdien av minoritetsinteressene (VMI)</i>	167
11.2.2	<i>Verdien av netto driftskapital (VNDK)</i>	168
11.3	VERDIKONVERGENS.....	169
11.4	USIKKERHET I VERDIESTIMATET	170
11.4.1	<i>Konkursrisiko</i>	170
11.4.2	<i>Sensitivitetsanalyse</i>	171
11.4.3	<i>Simulering</i>	175
12.	SUPPLERENDE VERDIVURDERING	181
12.1	VALG AV BASIS OG MULTIPLIKATORER.....	182
12.1.1	<i>Pris/Bok</i>	183
12.1.2	<i>Pris/Fortjeneste</i>	185
12.1.3	<i>Implisitt multiplikator</i>	186
12.1.4	<i>Oppsummering</i>	187
13.	HANDLINGSSTRATEGI	188
14.	OVERSIKT OVER FORKORTELSER BRUKT I FORMLER.....	190
15.	BIBLIOGRAFI.....	194

1. Innledning

I dette kapitlet presenteres utredningens problemstilling, struktur og relevante avgrensninger.

1.1 Problemstilling

I denne masterutredningen gjennomføres en verdivurdering av Solstad Offshore ASA (*heretter Solstad*). Det skal foretas en fundamental verdivurdering med utgangspunkt i offentlig tilgjengelig informasjon. Problemstillingen er som følger:

Hva var markedsverdien av egenkapitalen til Solstad Offshore ASA per 27.07.2016?

1.2 Struktur og oppbygning

Utredningens struktur er hovedsakelig basert på professor Kjell Henry Knivsflå (Norges Handelshøyskole) sitt rammeverk for fundamental verdsettelse. Det tas utgangspunkt i rammeverket presentert i faget MRR413a: ”Regnskapsanalyse og verdivurdering” våren 2016. Annen supplerende faglitteratur er gjengitt i bibliografien.

Strukturen kan deles inn i tre hoveddeler. Første del består av kapittel to til fire. I kapittel to presenteres sentrale forhold for næringen og Solstad. I kapittel tre gjøres det rede for ulike verdsettelsesteknikker, samt fremgangsmåte. Kapittel fire består av en strategisk analyse, hvor kvalitative forhold evalueres. I neste del, kapittel fem til åtte, utføres en regnskapsanalyse av Solstad og næringen.

Del tre består av kapitlene ni til tolv. I kapittel ni utarbeides fremtidsregnskap, mens fremtidskrav presenteres i kapittel ti. Den fundamentale verdsettelsen utføres i kapittel elleve, mens den komparative verdsettelsen gjennomføres i kapittel tolv.

I kapittel 13 presenteres en handlingsstrategi hvor det gjøres rede for hvorvidt eksisterende og potensielle investorer burde kjøpe, holde eller selge aksjer i Solstad.

Avslutningsvis i kapittel 14 er det utarbeidet en oversikt over forkortelser anvendt i utredningen.

1.3 Avgrensninger

Utredningen gjennomføres ved hjelp av en fundamental- og en komparativ verdsettelsesteknikk. I den forbindelse holdes den forestående fusjonen mellom Solstad Offshore ASA og Rem Offshore ASA utenfor utredningen, jamfør delkapittel 2.2.5. Verdsettelsestidspunktet settes til dagen i forkant av offentliggjøring av fusjonen.

Det legges til grunn et eksternt investorperspektiv i utredningen. Videre vil bransjegjennomsnittet som benyttes i utredningen være avgrenset til norske sammenlignbare offshore servicereederier, jamfør kapittel 2.3.

I fremtidsregnskapet og fremtidskravet er det foretatt subjektive og skjønnsmessige vurderinger.

2. Presentasjon av næring og rederi

Innledningsvis presenteres generelle markedsforhold relevant for næringen for å skape en forståelse av markedsstilstanden. Deretter vil Solstad Offshore ASA presenteres for å gi et innblikk i rederiets historie, organisasjonsstrukturen og rederiets finansielle situasjon. Til slutt presenteres de ulike sammenlignbare rederiene som anvendes i den videre utredningen.

2.1 Offshorenæringen og historikk

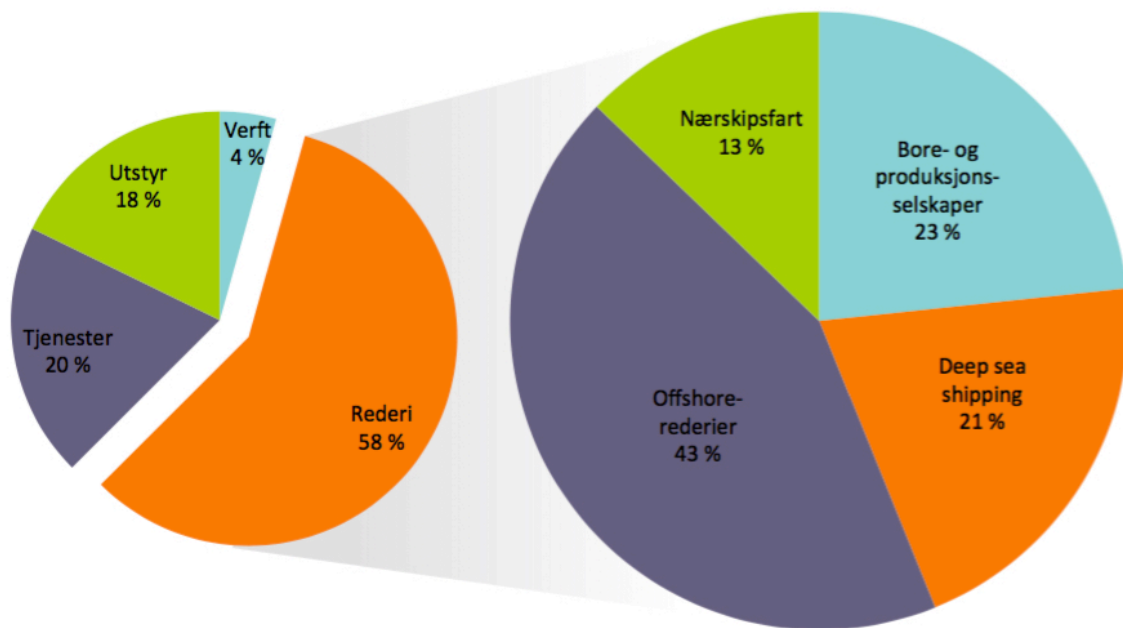
2.1.1 Introduksjon av markedet

Den norske offshore servicenæringen vokste frem som et resultat av Ekofiskfunnet i Nordsjøen i 1969. Næringen har mer eller mindre vært en direkte konsekvens av det norske oljeeventyret og de påfølgende petroleumsinvesteringene på norsk kontinentalsokkel. Nye behov hos kundene i markedet ble skapt. Det førte til store omveltninger i kjernevirksomheten til mange rederier for å imøtekomme de nye offshore servicemulighetene. Den maritime næringen er definert som: ”Alle virksomheter som eier, opererer, designer, bygger, leverer utstyr eller spesialiserte tjenester til alle typer skip og andre flytende enheter.” (Jacobsen, 2011)

Et rederi kan operere innenfor flere ulike markeder og defineres som: ”Et selskap som er eiere og operatører av skip og andre flytende innretninger, som rigger, flytende produksjonsskip, floteller og lektere” (Jacobsen, 2011). I denne utredningen rettes fokuset mot offshore servicerederier. Disse defineres av Jacobsen som: ”Rederier som eier og operer forsyningsfartøy, ankerhåndteringsfartøy, seismikk- og andre offshore relaterte spesiallagde skip”. Disse skipene er hovedsakelig designet og konstruert for å dekke ulike behov knyttet til oppdrag utlyst av petroleumsnæringen. Det gjør at skipene innehar ulike kvalifikasjoner og størrelse, ofte er de spesialbygd i forbindelse med en bestemt oppdragstype. Stadig utskiftning og kontrahering av skip, samtidig som kontinuerlig endring av oppdragskvalifikasjoner er forhold som gjør næringen kapitalintensiv. Skipsbetegnelsene PSV, AHTS og CSV utgjør hovedskipssegmentene i offshore servicenæringen, jamfør delkapittel 2.1.2.

Ifølge Norges Rederiforbund er den norske offshore serviceflåten den mest moderne og nest største i sitt segment. Flåten bestod ved inngangen til 2016 av 635 offshore serviceskip (Maritim Forum, 2016). Til sammenligning var det på verdensbasis 7002 offshore

serviceskip i 2012 (Norges Rederiforbund, 2014). I 2014 var omsetningen historisk høy med NOK 104 milliarder (Norges Rederiforbund, 2016a). Effekten av lavere aktivitet i næringen viser igjen på tallene for 2015, hvor en opplevde en nedgang på NOK 18 milliarder sammenlignet med fjoråret. Verdiskapningen til den norske skipsflåten var på NOK 47,4 milliarder i 2016. Det tilsvarer omtrent 25 prosent av den totale maritime verdiskapningen på om lag NOK 190 milliarder (Norges Rederiforbund, 2016a). Figur en viser først hvor stor andel av verdiskapningen rederiene samlet sett står for i den maritime næringen i 2014. Av rederiundergruppene står offshore servicerederiene for den høyeste andelen verdiskapning.



Figur 1: Verdiskapning i hovedgrupper (t.v) og rederi-undergrupper (t.h) side 39 (Norges Rederiforbund, 2016a)

Det er omtrent 50 offshore servicerederier i Norge, hvorav syv er notert på Oslo Børs (Norges Rederiforbund, 2014). Rederiene er hovedsakelig lokalisert på vestkysten, fra Møre og Romsdal, og ned langs kysten til Rogaland. Ved inngangen av 2016 var den samlede markedsverdien av porteføljen på Oslo Børs på hele NOK 40 milliarder (Oslo Børs, 2016a). Et sentralt kjennetegn for rederinæringen i Norge er at de fleste rederiene er heleid- eller deleide familieselskap. Det er mange mindre aktører som kjemper om de samme oppdragene. Konsolidering og restrukturering av næringen er et tema som i nyere tid har blitt diskutert. Dette gjøres rede for i delkapittel 2.1.8.

Ifølge rapporten "I krevende farvann" anser 87 prosent av offshore servicerederiene Norge som det viktigste markedet totalt sett (Norges Rederiforbund, 2015). Canada, Mexico,

Storbritannia og USA er vurdert som andre viktige geografiske områder. Markedskonsensus indikerer at det norske markedet vil bli mindre sentralt frem til år 2020, mens de nevnte landene over vil bli viktigere i samme tidsperiode. Dette kan sees i sammenheng med den økende andelen av internasjonale oppdrag, som følgelig fører til økt omsetning fra utland. I 2015 kom omtrent 67 prosent av skipsfraktinntektene fra internasjonale oppdrag (Norges Rederiforbund, 2015). Figur to gir en oversikt over de sentrale markedsområdene i dag, samt hvor mulighetene for vekst foreligger.



Figur 2: Norske offshorerederi eksisterende markeder og potensielle vekstmarkeder (Norges Rederiforbund, 2015)

2.1.2 Relevante skipssegment

Hovedskipskategoriene i næringen kan deles inn i tre segmenter (1) plattformforsyningskip (*PSV*), (2) ankerhåndteringskip (*AHTS*) og (3) konstruksjonsserviceskip (*CSV*). Skipene dekker ulike behov i markedet. *PSV* og *AHTS* rangeres vanligvis etter lasteevne og motorkraft, mens *CSV*-skip er differensiert ut fra type oppdrag de anvendes til. Det foretas ingen videre analyse av finesser og mindre tekniske detaljer som skiller de forskjellige skipene ettersom det ikke vil være hensiktsmessig for den videre utredningen.

PSV - Plattformforsyningskip

Formålet med PSV-skip er vanligvis å frakte diverse materiell eller personale til og fra rigger og installasjoner til havs. Det kan eksempelvis være kjemikaler til borreprosesser, forsyninger, diverse utstyr eller proviant. Materialet kan både lagres under og over dekk. Det er vanlig at PSV-skip blir bygget for å utføre en spesifikk jobb. Skipene er vanligvis mellom 20 og 100 meter lange.

AHTS – Ankerhåndteringsskip

Ankerhåndteringsskip er utstyrt med vinsjer på dekk som gjør de i stand til å forankre og taue blant annet lektere, oljerigger og plattformer til og fra lokasjoner. Kjennetegn ved skipene er at de vanligvis er utstyrt med en større maskin og motorkraft, tilpasset de operasjonene skipet er tiltenkt. Skipene har i tillegg en åpen hekk som gjør de i stand til å trekke ankre om bord. Videre kan AHTS-skip fungere som redningsskip og forsyningskip.

CSV – Konstruksjonsserviceskip

Konstruksjonsserviceskip skiller seg ut fra de to øvrige segmentene ved å være mer teknologisk avanserte og komplekse. De er ofte spesialkonstruerte med et spesifikt formål knyttet til ulike konstruksjons- og undervannsoppdrag. Det kan blant annet være oppdrag innen rørlegging, vedlikehold, inspeksjon og omfattende installasjoner. Hvilket utstyr som er installert, og størrelse på skip vil variere. En CSV-skipsportefølje er mer differensiert enn AHTS og PSV. Betegnelsen OCV og Subsea blir ofte benyttet synonymt med CSV. I den videre utredning omtales skipssegmentet som CSV.

2.1.3 Skipsregistre

Hvor et skip er registrert legger føringer for hvilke geografiske områder skipet kan operere i, og legger dermed en begrensning på hvilke oppdrag et skip kan ta. Samtidig påvirker det hvilke lønsvilkår mannskapet til skipet reguleres av. Rederienes kostnadsnivå, fleksibilitet og lønnsomhet avhenger i stor grad av hvordan skipsflåten er sammensatt.

Rederiene i næringen står fritt til å velge hvilket flagg skipene skal benytte. I Norge eksisterer skipsregistrene Norsk Ordinert Skipsregister (NOR) og Norsk Internasjonalt Skipsregister (NIS). Det tredje alternativet er å benytte utenlandske flagg på norskkontrollerte skip, såkalte bekvemmelighetsflagg.

I 1987 ble NIS etablert med formål om å bedre konkurransevilkårene til norske skip, sikre sysselsettingen av norske sjøfolk og at skip ble registrert med norske flagg. Ved utgangen av

2006 og 2015, var det registrert henholdsvis 629 og 535 skip i NIS, noe som tilsvarer en nedgang på 14 prosent (Norges Rederiforbund, 2016b). På bakgrunn av denne utflaggingstrenden har regjeringen med næringsminister Monica Mæland i spissen gjort endringer i regelverket til gunst for blant annet CSV-skip.

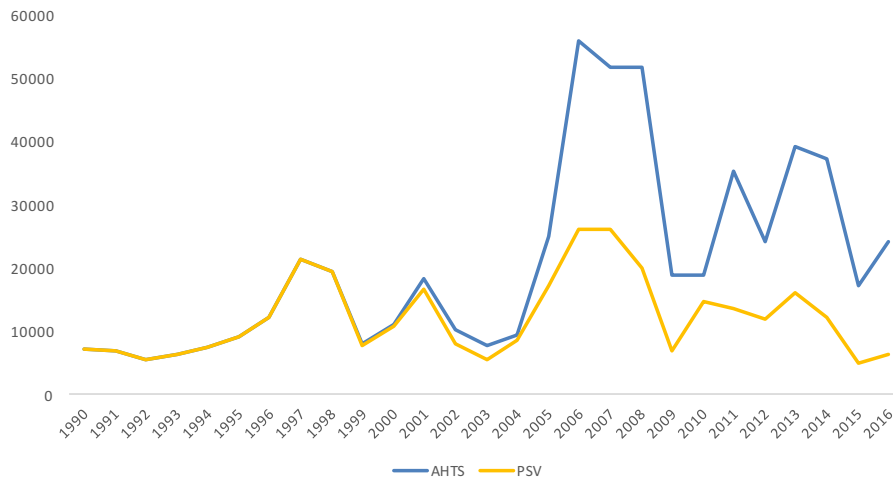
Fra og med første mars 2016 kunne NIS-registrerte CSV-skip bevege seg fritt mellom havner på norsk kontinentalsokkel (Regjeringen, 2016). Olje- og gassinstallasjoner på norsk kontinentalsokkel hører innunder denne betegnelsen. Det er i tillegg opprettet en tilskuddsordning for å styrke konkurransedyktigheten. I korte trekk går denne ordningen ut på at rederiene får tilbakebetalt skatt og trygdebetaling for sjøfolk på norskregistrerte skip (Norges Rederiforbund, 2016c).

Kravene for registrering i NOR er at den tekniske og kommersielle driften er lokalisert på norsk kontinentalsokkel. Skipene må i tillegg ha en juridisk representant under de samme vilkårene (Sjøfartsdirektoratet, 2016). Hovedproblemstillingen med å ha skipet registrert i NOR er at mannskapet skal følge norske lønnsvilkår. Det reduserer følgelig konkurransedyktigheten internasjonalt, når andre aktører bruker rimeligere arbeidskraft fra lavkostland. Nettolønnsordningen ble opprettet for å bedre konkurranseforholdene mot det internasjonale markedet (Flaaten & Andersen, Nettolønnsordningen, 2014).

Bruk av bekvemmelighetsflagg, fra eksempelvis Singapore og Færøyene, har økt med 30 prosent fra 2006 til inngangen av 2016 (Norges Rederiforbund, 2016b). Hensikten er å unngå beskatning og ulike reguleringer i hjemstaten, samtidig som registreringskostnaden er relativt lav (Nautikk.net, 2016). Skipene har i tillegg mulighet til å bevege seg mellom norske havner uten å måtte tilpasse seg lønnsordningene til den utenlandske besetningen (Mülbradt, 2014). Det er viktig å påpeke at skipene ikke kan bevege seg kontinuerlig mellom havnene.

2.1.4 Ratenivå og kontraktstyper

Fraktinntektene generes gjennom kontrakter i spotmarkedet, eller i et ”*periode marked*”. Inntjeningsgrunnlaget til begge kontraktstypene avhenger av et ratenivå som reguleres av tilbuds- og etterspørselsforhold. Ved overkapasitet øker konkurransen som fører til at ratene faller, og visa versa. Ratenivået er kjent for å være volatilt, som innebærer at prisene kan fluktuere mye over kort tid. Dette skyldes blant annet at offshore servicenæringen er en del av en syklisk næring, jamfør delkapittel 2.1.5.



Figur 3: Historisk spotmarkedet for AHTS og PSV i NOK (Kilde: (Clarkson Research Services, 2016))

Skip som operer i spotmarkedet operer på kortsiktige kontrakter med en varighet på opp til 30 dager. I et periode marked er varigheten på kontraktene 30 dager eller mer. En kontrakt i periode markedet bygger på den gjeldende dagraten ved kontraktinngåelsen, mens en kontrakt i spotmarkedet varierer med endringen i dagraten. Risikoeksponeringen er av den grunn høyere i spotmarkedet.

Et skip som konsekvent operer i spotmarkedet er avhengig av at det er tilgjengelige oppdrag i det geografiske området det operer i. For å måle rederienes utnyttelsesgrad benytter en begrepet kontraktsdekningsgrad. Nevneren i kontraktsdekningsgraden er antall tilgjengelige dager, mens telleren er antallet dager skipet har kontrakt. Det er vanlig at kontraktene inneholder opsjoner som kan øke kontraktsdekningsgraden hvis de blir benyttet.

Hvilken kontraktstrategi et rederi velger har mye å si for lønnsomheten og risikoeksponeringen. Hvis et rederi har høy langsiktig kontraktsdekning vil lønnsomheten både være mer forutsigbar og sikrere grunnet en lav risikoprofil. Gitt normale markedsforhold skal avkastningskravet hos rederier som operer i periode markedet være lavere enn avkastningskravet i spotmarkedet. Derimot vil ikke dette gjelde i en nedgangskonjunktur med lav kontraktstilførsel.

2.1.5 Syklisk næring

Offshore servicenæringen er en syklisk næring, hvor lønnsomheten og aktivitetsnivået varierer over tid. Det skilles vanligvis mellom kortsiktig, langsiktig og sesongbaserte sykluser (Stopford, 2009). Langsiktige sykluser er opp- eller nedgangskonjunkturer som

strekker seg i perioder opp til 60 år, før det blir et skift i økonomien. Kortsiktige sykluser strekker seg i forhold bare mellom syv til tolv år, mens sesongbaserte sykluser holder seg innenfor ett kalenderår. I utredningen fokuseres det kun på kortsiktige og sesongbaserte sykluser ettersom det vil være mest hensiktsmessig.

Stopford (2009) har definert og gjort rede for sentrale sykliske forhold i henhold til næringen. Terminologien kan videreføres til offshore servicenæringen ettersom at det er relativt mange likhetstrekk. Kortsiktige sykluser har ifølge Stopford fire kjennetegn: (1) markedsbunn, (2) gjenopprettelse, (3) markedstopp og (4) markedskollaps.

Det første stadiet, markedsbunn, karakteriseres ved at tilbudssiden er for stor. Dette fører til at ratenivået faller og at driftsmarginene blir redusert. De minst lønnsomme skipene, ofte de eldste, legges i opplag. Konkurransen i markedet strammer seg til. En følge av dette er at kontantstrømmene reduseres markant, som igjen øker det finansielle presset for å opprettholde nedbetalingene på ulike bank- og obligasjonslån. Videre faller markedsverdien til de ulike skipene. Den pressende finansielle og konkurransemessige situasjonen fører ofte til at rederiene må selge skip til en lavere pris enn bokført verdi.

Videre kjennetegnes det neste stadiet ved en gjenopprettelse av ratenivået og følgelig at driftsmarginene bedres. Dette kommer som en konsekvens av den reduserte tilbudssiden. Hvordan markedet vil utvikle seg og til hvilket nivå er fortsatt uvisst, men optimismen stiger gradvis. Det finansielle presset vil i tillegg gradvis reduseres ettersom likviditeten bedres. Etterhvert som oppgangen fortsetter blir markedstoppen nådd. Et godt ratenivå, høy likviditet og positiv kontantstrøm fører til økt utlånsvillighet hos kapitaltilbyderne. Dette vil videre føre til et høyere investeringsnivå og flere skipsbestillinger. Disse momentene vil igjen føre til at etterspørselssiden blir forbigått av tilbudssiden, og en havner i det siste stadiet, markedskollaps (Stopford, 2009).

I denne tilstanden er markedssituasjonen preget av høy usikkerhet, som i verste fall kan føre til konkurser i næringen. Det kan enten skyldes at rederier er motvillige til å selge skip med tap eller at det kontraheres for mange nye skip. Hvis dette er tilfellet råder det vanligvis en oppfatning om at markedstoppen ikke er nådd, og at nedgangen bare er kortsiktig. Videre vil rederiene stå igjen med en for stor tilbudsside uavhengig av handling når markedsbunnen inntreffer. Konsekvensen er at forholdet mellom gjeld og sikker inntekt ikke blir bærekraftig.

Sesongbaserte sykluser er svingninger innad i ett kalenderår hvor lønnsomhetsnivået og aktiviteten varierer i perioder. I offshore servicenæringen illustreres dette gjennom værforholdene i Nordsjøen på vinterstid (Stopford, 2009). Klimaet er mer usikkert og røffere enn vanlig. Det fører følgelig til færre oppdrag. På en annen side kan uventet og plutselig dårlig vær føre til økt etterspørsel etter vedlikehold- og ankerhåndtering oppdrag.

Hvor i syklusen offshore servicenæringen befinner seg avhenger av aktivitetsnivået i petroleumsnæringen. Aktivitetsnivået påvirker oppdragstilførselen til offshore servicenæringen, og spotmarkedsprisen gir et godt bilde på markedsstasjonen. Per 24.08.2016 var det 56 PSV, 19 AHTS og fire CSV i opplag i Norge (Sysla Maritime, 2016). Dette reflekterer dagens krevende markedsstilstand.

2.1.6 Relevante tilbuds- og etterspørselsdrivere

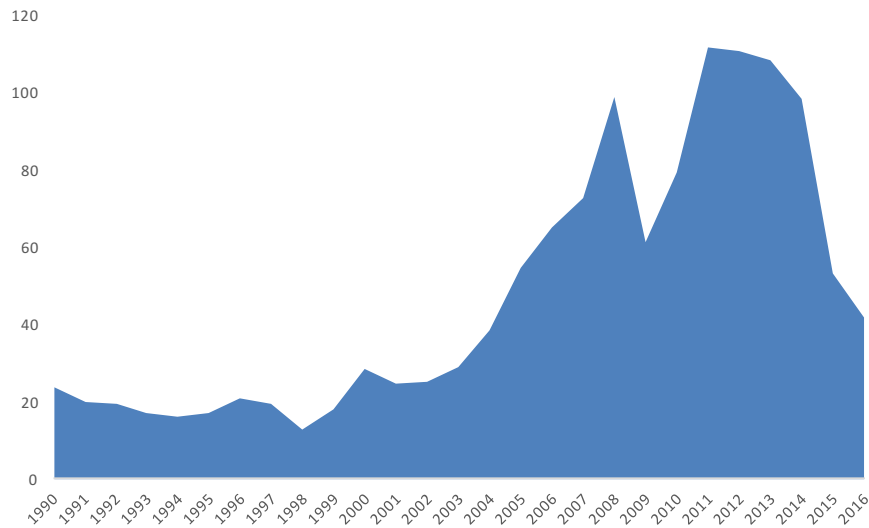
Oppdragsgiverne i offshore servicenæringen er hovedsakelig petroleumsvirksomheter. De karakteriseres som næringsvirksomheter som driver og styrer olje- og gassforekomster. Oljeprisens utvikling spiller en sentral rolle for petroleumsvirksomheters lønnsomhet og aktivitetsnivå, og dermed implisitt for offshore servicerederier. Endringer i oljeprisen har store økonomiske ringvirkninger for verdenshandelen. Dette skyldes blant annet at oljeprisen i stor grad påvirker forskjellige tilbuds- og etterspørselsdrivere. I den forbindelse vil det gjøres rede for sentrale faktorer som driver og påvirker ratenivået i næringen.

Oljeprisen blir regulert av tilbuds- og etterspørselsforhold i markedet. Historisk har OPEC (*Organization of the Petroleum Exporting Countries*), en kollasjon av mange av de største oljeprodusentene, prøvd å regulere oljeprisen ved å tilpasse produksjonsnivået. Påvirkningskraften til OPEC har i nyere tid blitt redusert som en konsekvens av redusert markedsandel, fra omtrent en andel på to tredjedeler til en tredjedel (Dagens Næringsliv, 2015a).

Norge og øvrige oljeproduserende land utenfor OPEC har ført en nøytralitetspolitikk rundt oljeprisen med utgangspunkt i at markedet skal regulere seg selv (Langberg, 2014). Dette var en medvirkende faktor til oljeprisfallet som startet i juli 2014, jamfør figur fire.

Oljeprisfallet skyldtes blant annet en uventet global produksjonsvekst fra produsentene utenfor OPEC (DNB Markets, 2016). Fallet kan ha blitt forsterket ytterligere av ny oljeutvinningsteknologi som gjorde det mulig å produsere skiferolje på land i USA. NHH-professor Eirik Vatne mener det har resultert i at USA i mye større grad har blitt selvforsynt

med olje, og at deres import fra andre oljeproduiserende land har falt (Norsk olje & gass, 2016). Figur fire illustrer den historiske oljeprisutviklingen og viser fallet i 2014. Bunnen ble nådd i januar 2016 med en pris på USD 29,32 fatet. Ingen av de norske offshore servicerederiene har en kapitalstruktur tilpasset et så lavt oljeprisnivå.



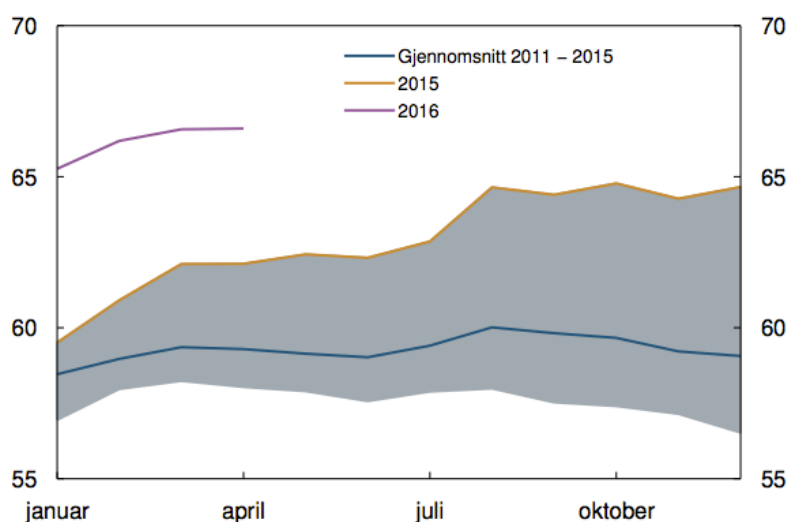
Figur 4: Gjennomsnittlig årlig oljepris i USD (1990-27.07.2016) (Clarkson Research Services, 2016))

I 2016 har oljeprisen stabilisert seg rundt USD 50 per fat. OPEC sin markedsstrategi kan vurderes som en sentral årsak til at oljeprisen ikke har stabilisert seg på et høyere nivå. Det kan tenkes at de prøver å presse ut mindre oljeprodusenter ved å holde produksjonen høy. På den måten forsvarer de egne markedsandeler, samtidig som de på lang sikt jobber mot en høyere oljepris og markedsandel.

Imidlertid har oljeproduksjonen hos enkelte produsenter både i og utenfor OPEC hatt en negativ produksjonstrend siden februar 2016 (Norges Bank, 2016a). For eksempel ble oljeprisen påvirket av den Canadiske skogbrannene som herjet i oljeområdene i landet. Videre har Iran gjenåpnet oljekranene sine med en daglig produksjon på omtrent 3,7 millioner fat (DNB Markets, 2016). De nevnte faktorene er med på å redusere tilbudsoverskuddet, selv om det fortsatt eksisterer et enormt oljelageroverheng opparbeidet over de siste tre årene (International Energy Agency, 2016). Alle ønsker en høyere oljepris, men det underliggende problemet er hvordan dette skal oppnås. Ingen nasjoner ønsker å være den første som kutter i oljeproduksjonen.

Videre har det i 2016 blitt rapportert om en stigende oljeetterspørsel (DNB Markets, 2016). Det er forhold som taler for at markedet gradvis blir mer balansert. Det internasjonale energibyrået IEA har forventet at veksten i oljelagrene vil stagnere i løpet av siste halvdel av 2016, før vendepunktet vil finne sted i løpet av neste kalenderår (International Energy Agency, 2016). Både DNB Markets og Norges Bank baserer sine anslag på IEA sine prognoser.

Det sentrale spørsmålet vil imidlertid være sentralisert rundt hvilket nivå oljeprisen vil bevege seg mot og hva en kan forvente. Faktorer som spiller inn kan være den store usikkerheten knyttet til hvordan OPEC vil forholde seg til dagens høye produksjon, hvordan oljelagertilgangen vil utvikle seg, geografiske forhold som skogbrannene i Canada og den betente situasjonen i Midtøsten. Faren for en svak global økonomisk vekst kan påvirke oljeprisen negativt.



Figur 5: Oljelagrene i OPEC (Norges Bank, 2016a)

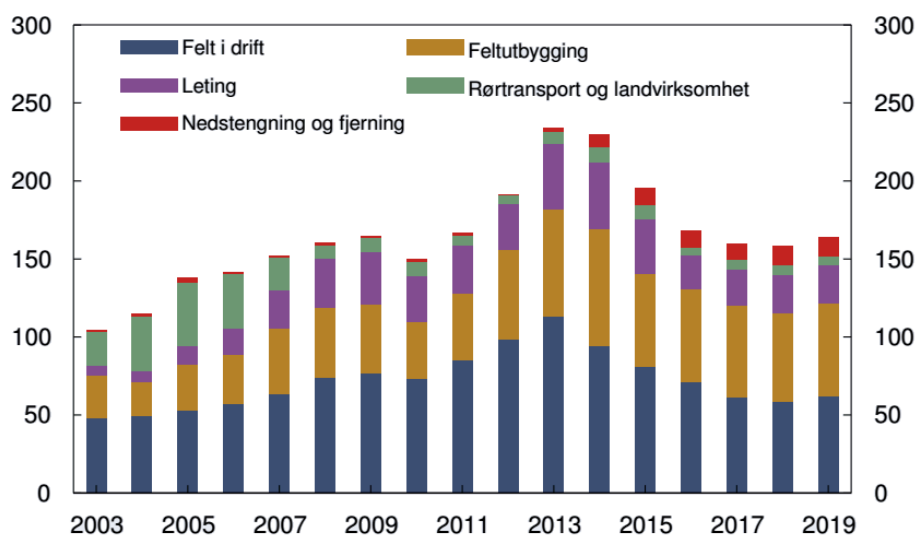
Sentrale etterspørselsmekanismer

Investeringsnivået knyttet til petroleumssektoren har siden tusenårsskiftet vært jevnt stigende frem til 2014 med en samlet investeringskostnad på NOK 220,7 milliarder (SSB, 2016a). Etter finanskrisen har oljeinvesteringene i Norge vært rekordhøye. Fra 2010 til 2013 steg investeringsutgiftene på norsk sokkel med hele 53 prosent (DNB Markets, 2016). Kostnadene forbundet med petroleumsinvesteringene har vokst tilsvarende i et tilsvarende tempo. Fra år 2014 har investeringsvilligheten blitt redusert. Nedgangen var på verdensbasis hele 15 prosent i 2015. Det skyldes blant annet at mange prosjekter har blitt avsluttet eller er i avslutningsfasen (Norges Bank, 2016a). Oljeprisfallet i samme periode har ført til lavere

lønnsomhet i petroleumsnæringen. Videre har det ført til kanselleringer og utsettelse av investeringsprosjekter. Dette sett i forbindelse med det høye kostnadsnivået.

Næringen er i en restruktureringsfase hvor fokus på kostnader er sentralt. Driften avhenger av marginer og selskapene må derfor tilpasse seg endringen i prisnivået. Petroleumsfelt og plattformer har blitt mindre lønnsomme grunnet redusert driftsmargin. Hvis driften blir mer kostnadseffektiv kan det føre til at flere prosjekter blir attraktive og lønnsomme igjen. For eksempel vil et felt som er estimert å være lønnsomt med en oljepris på USD 70 per fat med rette kostnadstiltak og kutt kunne være lønnsomt på USD 50 per fat.

Statistisk Sentralbyrå har beregnet investeringsnedgangen til å være 17,5 prosent på norsk sokkel i tredje kvartal 2016 (SSB, 2016b). Videre forventes en ytterligere nedgang i 2017 til NOK 150,5 milliarder mot rekordåret 2014 på NOK 220,7 milliarder. Det fremheves at nedgangen i stor grad skyldes nedlegging og stenging av rigger, samt reduksjon i feltutbygging. Videre er anslaget for 2017 hele 18,6 prosent lavere sammenlignet med 2016, hvor nedgangen gjelder alle investeringsområder. Reduksjonen i segmentene felt i drift, feltutbygging og leting fremheves som de største. Til tross for nedgangen er investeringsnivået på norsk sokkel historisk sett veldig høyt, jmfør figur seks.



Figur 6: Investeringer i petroleumsnæringen (Norges Bank, 2016a)

Leteaktiviteten på norsk sokkel har som et resultat av lavere oljepris og diverse kostnadsreduksjonstiltak blitt redusert de siste to årene. Konsensus blant Statistisk Sentralbyrå, DNB Markets, Handelsbanken Markets og Norges Bank er at leteinvesteringene vil fortsette å falle frem til 2017. Deretter forventes det at aktiviteten vil ta seg opp frem til

2019 med utgangspunkt i selskapene har klart å redusere kostnadsnivået og at oljeprisen vil stige.

Alternative oppdragskilder

Fokuset på fornybar energi som skal erstatte den fossile energikilden har ført til fremvekst av vindmølleparker og bølgekraftsvirksomheter. Dette representerer et nytt marked for offshore servicerederiene. Et nytt marked som har ført til maritime muligheter har vokst frem av det globale miljøfokus og investeringsvilligheten i fornybar energi, jamfør delkapittel 4.1.4 og 4.1.5. Danmark satser stort på havbasert energi, og med tanke på landets geografiske nærhet utgjør dette et fremtidig alternativ for offshore serviceoppdrag (Øglænd System, 2016). Det er imidlertid vanskelig å si noe konkret om effekten av slike markeder.

Sentrale tilbudsmekanismer

Det er offshore servicerederiene som står for tilbudet. Tilbudet i markedet reguleres av antall skip på verdensbasis og antall aktører. I det følgende beskrives tre sentrale forhold knyttet til tilbudet.

Kapitalisering av ratenivået

De fleste aktører vil forsøke å kapitalisere på gode tider med et høyt ratenivå. For å øke utnyttelsesgraden har tidligere bestilt nye skip. Leveringstiden er som regel to til tre år. Når de fleste rederiene i markedet vil oppgradere flåten samtidig, øker både konkurransen og tilbudsmengden. Dette fører til at tilbudet i stor grad regulerer seg selv. Tilbudsoverskuddet kan videre føre til en markedskollaps der opplag og restrukturering står sentralt.

Kapitalstruktur

Driftsmarginene og markedsverdien på skipsflåten er høy i perioder med et høyt ratenivå. I et slikt marked vil dette føre til bedret likviditet og soliditet, som gjør det lettere for rederiene å ta opp lån i markedet, som følge av flåteutvidelsen nevnt over. Utlånsvilligheten hos bankene øker hos bankene øker når utsiktene for markedet er gode og ved et tilsynelatende lavt risikonivå. Det påvirker også konkurransen mellom forskjellige kredittinstitusjoner som fører til bedre låneavtaler for offshore servicerederiene. Problemet i denne sammenheng oppstår når lavkonjunkturen inntreffer. Markedsverdien på skipene reduseres samtidig som inntjeningen reduseres grunnet lavere rater. Rederiene står dermed potensielt igjen med en for stor gjeld som det kan være vanskelig å betjene, jamfør delkapittel 2.1.8.

Ledetid

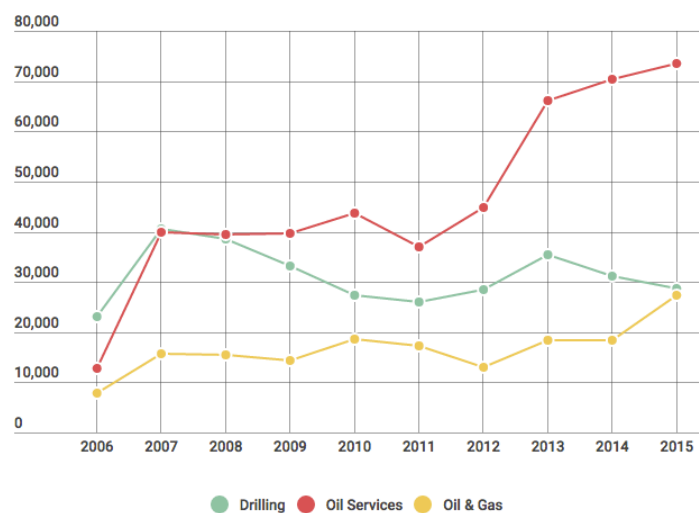
Ledetid defineres som tidsrommet mellom beslutningstidspunktet for bestillingen og leveringstidspunktet. I mellomtiden kan markedet bevege seg fra en høykonjunktur til en lavkonjunktur. Konsekvensen vil dermed være en forsterkning eller forlengelse av nedgangen. Dette har verst utfall i de tilfellene skip er bestilt på spekulasjon, uten fast kontrakt ved levering. Det fører videre til økt finansielt press med tanke på å betjene lån som ble tatt opp i forbindelse med kontraheringen. Problemet forsterkes når markedsverdien av skipene reduseres, noe som innebærer tap ved et eventuelt salg. Dette bidrar til at det ikke finnes noen kortsiktig løsning av overkapasiteten på tilbudssiden.

2.1.7 Finansieringsstruktur

Offshore servicerederienes finansiering består hovedsakelig av pantsikret banklån og en mindre andel høyrisikogjeld. Obligasjonslån er kapital hentet i pengemarkedet og kommer ofte i tillegg til annen finansiering for å gjøre prosjekter gjennomførbare, og utgjør den usikrede og kortsiktige gjeldsandelen. Derfor blir denne toppfinansieringen karakterisert som høyrisikogjeld.

Låneperioden for obligasjonslån varierer vanligvis fra ett til fem år, med en rentesats som avhenger av långivers vurdering av sikkerheten. Hele lånebeløpet blir tilbakebetalt med ett engangsbeløp ved opphørsdato (Flaaten & Økland, Sysla, 2016). Et obligasjonslån blir utstedt med ett sett betingelser, ”*coventants*”, som låntaker må oppfylle for at obligasjonen ikke skal klassifiseres som misligholdt. Dette er lån med høyere underliggende risiko på grunn av usikkerheten som kommer av at rederiene operer i en syklisk næring, jamfør delkapittel 2.1.5.

Figur syv under viser historisk utvikling av høyrisikogjeld i industrien. Utviklingen har gått i takt med veksten i offshore servicenæringen generelt. I løpet av de neste fire årene forfaller NOK 130 milliarder i høyrisikogjeld (Kirkeby, 2016). Magnus Vie Sundal i DNB Markets anslår at 30 prosent vil bli misligholdt i både 2016 og 2017 (Sysla, 2016a). Det bygger på det faktum at dagens høye gjeldsgrad ikke er bærekraftig tatt i betraktning dagens inntjenings- og kostnadsnivå, jamfør delkapittel 2.1.8.



Figur 7: Utvikling i utstedte obligasjonslån (Sysla, 2016e)

Verdien av et obligasjonslån avhenger av sannsynligheten for at obligasjonseier skal få tilbakebetalt pålydende. Ved mislighold av gjeld vil låntakeren prøve å restrukturere gjeldsavtalen gjennom gjeldsforhandlinger med kreditorene. Årsaken til at obligasjonslån er en sentral faktor i den videre utredningen er at andelen høyrisikogjeld aldri har vært så høy i næringen, jamfør figur syv. Poenget er at dersom det er fare for mislighold får obligasjonseierne makt i refinansieringsprosessen ved at to tredjedeler må godkjenne det fremlagte forslaget. Det betyr i realiteten at obligasjonseiere kan begjære et rederi konkurs selv om høyrisikogjelden kun utgjør en mindre del av den totale gjelden.

I tillegg er eiere av obligasjonslån i Norge anonymisert, noe som gjør markedet mindre transparent (Sysla, 2016b). Lav grad av åpenhet gjør det vanskelig for et rederi å skjerme seg mot oppkjøp. Samtidig er det eierne av den usikrede obligasjonsgjelden som sist får innvilget de økonomiske kravene sine hos konkursboet. Denne risikoen kan gi obligasjonseierne et incentiv til å begjære et rederi konkurs så tidlig som mulig, gitt at det eksisterer en mulighet for at de kan få tilbakebetalt gjeld.

Obligationseiere er mer aggressive kreditorer enn normale utlånsinstitusjoner. Lånene er pengeplasseringer som de ønsker rask avkastning på. De har dermed ikke den samme fundamentale tålmodigheten som bankene når det finansielle presset øker. Bankene har på den annen side et lengre tidsperspektiv og større finansielle muskler, som gjør det mulig for dem å avveie flere alternative løsninger. De er heller ikke interessert i å overta det operative ansvaret. Dette fører til at bankene i større grad er mer samarbeidsvillig enn obligasjonseiere. Logisk nok letter ikke bankene på sine krav hvis obligasjonseierne ikke er med på å dra

lasset. Dette er Havila Offshore ASA et godt eksempel på (Sysla, 2016c). Bankene godtok utsettelse av avdrag frem til 2020 for å lette på det finansielle presset, mens obligasjonseierne ikke godkjente forslaget om reduserte rentebetalinger.

2.1.8 Markedstilstand

Etter lengre perioder med god organisatorisk og økonomisk vekst har næringen vært offer for oljeprisfallet som startet juli 2014. Videre har konsensus fra offshore servicerederier feilberegnet markedskapasiteten med en ekspansiv nybyggingspolitikk. Konsekvensen er et ubalansert marked med et stort tilbudsoverskudd. Dette forholdet har blitt forsterket av ledetiden ettersom leveringstiden strekker seg over flere år. Ratenivåene har følgelig falt. I CSV-segmentet, som i stor grad operer på langtidskontrakter, har ikke effekten av oljeprisfallet vært like stor som i AHTS- og PSV-segmentene.

Det finansielle presset i den allerede kapitalintensive næringen har økt. Rederier sliter med å betjene gjelden sin på bakgrunn av den lave kontraktstilførselen og reduserte inntjeningen, samtidig som kredittavtaler ser ut til å være inngått med bakgrunn i gunstige markedsforhold. Utlånsvilligheten til kreditorene har vært stor når oljeprisen har vært høy. Dermed har rederienes ønske om å kapitalisere på gode markedsforhold ført til en høy gjeldsgrad.

De aller fleste rederiene i næringen må restrukturere låneavtalene sine. For eksempel har Havila Offshore ASA misligholdt gjelden sin. Obligasjonsmarkedet har i praksis stoppet opp blant annet av at det er mulig å kjøpe eksisterende obligasjoner til en rabattert pris i annenhåndsmarkedet (Dagens Næringsliv, 2016a). Dermed vil rederiene slite med å hente frisk kapital i pengemarkedet. Obligasjonsrettighetene selges til rabatterte priser, som implisitt gir en god indikasjon på situasjonen markedet er i.

Et annet forhold som beskriver markedstilstanden er markedsverdien på den norske offshoreflåten. Ifølge Menon Economics har verdien blitt redusert fra USD 34,3 til 20,7 milliarder fra utgangen av 2014 til april 2016. En verdireduksjon på hele 40 prosent (Hegnar, 2016). Den 24. august 2016 var det registret hele 96 offshore skip i opplagsregistret. Samtidig som et stort antall PSV-skip ligger i faresonen grunnet de harde konkurranseforholdene i blant annet Nordsjøen.

Hovedproblemet med dette er ikke antall skip, men antallet rederier som eier de forskjellige skipene. Når det er over 30 rederier som har skip i opplag blir det i tillegg mye vanskeligere

å drive ratene opp. I den sammenheng hevdes det at en av grunnene til at markedskapasiteten har blitt overgått er fordi det er for mange aktører. Dette problemet har fremhevet behovet for konsolidering i næringen, der større og mer solide rederier kan være løsningen. Formålet med konsolidering er blant annet å styrke det underliggende fundamentet til næringen.

Det eksisterer nemlig ingen rask løsning på den nåværende markedssituasjonen, som har ført til reduksjon og utsettelse av investeringer, diverse kostnadskutt og en høy nedbemanning. Ifølge Norges Rederiforbund sin konjunkturrapport for 2016, forventer om lag 60 prosent av rederiene en nedgang i 2016 sammenlignet med 2015 (Norges Rederiforbund, 2016a).

Obligasjonsrettigheter selges som nevnt til misligholdspris. I den forbindelse har det oppstått en konsolideringsforventing i markedet siden de mangfoldige familierederiene er sårbare for fiendtlige overtagelser. Kjell Inge Røkke-kontrollerte Aker skaffet seg i august 2016 en aksjepost på 31 prosent i Solstad, samtidig som de kjøpte seg opp i obligasjonslånene til konkurrenten Rem Offshore ASA. Den posisjonen ble brukt til å avslå en foreslått refinansieringsplan. På den måten presset Aker gjennom en konsolidering av Rem og Solstad. Kristian Siem og Harald Thorstein, John Fredriksens høyre hånd, er andre store aktører som har stått frem i media og gitt en antydning om at de vil være med på denne konsolideringsprosessen av næringen.

Det fremheves at forskjellen mellom finanskrisen og dagens markedssituasjon er at rederiene som havnet i knipe under finanskrisen var nesten 100 prosent obligasjonsfinansiert. I dag er den andelen betydelig lavere, som implisitt sier mye om krisen som nå erfares i næringen.

2.2 Om Solstad Offshore ASA

Solstad Rederi AS ble opprettet i 1964 og har siden den gang vært en del av den maritime næringen i Norge. I 1997 byttet rederiet navn til Solstad Offshore ASA i forbindelse med notering på Oslo Børs. Hovedkontoret er lokalisert i Skudeneshavn på Karmøy i Rogaland. Ettersom rederiet er operativt i en global skala, administreres og drives flåten fra internasjonale kontorer i Rio de Janeiro, Aberdeen, Perth, Makati City og Singapore. Rederiet sysselsatte i overkant av 1600 mennesker ved inngangen til 2016. Virksomhetens forretningsidé har siden oppstarten ”vært å drive lønnsom integrert rederivirksomhet med skipstyper av høy spesifikasjon innenfor sine segmenter basert på egne eller innleide skip” (Solstad Offshore ASA, 2016a).

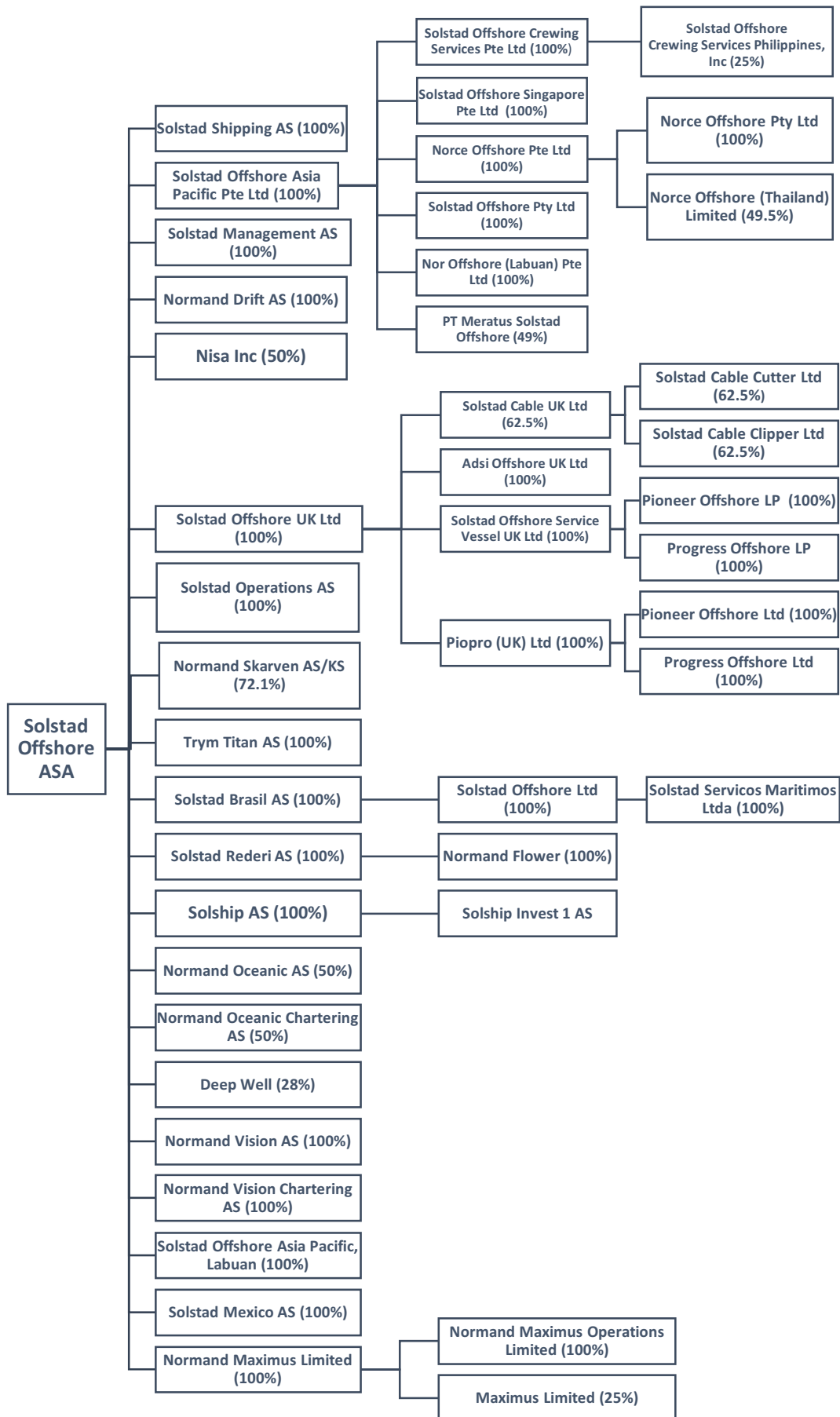
Johannes Solstad stiftet rederiet med et formål om å konkurrere i den maritime forsyningsbransjen. Rederiets primæraktivitet det første tiåret kategoriseres under driftssegmentet ”*deep sea*”. Frakt av eksempelvis tørrlast, kjemikaler og containere. I 1974 mottok Solstad skipet Nordman Produce, det første av fire bestilte offshore serviceskip. Dette skulle markere endringen av kjerneområdet til rederiet, fra deep sea til offshore service, hvor primæraktiviteten har vært tjenester knyttet opp mot petroleumsvirksomhet (Solstad Offshore ASA, 2015a). Hovedfokuset til Solstad er i dag rettet mot drift og eie av offshore service- og konstruksjonsskip (Solstad Offshore ASA, 2016b).

Endringen i rederiets kjerneområde var en naturlig konsekvens av den store etterspørselen etter maritime tjenester knyttet til fremveksten av petroleumsinstallasjoner i Nordsjøen. Solstad var rask med å oppfatte og omstille seg de nye behovene i markedet. Den interne omstillingsprosessen ble fullbyrdet i 1998 når selskapets skipsflåte utelukkende bestod av offshore serviceskip.

2.2.1 Selskapsstruktur

Figur åtte under viser konsernets selskapsstruktur. De fleste skipene er organisert i egne aksjeselskap eller kommandittselskap (*KS*). Rederiet sin eierandel varierer i de forskjellige skipene. En slik selskapsstruktur er vanlig i næringen. Strukturen begrunnes ved at det vil føre til en lavere risikoeksponering og mindre komplekse transaksjoner ved kjøp og salg av skip. I tillegg vil det gjøre det lettere å få gjennomført ekstern finansiering. Det er blant annet på bakgrunn av at risikoprofilen for et skip alene er lavere enn hvis det er en del av et helt konsern. Oppbygningen av selskapsstrukturen gir selskapet en viss strategisk fleksibilitet i forbindelse med hvilket skipsregister Solstad vil anvende, jamfør kapittel 2.1.3.

De fleste skipene er egne aksjeselskaper hvor Solstad Offshore ASA eier 100 prosent av aksjeselskapet. For noen skip er eierandelen lavere som for eksempel Normand Skarven hvor Solstad eier 72,1 prosent. I tillegg har Solstad en eierandel på 28 prosent i selskapet Deep Well. I figur åtte presenteres Solstad sin selskapsstruktur.



Figur 8: Oppdatert selskapsliste (Epost fra Sven Stakkestad i Solstad)

Et skip registrert som et kommandittselskap var skattemessig gunstig frem til og med år 2014. Andelen av det skattemessige underskuddet kunne frem til dette trekkes fra i inntekt fra andre kilder. Etter 2014 ble det kun tillatt å fremføre det skattemessige underskuddet til fradrag ved overskudd i kommende år (KPMG, 2016).

2.2.2 Skipsflåte

Solstad sin offshore skipsflåte bestod per 30.06.2016 av 44 hel- og deleide skip, fordelt mellom skipssegmentene PSV, AHTS og CSV, jmfør kapittel 2.1.2. De har ni PSV-skip, 15 AHTS-skip og 20 CSV-skip i flåten. Hvorav ett CSV-skip er under bestilling med forventet levering i løpet av september 2016 (Solstad Offshore ASA, 2016b). Gjennomsnittsalderen for CSV, AHTS og PSV er henholdsvis 8.1, 11.1 og 10.6 år, ekskludert skip under bygging. Rederiets retningslinjer tilsier at skip skal avskrives over en periode på 20 år.

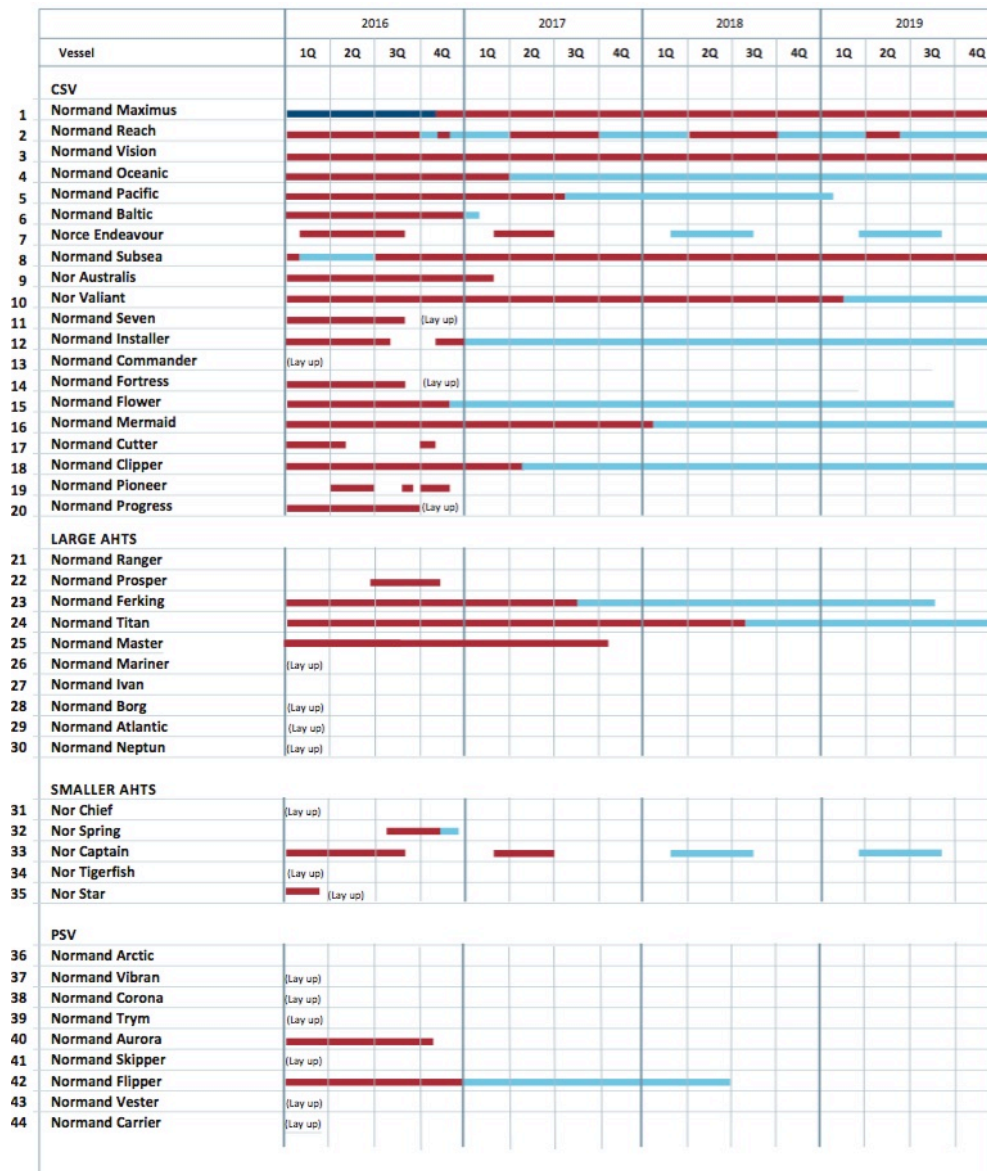


Solstad har bevisst satset på CSV-segmentet siden de kontraherte sitt første CSV-skip tilbake i 1999. Ved utgangen av 2006 hadde de ni CSV i flåten, mot dagens antall på 20. De siste to årene har rederiet redusert flåtestørrelsen for å tilpasse driften etter markedsforholdene (Solstad Offshore ASA, 2016a). I den forbindelse lå det per 30.06.2016 seks PSV, seks AHTS og ett CSV i opplag. Kostnadsførte nedskrivninger var i 2015 NOK 1,346 milliard. Første halvår i 2016 har det blitt nedskrevet bokførte verdier på til sammen NOK 100 millioner.

2.2.3 Kontraktsdekning

Solstad sin målsetting er en høyest mulig kontraktsdekning på hele konsernets flåte. En høy kontraktsdekning sikrer forutsigbar inntjening, spesielt med tanke på det volatile

spotmarkedet. I 2015 var kontraktsdekningsgraden på 57 prosent, og 67 prosent inkludert opsjoner. Internasjonale oppdrag stod for 67 prosent av omsetningen. Ifølge selskapets rapport for andre kvartal i 2016 har konsernet faste kontrakter på NOK 1,1 milliarder for gjenværende del av 2016. Inkludert opsjoner er verdien NOK 1,2 milliarder. Kontraktsdekning målt i gjenværende dager for 2016, inklusiv skip i opplag, er omtrent 39 prosent, og 46 prosent inklusiv opsjoner. Rederiets totale kontraktsdekning utgjør omtrent NOK 8,1 milliarder (Solstad Offshore ASA, 2016c).



Figur 9: Kontraktsdekning (Solstad Q3, 2016)

Figur ni gir en oversikt over kontraktsdekningen for Solstad i tredje kvartal. Rød strek innebærer at skipet er på kontrakt, mens blå strek gir kunden en opsjon på å forlenge oppdraget.

CSV-skipssegmentet har ikke blitt påvirket like negativt som PSV og AHTS. Skipene er som nevnt spesialtilpasset maritime operasjoner og operer på langtidskontrakter, jamfør figur ni. Norman Maximus blir levert i løpet av september 2016 og skal operere på en langtidskontrakt på åtte år. Utnyttelsesgrad i andre kvartal 2016 var på 87 prosent (Solstad Offshore ASA, 2016b). Kontraktsdekningsgraden for CSV-segmentet gir et godt finansielt fundament.

PSV-skipssegmentets kontraktstilførsel og aktivitet har blitt redusert i stor grad. Tilbudsoverkapasiteten er stor, som fører til at ratenivået ofte er lavere enn kostnadsnivået. For at et bærekraftig ratenivå skal bli nådd må tilbudssiden reduseres i stor grad gjennom å legge skip i opplag. Et problem i den forbindelse er at det fortsatt er skip under bygging. Analytiker Erik Simonsen i IHS Markit mener at om lag en tredjedel av markedets 3000 PSV-skip må i opplag for at markedstilstanden skal bedres markant (Dagens Næringsliv, 2016b). Solstad har kontrakter på to av ni PSV-skip, med bare en opsjon på den nåværende kontrakten til Normand Flipper i 2017. I andre kvartal 2016 var utnyttelsesgraden på 84 prosent, ekskludert skip i opplag (Solstad Offshore ASA, 2016b).

AHTS-segmentets ratenivå har blitt forbedret som en konsekvens av at et tilstrekkelig antall skip har blitt lagt i opplag. Det har periodevis resultert i et akseptabelt ratenivå. Inntjeningen avhenger av aktiviteten i riggmarkedet, som blir direkte påvirket av oljeprisen. Solstad rapporterte om en utnyttelsesgrad i andre kvartal for år 2016 på 61 prosent, ekskludert de seks skipene i opplag (Solstad Offshore ASA, 2016b).

Solstad sin satsing på CSV-segmentet de siste årene har vist seg å være strategisk riktig. De har en høy kontraktsdekning i det mest solide segmentet. I tillegg har de gjort nødvendige administrative tiltak som blant annet reflekteres gjennom utnyttelsesgraden av PSV-skip. Der har de lagt de fleste skipene uten kontrakt i opplag på bakgrunn av det store tilbudsoverskuddet i markedet.

2.2.4 Økonomiske forhold

I dette delkapittelet redegjøres det for Solstad sin økonomiske situasjon. Dette gjøres blant annet ved å se på den økonomiske utviklingen i kjernevirksomheten i tidsperioden 2010 til 2015. Inntjeningsutviklingen i de ulike segmentene er av interesse for å identifisere eventuelle driftstrender. I tabell en fremstilles fraktinntekten og hvor stor andel av

fraktomsetningen de forskjellige skipssegmentene til Solstad står for i tidsperioden 2010 til 2015. Gevinst ved salg og annen inntekt holdes utenfor i denne forbindelse.

<i>Fraktinntekter historisk</i>	2010	2011	2012	2013	2014	2015	<i>Trend</i>
CSV	1,169	1,369	1,582	1,823	1,952	2,265	
PSV	359	402	439	441	467	372	
AHTS	1,085	1,204	1,267	1,231	1,319	909	
Sum	2,614	2,975	3,288	3,495	3,737	3,546	
<i>Fraktandel i prosent</i>	2010	2011	2012	2013	2014	2015	
CSV	44.73%	46.01%	48.12%	52.15%	52.23%	63.88%	
PSV	13.75%	13.52%	13.36%	12.63%	12.48%	10.49%	
AHTS	41.52%	40.47%	38.52%	35.21%	35.28%	25.64%	

Tabell 1: Historiske fraktinntekter (Solstad Offshore ASA, 2016a)

Alle tre driftssegmentene viser en positiv økonomisk utvikling frem til 2014, men dette endret seg i år 2015 for segmentene PSV og AHTS. Dette indikerer at skipssegmentene PSV og AHTS har blitt hardere rammet av nedgangskonjunkturen enn CSV-segmentet.

Her er det bemerkelsesverdig at CSV har økt fra 45 prosent i år 2010 til 64 prosent i år 2015 av den totale fraktinntekten. En økning på nesten 20 prosent. PSV har hatt en liten nedgang, mens AHTS-segmentet har blitt redusert fra 42 til 26 prosent i henholdsvis 2010 og 2015. Dette kan forklares med Solstad sin bevisste posisjonering mot CSV-segmentet.

Rederiets aksjekurs var NOK 15,30 per aksje 27.07.2016. Totalt antall utestående aksjer er 38,206,866. Dette gir en egenkapital verdi på omtrent NOK 585 millioner. Figur ti viser rederiets historiske aksjekurs (Oslo Børs, 2016b).



Figur 10: Kursutvikling Solstad Offshore ASA (Oslo Børs, 2016b)

Solstad har en målsetning om at forholdet mellom egenkapital og aktiva ikke skal være mindre enn 30 prosent. I både 2014 og 2015 var denne prosentsatsen henholdsvis 28, og 23 prosent (Solstad Offshore ASA, 2016a). Rederiet sin kredittverdighet og soliditetsgrad har blitt svakere. Dette kan implisitt tolkes som at selskapet ikke har en kapitalstruktur tilpasset det lave oljeprisnivået.

Finansielle forpliktelser	2014	2015
Gjeld med flytende rente	10,422,511	8,920,429
Gjeld med fast rente	784,704	2,505,410
Sum gjeldsforpliktelser	11,207,215	11,425,839
<i>Kortsiktig del av LG</i>	<i>1,122,371</i>	<i>2,520,002</i>
Sum langsiktig gjeld	10,084,844	8,905,837
<i>Obligasjonslån</i>	<i>1,700,000</i>	<i>1,700,000</i>
<i>Obligasjonslån i % av gjeld</i>	<i>15.17%</i>	<i>14.88%</i>
<i>Obligasjonslån i % av omsetning</i>	<i>43.81%</i>	<i>46.50%</i>

Tabell 2: Oversikt finansielle forpliktelser

Mesteparten av rederiets forpliktelser er basert på flytende rente, som er bra med tanke på rentekostnadene. Den kortsiktige gjelden er klassifisert som forpliktelser som forfaller innen ett år. Dette forholdet er mer enn dobbelt så høyt som året før, til tross for en redusert omsetning. Et av rederienes obligasjonslån på NOK 700 millioner forfalt den 25.02.2016. Den resterende obligasjonsandelen forfaller ikke før 24.06.2019.

2.2.5 Fusjon – Rem Offshore ASA

Den 28.07.2016 meldte Solstad i en børsmelding om at rederiet skulle fusjonere med Rem Offshore ASA (*heretter Rem*) (Solstad Offshore ASA, 2016d).

Fusjonsavtalen innebærer at Rem fusjonerer med Solstad sitt heleide datterselskap Solship Invest 1. Aksjonærene i Rem betales med B-aksjer i Solstad. Disse aksjene har kun en tiendels av stemmevekten til A-aksjene. Styreleder i Rem, Åge Remøy og hans nærstående selskaper vil imidlertid bli betalt med seks millioner A-aksjer for de første 75 millionene Rem-aksjer tegnet av dem i den rettede emisjonen på NOK 150 millioner. I tillegg blir det utstedt et konvertibelt lån på NOK 250 millioner.

I forkant av annonseringen hadde Aker kjøpt seg opp i et av obligasjonslånene i Rem. Aker benyttet seg av eierskapet til å blokkere et refinansieringsforslag, og foreslo i stedet at Rem slo seg sammen med Solstad.

Den formelle fusjonsplanen ble fremlagt høsten 2016, og godkjent av generalforsamlingen i selskapene. Den 13. desember 2016 ble B-aksjene notert på Oslo Børs under ticker SOFFB, og fusjonen ble ansett som fullført (Solstad Offshore ASA, 2016e).

2.3 Sammenlignbare konkurrenter

I den videre utredningen vil rederier med en tilsvarende flåtesammensetning benyttes som sammenligningsgrunnlag for analysene. Dette er rederier som opererer i de samme markedene og under like konkurranseforhold. Med dette som utgangspunkt vil det være mest hensiktsmessig å finne sammenlignbare offshoreservice rederier som opererer i den samme eller tilsvarende maritime næringsklynge som Solstad, jamfør kapittel 4.2. Blant annet fordi de politiske, lovgivende og økonomiske rammevilkårene er like. Av den grunn ekskluderes internasjonale aktører fordi det vil medføre at en må analysere de norske rammevilkårene i forhold til de utenlandske. Søket blir dermed avgrenset til Norge, samt at selskapene må være notert på Oslo Børs av praktiske årsaker som for eksempel tilgang på pålitelig og oppdatert offentlig informasjon.

Kvaliteten av den videre analysen avhenger av hvor representativ konkurrentene som brukes er. Formålet vil derfor være å finne de rederiene som opererer i de samme driftssegmentene, globale markedene og er av relativt lik størrelse. Det kan videre begrunnes med at markedsforholdene, eksponering for risiko og fremtidsutsiktene er forskjellig i de ulike driftssegmentene.

Det tas utgangspunkt i følgende konkurrenter: Farstad Shipping ASA, DOF ASA, Siem Offshore ASA og Rem Offshore ASA. Dette anses som et respektabelt utvalg. Vektingen av rederiene i den videre analysen vil blant annet variere ut fra den relative størrelsen til rederiene, og deres flåtesammensetning.

DOF ASA

DOF ASA (*heretter DOF*) ble notert på Oslo Børs i 1997. Rederiet er tidligere kjent som District Offshore, og er et internasjonalt konsern. Rederiet ble etablert i 1981 på Austevoll i Hordaland. Hovedkontoret er lokalisert i Austevoll Kommune, nærmere bestemt Storebø. I tillegg har rederiet globale kontorer på alle verdens kontinenter. Antall ansatte i konsernet var ved inngangen til 2016 hele 4800 mennesker (DOF ASA, 2016).

Skipsstrategien, forretningssegmentene og flåtesammensetningen er i stor grad lik som Solstad. Totalt bestod flåten av 68 hel- og deleide skip ved utgangen av 2015, hvorav 19 PSV, 20 AHTS og 29 CSV-skip. Fem er under konstruksjon. Gjennomsnittsalderen til selskapets flåte er åtte år. Det gjør flåten til en av de mest moderne i næringen (DOF ASA, 2016). Hele 63 prosent av driftsinntektene i 2015 kom fra kunder lokalisert i Norge, Brasil og Storbritannia.

I tillegg gjennomførte nylig selskapet en refinansiering av obligasjonsgjeld. Halve obligasjonsgjelden på to milliarder ble sanert ved innhenting av NOK en milliard frisk egenkapital. Restgjelden har videre blitt omgjort til et subordinert konvertibelt obligasjonslån. Markedsverdien av egenkapital på Oslo Børs er på omtrent NOK 1.637 millioner, med en aksjepris på NOK 1,10 den 27.07.2016 (Oslo Børs, 2016c). Netto rentebærende gjeld tilsvarende omtrent NOK 21,7 milliarder. Videre har bankene tillatt et avdragsvent i tre år frem i tid i tilfelle markedsnedgangen skal vedvare frem til år 2020 (Dagens Næringsliv, 2016d). Det kortsiktige finansielle presset har dermed avtatt.

Siem Offshore ASA

Siem Offshore ASA (*heretter Siem*) ble etablert i år 2005 som et resultat av en fisjon ut av Subsea 7 Inc. Selskapet har siden den gang vært notert på Oslo Børs. Hovedkontoret ligger i Kristiansand, men har internasjonale kontorer i Leer (*Tyskland*), Groningen (*Nederland*), Houston (*USA*), Accra (*Ghana*), Perth (*Australia*), Gdynia (*Polen*) og Rio de Janeiro, Macaé og Aracaju (*Brasil*). Ved utgangen av 2015 sysselsatte rederiet 949 mennesker. Skipsflåten består av 51 skip, hvorav syv er under konstruksjon. Sammensetningen er som følger elleve AHTS, 16 PSV, fem CSV og 19 andre skip (Siem Offshore ASA, 2016). Siem operer i flere skipssegmenter enn Solstad. Aksjekurs per 27.07.2016 var NOK 2,0 (Oslo Børs, 2016d). Det tilsvarende en markedsverdi av egenkapitalen lik NOK 1.684 millioner.

Rem Offshore ASA

Rem ble stiftet i 1996 og har sin operative base på Fosnavåg i Herøy Kommune. Ved utgangen av 2015 sysselsatte rederiet 337 personer. Per 30.06.2016 talte flåten 18 skip. Seks CSV hvorav fem av seks opererer på langtidskontrakter. Det siste skipet ligger i opplag. Rederiet har elleve PSV, hvorav bare fire opererer på kontrakter. Tre ligger i opplag, og de resterende opererer i spotmarkedet i påvente av oppdrag. Det siste skipet er av typen AHTS og opererer i spotmarkedet. Egenkapitalprosenten var 18,5 prosent ved utgangen av andre kvartal 2016. Likviditeten til selskapet utgjorde i samme periode omtrent 15 prosent av

selskapets rentebærende gjeld (Rem Offshore ASA, 2016). Aksjekurs den 27.07.2016 var NOK 8,70 (Oslo Børs, 2016e). Det tilsvarer en markedsverdi av egenkapitalen på NOK 177 millioner.

Som nevnt i delkapittel 2.1.5 ble Rem sitt refinansieringsforslag nedstemt av Kjell Inge Røkke sitt Aker og en planlagt fusjon med Solstad er blitt tvunget igjennom. Rem inkluderes i analysen ettersom det er den informasjonen fortiden kan gi som vil være mest hensiktsmessig.

Farstad Shipping ASA

Farstad Shipping ASA (*heretter Farstad*), etablert i 1954, er et norsk offshorerederi med base i Ålesund på vestkysten i Norge. Rederiet ble i år 1988 notert på Oslo Børs. Rederiets offshorevirksomhet startet i 1974, samtidig som Solstad. I dag består flåten av 57 offshoreskip (Farstad Shipping ASA, 2016a). Bestående av 29 AHTS, 22 PSV og seks CSV-skip. I tillegg venter de på en levering av et nytt CSV-skip i november 2016.

Rederiet blir driftet fra kontorer i Singapore, Ålesund, Perth, Rio de Janeiro, Macaé og Melbourne. Ifølge andre kvartalsrapport 2016 opererer 13 skip i Sør-Amerika, 18 skip i Nordvest-Europa og de resterende 24 i Asia og stillehavsområdet (Farstad Shipping ASA, 2016b). I andre kvartalsrapport melder selskapet om at omtrent 45 prosent av skipene har kontrakt ut det gjenværende operative halvåret. 15 skip ligger i opplag og flere skal det bli ifølge konsernsjef Karl Johan Bakken (Dagens Næringsliv, 2016c). De har nylig solgt fire skip, hvorav tre av typen PSV og ett AHTS, som en konsekvens av den krevende markedssituasjonen og den lave kontraktstilførselen. Nedgangstiden har ført til intern omstilling og tilpasning til markedsforholdene. Rederiet har nedskrevet store verdier på sin skipsflåte. I andre kvartal utgjorde dette bokførte tapet NOK 862,5 millioner. Aksjepris den 27.07.2016 var NOK 9,30 per aksje (Oslo Børs, 2016f). Tilsvarende en markedsverdi av egenkapitalen på NOK 363 millioner.

	Selskap	AHTS	PSV	CSV/OCV/Subsea	Seismikk	Annet	Sum	M.V
M	Solstad	15	9	20	-	-	44	504
S	Farstad	29	22	6	-	-	57	441
S	DOF	20	19	29	-	-	68	1,300
M	Siem	8	16	5	-	15	44	1,516
L	Rem	1	11	6	-	-	18	177
	Totalt	73	77	66	-	15	231	3,938

*S = Stor, M = Medium, L = Liten

Tabell 3: Flåteoversikt for Solstad og sammenlignbare rederier

3. Verdivurderingsteknikker

Hovedformålet med denne oppgaven er å gi et verdiesimat på egenkapitalen til Solstad. I det følgende blir de ulike tilnærmingene gjort rede for. Det blir i tillegg gitt en begrunnelse for valg av verdsettelsesteknikk.

3.1 Hovedteknikker for verdivurdering

De finnes flere ulike verdsettelsesmetoder. Det skilles likevel mellom tre hovedteknikker (Damodaran, 2012):

- *Komparativ verdivurdering*
- *Opsjonsbasert verdivurdering*
- *Fundamental verdivurdering*

Ettersom de fleste teknikkene har ulike fordeler og ulemper er det vanlig å benytte flere, eller samtlige av disse teknikkene ved verdivurdering av et selskap for så å komme frem til et samlet verdiesimat (Knivsflå, 2016). Valg av teknikk må bli sett i sammenheng med selskapets bransje, hvor i livssyklusen selskapet befinner seg. I tillegg til at det må tas stilling til spørsmålet om ”*fortsatt drift*”. Det er også en forutsetning at tilgangen på data er tilstrekkelig.

3.1.1 Komparativ verdivurdering

Komparativ verdivurdering, også kalt markedsbasert verdivurdering benyttes i større grad i praksis (Damodaran, 2012). Ved bruk av denne teknikken estimerer en verdien av selskapet basert på prising av sammenlignbare selskaper. Det kan gjøres direkte gjennom multiplikatormodellen, eller indirekte gjennom substansverdimodellen.

Multiplikatormodellen

Ved anvendelse av multiplikatormodellen blir verdien av selskapet estimert ved å sammenligne prisingen til komparative selskaper i bransjen (Kaldestad & Møller, 2011). Komparative selskaper er definert som selskaper med lik risikoeksponering, likt vekstpotensial og lik kontantstrøm (Damodaran, 2012). Å avgjøre om et selskap er komparativt er en skjønsmessig og krevende øvelse. Forskjeller mellom selskapene må

justeres og korrigeres for å kunne gi et fornuftig verdiestimat. Det er heller tvilsomt om det eksisterer perfekt likhet mellom de komparative selskapene (Kaldestad & Møller, 2011).

En kan skille mellom tre ulike typer multiplikatorer:

- *Resultat- og kontantstrømorienterte multipler*
- *Balanseorienterte multipler*
- *Ikke-finansielle multipler*

De ikke-finansielle multiplene baseres som regel på nøkkeldata for en spesifikk bransje (Kaldestad & Møller, 2011). Et eksempel på en hyppig brukt multiplikator er:

$$\text{Price/Earnings} = \text{Markedsverdien av egenkapital} / \text{Resultat etter skatt}$$

Damodaran (2012) understreker at potensialet i nøkkelvariabler som risiko, vekst, og kontantstrøm kan bli oversett ved bruk av teknikken. På den andre siden er det en fordel med metoden ved at den ofte kan gjenspeile markedsverdien på en bedre måte enn ved bruk av fundamental verdivurdering. Dette kan også være en ulempe i de tilfeller hvor markedet over- eller undervurderer verdien av komparative selskaper. Videre er det en ulempe at ønsket verdi kan manipuleres ved å benytte gitte multiplikatorer (Damodaran, 2012).

Substansverdimodellen

Substansverdimodellen er en indirekte metode som verdsetter selskapet på bakgrunn av markedsverdien til eiendelene. Det benyttes følgende formel ved bruk av metoden (Kaldestad & Møller, 2011):

$$\text{Selskapets verdi} = \text{Markedsverdien til eiendeler} - \text{Netto rentebærende gjeld} - \text{Latent skatt}$$

Til forskjell fra fundamental verdivurdering baserer substansverdimodellen seg på dagens salgsverdi av eiendeler, mens fundamental verdivurdering tar utgangspunkt i fremtidig bruksverdi. I dagens markedssituasjon er salgsprisen på skip (*markedsverdien*) svært usikker. I tillegg selges og kjøpes det få skip. Dette innebærer at bruk av substansverdimodellen er lite hensiktsmessig gitt dagens markedssituasjon.

3.1.2 Opsjonsbasert verdivurdering

Den mest revolusjonerende utviklingen innen verdivurdering de seneste årene er ideen om at verdien av en eiendel kan være høyere enn verdien av de fremtidige kontantstrømmene.

Teknikken anvendes dersom selskapet har opsjoner innen drift eller finans, og avdekker verdiene av opsjonene og fleksibiliteten de gir. Verdien av fleksibilitet estimeres ved å benytte opsjonsprising, mens den statiske verdien baserer seg på fundamental verdivurdering. Med andre ord er opsjonsbasert verdivurdering en videreføring av fundamental verdivurdering, jamfør delkapittel 3.1.3. Opsjoner omfatter muligheten til å utsette, utvide, eller avslutte et prosjekt, og gjenspeiler dermed hvor fleksibelt selskapet er (Kaldestad & Møller, 2011).

$$\text{Verdien av selskapet} = \text{Statisk verdi} + \text{Verdi av fleksibilitet}$$

Opsjonsbasert verdivurdering kan gi nyttig informasjon om verdien av de nevnte opsjonene. Teknikken krever stor innsikt i selskapet, og er derfor i praksis mindre benyttet.

3.1.3 Fundamental verdivurdering

Denne teknikken kalles ofte for inntjeningsbasert verdivurdering. Fundamental verdivurdering benyttes for å analysere underliggende økonomiske forhold basert på offentlig tilgjengelig regnskapsinformasjon. Dette er den grundigste og mest tidkrevende teknikken. En tar her utgangspunkt i at verdien er lik nåverdien av fremtidige kontantstrømmer (Kaldestad & Møller, 2011).

Det finnes to ulike teknikker innen fundamental verdivurdering, nemlig egenkapitalmetoden og selskapskapitalmetoden. Felles for disse metodene er at de diskonterer forventet fremtidig kontantstrøm basert på et kalkulert avkastningskrav (Damodaran, 2012). For at det skal være hensiktsmessig å foreta en fundamental verdivurdering bør selskapet ha forutsigbare fremtidsutsikter, positiv kontantstrøm, og det må være mulig å foreta en vurdering av risikoen til selskapet.

Selskaper som opererer i sykliske næringer, eller selskaper utsatt for restrukturering må være særlig oppmerksomme ved bruk av fundamental verdivurdering. Dette er fordi tilgjengelig- og historisk data benyttes for å estimere fremtidige kontantstrømmer. Denne informasjonen kan være misvisende og gi et feilaktig bilde av den underliggende situasjonen.

Fundamental verdivurdering er en tidkrevende teknikk som også krever mer omfattende historisk informasjon enn de alternative teknikkene. Derfor vil det være naturlig at en vurderer et selskap som er modent i sin livssyklus.

Det er likevel flere faktorer som er verdt å påpeke som kritikk til bruk av metoden. Blant annet er fremtidsutsiktene svært usikre, og dermed også fremtidig kontantstrøm. I tillegg er avkastningskravet av avgjørende betydning, og en liten endring i avkastningskrav kan gi store utslag i verdi. Videre er næringen syklisk, og det gjør det vanskelig å fastsette en normaltilstand for selskapet. Alle de nevnte faktorene taler for at bruk av metoden er beheftet med usikkerhet.

3.2 Valg av verdivurderingsteknikk

For å kunne velge verdivurderingsteknikk må en ta hensyn til selskapets livssyklus, bransjeegenskapene, foreta vurdering av fortsatt drift, og vurdere tilgangen på data. I det følgende vil de nevnte faktorene undersøkes nærmere.

Selskapets livssyklus

I delkapittel 2.1.5 er offshore servicenæringen definert som en syklisk næring som påvirkes av flere faktorer. Aktørene er alle avhengige av utviklingen globalt. Verdien av rederienes skip vil fluktuere med konjunktursituasjonen.

Bransjeegenskaper

De første offshore servicerederiene ble etablert for om lag 40 år siden, og næringen kan vurderes som moden. Solstad ble stiftet i 1964, men det var ikke før i 1973 selskapet bestilte sine tre første PSV-skip, jamfør delkapittel 2.2.1. Solstad vurderes som et modent offshore servicerederi.

Fortsatt drift

Næringen opplever nå utfordrende og krevende tider, hvor spørsmålet om fortsatt drift må sees som svært relevant i verdivurderingsøyemed, jamfør delkapittel 2.1.8. I revisjonsberetningen for 2015 blir det lagt til grunn fortsatt drift (Solstad Offshore ASA, 2016a). Basert på fremtidsregnskapet og forutsetningene som legges til grunn for næringens utvikling, vurderes kriteriene for fortsatt drift til å være oppfylt.

Det er verdt å påpeke den forestående fusjonen med Rem, jamfør delkapittel 2.2.5. I en børsmelding fra Solstad den 03.10.2016 blir kapitalforhøyelse og opptak av et konvertibelt lån på NOK 250 millioner bekreftet, samt innskudd av NOK 150 millioner i frisk kapital (Solstad Offshore ASA, 2016e). Dette styrker antagelsen om fortsatt drift for rederiet.

Tilgang på data

Solstad er børsnotert og publiserer års- og kvartalsrapporter. Alle aktuelle årsrapporter følger den internasjonale regnskapsstandarden IFRS, og tidligere års- og kvartalsrapporter som ikke fulgte IFRS er omarbeidet. Tilgangen på data anses som god.

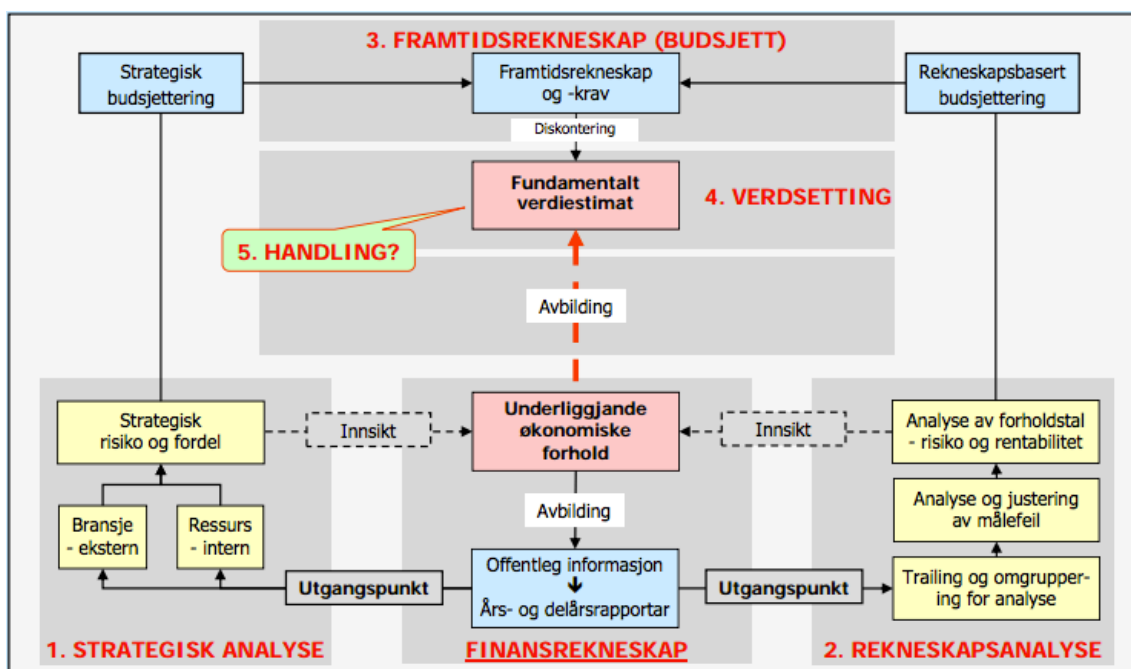
Konklusjon

På bakgrunn av de nevnte forhold benyttes fundamental verdivurdering som hovedteknikk. For å ta hensyn til risikoen for å overvurdere eller undervurdere verdien av rederiet ved bruk av historisk finansiell informasjon, vil det korrigeres for eventuelle konjunktursvingninger i næringen. Det er også verdt å påpeke at næringen befinner seg i en lavkonjunktur og eventuelle restruktureringer vil kunne påvirke verdierestimatet. En svakhet ved bruk av denne teknikken er at Solstad sine fremtidige kontantstrømmer innehar en viss grad av usikkerhet.

For å supplere den fundamentale verdivurdering velges det å foretas en komparativ verdivurdering. Dette gjøres for å skape et referansepunkt til det fundamentale verdierestimatet, og på den måte redusere usikkerheten. Multiplikatormodellen vil i den forbindelse anvendes som den supplerende verdivurderingsteknikken, jamfør delkapittel 3.1.2.

Substansverdimodellen er tradisjonelt en hyppig brukt metode innen shipping, men grunnet markedssituasjonen og til dels usikre megleranslag på skip vil det være vanskelig å kunne estimere markedspris på offshore serviceskip. Dette underbygges av et ineffektiv marked for kjøp og salg av skip, jamfør delkapittel 2.1.8.

3.3 Rammeverk for fundamental verdivurdering



Figur 11: Rammeverk for fundamental verdsettelse (Knivsflå, 2016).

Fundamental verdivurdering utføres ved hjelp av en fem stegs prosess (Penman, 2013).

Steg 1 - Strategisk analyse

I den strategiske analysen ønsker en innsikt i rederiet og næringen. Hovedformålet med dette steget er å avdekke om selskapet innehar en strategisk fordel eller en strategisk ulempe. Et selskap har en strategisk fordel dersom det har en rentabilitet (r) som er større enn avkastningskravet (k). Den strategiske analysen ser på både eksterne- og interne forhold tilknyttet selskapet, jamfør kapittel 4.1. Dette vil være en kvalitativ analyse som i hovedsak baseres på offentlig tilgjengelig informasjon (Knivsflå, 2016).

Steg 2 - Regnskapsanalyse

Neste steg er å utarbeide en regnskapsanalyse hvor en undersøker finansregnskapet for å avdekke underliggende økonomiske forhold. Til forskjell fra steg 1 er dette en kvantitativ analyse som hjelper oss med å skaffe innsikt i rederiet og de sammenlignbare rederiene, som baseres på historisk regnskapsinformasjon. Regnskapsanalysen utføres ved hjelp av trailing, omgruppering, justering av målefeil, og analyse av forholdstall. På denne måten tilegnes et bedre bilde av selskapets eventuelle strategiske fordeler og ulemper. Videre sammenlignes så resultatene fra den strategiske analysen med regnskapsanalyse. Samlet utgjør de to den strategiske regnskapsanalysen.

Steg 3 – Fremtidsregnskap og fremtidskrav

I det tredje steget utarbeides fremtidsregnskap og fremtidskrav som baseres på funnene i den strategiske regnskapsanalysen. I praksis utføres dette ved budsjettering av fremtidig kontantstrøm og fremtidig lønnsomhet. Fremtidskrav er kravet for lønnsomhet og benyttes i denne forbindelse som diskonteringsrente ved verdivurderingen av selskapet.

Steg 4 – Fundamental verdsettelse

Her tar en utgangspunkt i de foregående stegene for å utarbeide et fundamentalt verdiestimat på selskapet. Estimatet utarbeides enten ved å benytte egenkapitalmetoden eller selskapskapitalmetoden.

Steg 5 – Handlingsstrategi

I det siste steget utarbeides en handlingsstrategi basert på verdiestimatet. Ifølge Penman (2013) er forslaget ment for interne beslutninger for å avgjøre om en strategi skal forkastes eller beholdes, eller eksterne beslutninger for å avgjøre om en investor skal kjøpe, selge eller holde på aksjer i selskapet.

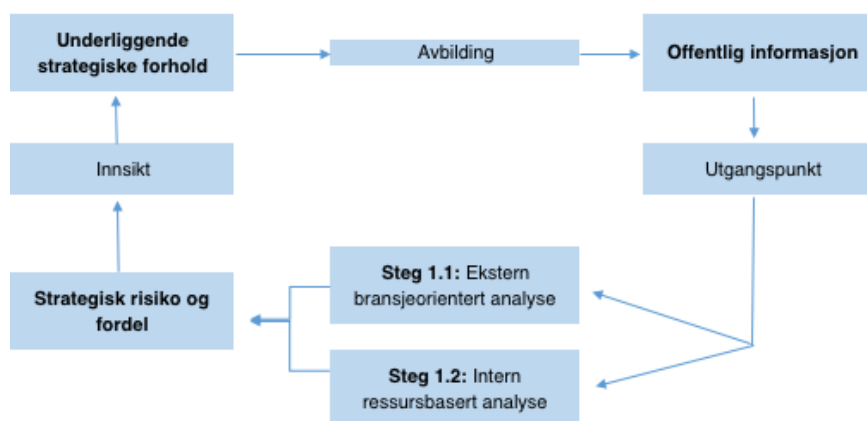
4. Strategiske analyse

Hensikten med en strategisk analyse er å tilegne seg kunnskap om både interne og eksterne underliggende strategiske forhold. I dette kapittelet kartlegges Solstad sine interne ressurser, samt en analyse av eksterne bransje- og makroøkonomiske forhold. Ved innsikt og forståelse av de ulike kvalitative faktorene knyttet til rederiet vil det gi et bredere grunnlag for en mer korrekt verdivurdering. Objektet er å identifisere eventuelle interne ressursfordeler og eksterne bransjefordeler, som akkumulert kan si om det foreligger en strategisk fordel nå eller i fremtiden. Ifølge rammeverket foreligger det en strategisk fordel dersom egenkapitalrentabiliteten er større enn egenkapitalkravet (Knivsflå, 2016). Hvorvidt en kan kvantifisere de ulike kvalitative faktorene og underliggende skjønsmessige vurderinger som fremkommer i den strategiske analysen kan diskuteres. Strategisk fordel er definert som:

$$\text{Strategisk fordel} = \text{egenkapitalrentabilitet} - \text{egenkapitalkrav}$$

$$SF = (\underset{\text{(ekstern)}}{ekr_B - ekk_B}) + (\underset{\text{(intern)}}{ekr - ekr_B}) + (ekk_B - ekk)$$

B = *bransje*



Figur 12: Rammeverk for strategisk analyse (Knivsflå, 2016)

Rammeverket illustrert i figur tolv er utgangspunktet for den strategiske analysen, i tillegg til offentlig informasjon. Solstad er børsnotert og rapporterer derfor etter den internasjonale regnskapsstandarden IFRS. Det innebærer blant annet at rederiet er pålagt å offentliggjøre kvartalsrapporter i tillegg til årsrapporter. Videre analyseres de eksterne bransjeforholdene og aktuelle makroøkonomiske forhold.

Denne delen inkluderer faktorer som rederiet ikke kan kontrollere. Målet er å få innsikt i hvordan konkurranserammeverket utspiller seg, samtidig underliggende trusler og muligheter. Det neste steget er å kartlegge de interne ressursene rederiet har til rådighet, og tilhørende styrker og svakheter. Innsikten tilegnet gjennom disse to stegene skal gjøre oss i stand til å si noe fornuftig om den strategiske risikoen, og om det foreligger en strategisk fordel eller ikke. Det gjøres både med tanke på nåtid og fremtid.

Det eksisterer mange alternative metoder for å identifisere og analysere de ulike nevnte forholdene. I den forbindelse benyttes PESTEL-rammeverket og Michael E. Porter sine fem krefter til henholdsvis analyse av bransjen og de konkurransemessige forholdene. I tillegg vil det redegjøres for den maritime klyngen og relevant klyngeteori i den forbindelse. Deretter benyttes VRIO-analysen for å identifisere og analysere de interne ressursene. Avslutningsvis oppsummeres funnene i en SWOT-analyse som omfatter både interne og eksterne forhold. SWOT ser på rammeverket totalt sett, og gir en indikasjon på om det foreligger en strategisk fordel eller ulempe.

I kapittel 4.4 gis en kort oppsummering av betydningen av funnene. Avslutningsvis analyseres den maritime klyngen for å fremheve komparative fortrinn og hvordan eksterne faktorer påvirker næringen.

4.1 Dekomponering av bransjeforhold (PESTEL)

PESTEL-rammeverket benyttes for å avdekke kritiske faktorer i makroomgivelsene. Den maritime næringen er del av en global konkurranse og blir påvirket av både de nasjonale og internasjonale rammebetingelsene. Dette er bedriftsrelaterte forhold på et overordnet plan. Rammeverket er sammensatt av politiske, legale, økonomiske, sosiokulturelle, teknologiske og miljømessige forhold. Solstad kan ikke påvirke disse faktorene, men må tvert imot prøve å tilpasse seg de i best mulig grad.

Med tanke på at næringen er inne i en nedgangskonjunktur er identifisering og dekomponering av kritiske risikofaktorer sentralt med tanke på kvaliteten til den kommende verdivurderingen. Det er viktig å identifisere kritiske faktorer siden det er forhold som kan påvirke de fremtidige finansielle prospektene. Først redegjøres det for de ulike faktorene i modellen før en ser nærmere på de ulike forholdene.

Politiske forhold

De faktorer myndigheter regionalt, nasjonalt og globalt kan påvirke. Det gjelder instanser med makt både innenfor landegrenser, og på kryss og tvers. Myndigheter har styringsmakt og lovgivende makt, og kan dermed påvirke en bransje direkte eller indirekte gjennom regulatoriske tiltak av omgivelser. Rammeverk og konkurransevilkår blir dermed på mange måter satt av diverse politiske myndighetsorganer. Derfor er blant annet handelsavtaler, skatt- og avgiftspolitik, politisk stabilitet og trygghet, og type regime avgjørende for bransjeforholdene.

Økonomiske forhold

Handler om de globale mekanismene i verdensøkonomien. Der makroøkonomiske faktorer som inflasjon, arbeidsledighet, oljepris og styringsrente står sentralt.

Sosiokulturelle forhold

Ingen samfunn er bygget opp eller fungerer helt likt. De sosiokulturelle forholdene tar for seg forskjellige demografiske faktorer som utdanningsnivå, levestandard, og bosetting.

Teknologiske forhold

Innovasjon og teknologisk utvikling. Fremskritt, forbedringer og nye metoder som eksempelvis fører til effektivisering og kostnadsbesparelser.

Legale forhold

Fokuserer på diverse rammevilkår som hvilke arbeidsrettigheter ansatte har, de helse- og sikkerhetskrav som foreligger, samt sentrale forhold rundt konkurranselovverket og tilknyttede lovgivning. Har stor betydning for betingelsene knyttet til drift.

Miljømessige forhold

Omfatter hvordan de ulike samfunnsinteressentene forholder seg til det grønne skiftet. Eventuelle krav og regulatoriske tiltak som kan foreligge i den forbindelse.

4.1.1 Politiske forhold

Nasjonalt

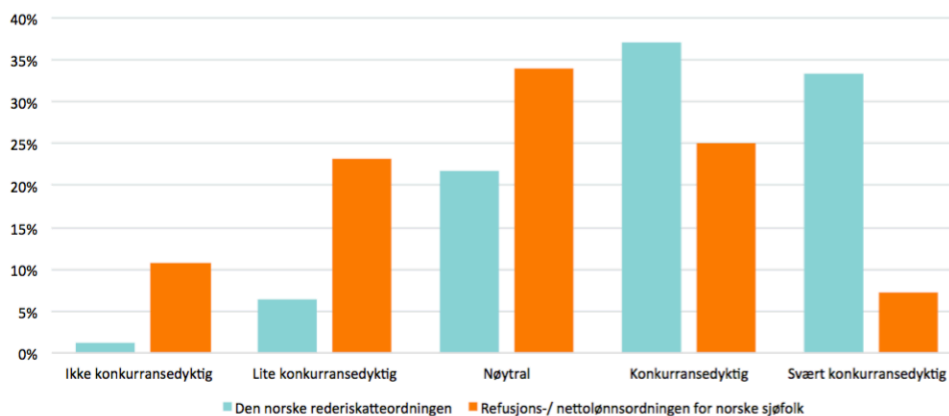
For at Norge skal kunne bevare det maritime konkurransefortrinnet må rammebetingelsene være bærekraftige. Politisk støtte er viktig for å tilrettelegge konkurransevilkårene overfor næringens internasjonale konkurranse. At det eksisterer politisk vilje for nettopp dette reflekterer rederiskatteordningen, som var et politisk tiltak for å hindre utflagging, jamfør

delkapittel 2.1.3. Det er en valgfri skattefritaksordning for norsk rederinæring. Kort oppsummert betaler rederiene en tonnasjeskatt basert på inntektsårets netto tonnasjevolum, istedenfor å betale skatt på skipsfartoverskuddet (EY, 2016). Ordningen reguleres av skatteloven. Tonnasjeskatten er uavhengig av det økonomiske resultatet det relevante året, jamfør skatteloven § 8-16. Denne skatten skal kun betales en gang per skip per år.

Andre inntekter som for eksempel finansinntekt beskattes normalt. Hensikten bak ordningen er å styrke den globale konkurransedyktigheten til rederinæringen (KPMG, 2016). Kritikkk mot ordningen er at det er kostbart for rederier å tilpasse organisasjonen i henhold til det relativt kompliserte regelverket.

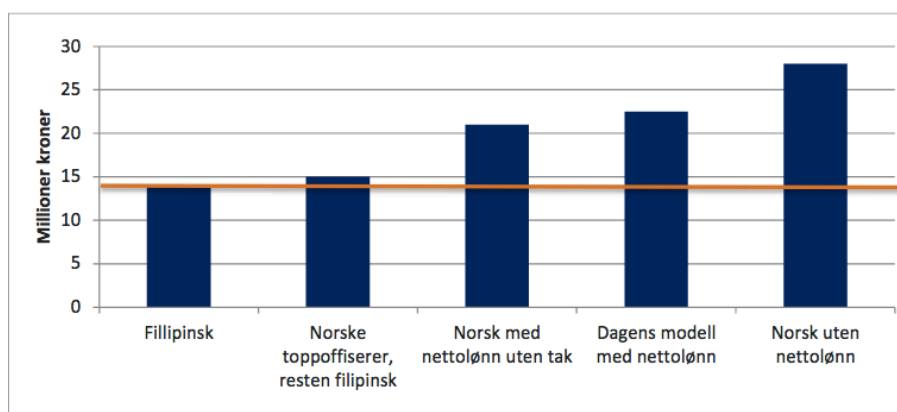
Et annet næringspolitisk grep var opprettelsen av NIS-registeret som gjorde det mulig å bevege seg vederlagsfritt mellom norske havner, jamfør delkapittel 2.1.3. Tiltaket ble også innført for å redusere utflaggingen av skip til utlandet. For å bevare sysselsettingen av norske sjømenn og den kompetansen de har ble nettolønnsordningen innført. Det er en refusjonsordning med formål å redusere lønnskostnaden knyttet til det norske mannskapet. Ordningen gjelder for alle NOR-registrerte skip, og for NIS-registrerte skip hvis kravet om minimumsbemanning på tolv norske sjømenn innenfor bestemte kompetanseområder oppfylles.

Refusjonsvederlaget blir beregnet ut fra summen av innbetalt skatt og diverse avgifter. Rederiforbundet mener at ordningen for NIS-registrerte skip fortsatt er for svak i forhold til NOR-registrerte skip og internasjonal konkurranse (Norges Rederiforbund, 2016a). Den øvre refusjonsgrensen ble 1. mars 2016 økt fra NOK 202.000 til 208.000, som svar på kritikken. Det vil på den annen side bare gi en kortsiktig effekt ettersom grensen ikke er inflasjonsjustert, et kritikkkverdig element (Maritimt Forum, 2012). Figuren under gjenspeiler norske rederier sin vurdering av de politiske tiltakenes konkurransedyktighet.



Figur 13: Konjunkturrapport (Norges Rederiforbund, 2016a).

Det er i tillegg viktig å påpeke at netto lønnskostnader for norske sjømenn er større enn for utenlandske sjømenn. Gitt et scenario der det brasilianske lønnsnivået er lik det norske, ville norske sjøfolk fremdeles vært dyrest i drift. Det er grunnet at en ikke trenger å betale for fritidsperioden og at turnusene er forskjellige. Dette er før en har vektlagt effekten av arbeidsgiveravgift og tilsvarende avgifter og skatter. I figuren under illustreres forskjellen mellom å ansette filippinske og norske sjømenn (Fjose, Gulbrandsen, Mellbye, Jakobsen, & Skogstrøm, 2013).



Figur 14: Mannskapskostnader for AHTS-skip 2013 (Fjose, Gulbrandsen, Mellbye, Jakobsen, & Skogstrøm, 2013)

Myndighetene sin maritime strategi fremkommer i rapporten ”Maritime muligheter” (Nærings- og fiskeridepartementet, 2015). De ønsker å tilrettelegge for solide og fremtidsrettede rammevilkår for den maritime næringen. Blant annet på bakgrunn av at markedstilstanden og de fremtidige økonomiske utsiktene krever en nasjonal politikk som er handlekraftig, stabil og forutsigbar (Norges Rederiforbund, 2016a).

For å styrke det norske flaggets konkurransedyktighet vil regjeringen innføre en ny og forbedret tilskuddsordning gjeldende for både NIS- og NOR-skip. Bemanningskravet for NIS-skip skal fjernes og ordningen skal dermed gi refusjon fra første norske ansatte sjømann. Endringen skal være provenynøytral og gjøre administrasjonen enklere for næringen (Nærings- og fiskeridepartementet, 2015). Hvorvidt ordningen skal bli inflasjonsjustert er enda ikke avklart. Samtidig vil de gjøre NIS-registret mer attraktiv ved å ytterligere redusere fartsbegrensningene, jamfør delkapittel 2.1.3. Regjeringen vil samtidig belønne fokus på grønn vekst som de mener på sikt vil gi et konkurransefortrinn i fremtiden.

Regjeringen kjemper for å redusere formueskatten, som har en hemmende effekt for utvikling og innovasjon. Næringen består av mange familierederier. For at disse familiene med høy formue skal betjene gjelden sin, tar de ut midler av rederiene i form av utbytte. Det fører til at rederiene tømmes for likviditet som kunne blitt brukt til andre formål som skal fremme økonomisk vekst.

Internasjonalt

Geopolitisk usikkerhet, handelsbarrierer, sanksjoner, krig og manglende politisk stabilitet er internasjonale forhold som påvirker offshore servicenæringen. I nyere tid har den geopolitiske usikkerheten økt og den politiske stabiliteten blitt redusert. Russlands annektering av Krim i Ukraina, Brexit, ustabiliteten i Midtøsten, og presidentvalget i USA er alle eksempler på dette. Tidligere NATO-sjef Fogh Rasmussen sier at de geopolitiske spenningene mellom Russland og Vesten har likhetstrekk med den kalde krigen (Norges Rederiforbund, 2015). Videre er området rundt Suez-kanalen, Malakkastredet i Sørøst-Asia og Guineabukta i Afrika mulige maritime konfliktområder som kan ha stor innvirkning på den globale økonomien, og dermed offshore servicenæringen.

I nyere tid har viktige oljeproduserende nasjoner som for eksempel Syria, Nigeria og Libya, redusert oljeproduksjonen kraftig på bakgrunn av politiske konflikter. Historien viser at det fører til et kortsiktig løft i oljeprisen, som igjen henger sammen med oppdragsaktiviteten til næringen. Motsatt effekt inntreffer når de åpner oljekranene igjen. Krig og uroligheter er en kontinuerlig trussel for næringen.

For å hefte med uønskede internasjonale hendelser er sanksjoner et hyppig anvendt økonomisk virkemiddel. Iran ble pålagt handelssanksjoner på olje av FN, EU og USA med bakgrunn i deres atomvåpenprogram (Aftenposten, 2016). Kravene fra de ulike

internasjonale organisasjonene har blitt oppfylt og på bakgrunn av dette har sanksjonene delvis blitt opphevet. En følge av dette er at eksportstaket til Iran er hevet til 3,7 millioner fat per dag.

Videre har det blitt innført en rekke økonomiske sanksjoner mot Russland på bakgrunn av deres annektering av Krim (Sysla, 2016d). Dette går utover oljeetterspørselen ettersom Russland er en stor petroleumsnasjon. I tillegg svarer Russland med sine egne sanksjoner og reduserer import fra nabolandene. Oljeprisen påvirkes dermed av økonomiske handelssanksjoner. I hvilken retning avhenger av om det berørte landet er eksportør eller importør av petroleum. Av konjunkturrapporten for 2015 utarbeidet av Rederiforbundet fremkommer det at to av tre rederier mener at økt proteksjonisme og sanksjoner mot Russland er de to forholdene som i størst grad hindrer økonomisk vekst i næringen (Norges Rederiforbund, 2015).

De mangfoldige proteksjonistiske handelsbarrierene som eksisterer setter begrensninger og reduserer konkurransedyktigheten til aktørene som står utenfor. NHO mener at Norge må være en forkjemper for et mer åpent globalt handelssystem. Mulighetene for dette kan begrenses av at BRIC-landene sin økonomiske vekst truer det økonomiske hegemoniet til Vesten (NHO, 2011). For å begrense den økonomiske endringen er det fare for økt proteksjonisme gjennom for eksempel økt toll, hindring av utenlandske oppkjøp og iverksettelse av beskyttelsestiltak. Geopolitiske handelstraktater som ASEAN ("*Association of Southeast Asian Nations*") og mega-regional avtaler som TPP-avtalen ("*Trans-Pacific Partnership*") med USA i spissen, setter begrensninger og føringer for verdens frihandel av varer og tjenester (Norges Rederiforbund, 2015).

Det har vist seg at Petrobras, Brasils statseide oljeselskap, bevisst har gitt Brasiliansk-flaggede offshoreskip førsteretten når det skal deles ut oppdrag selv om utenlandsk-flaggede skip opererer på langtidskontrakter (Dagens Næringsliv, 2016e). Dette er et konkret eksempel på lovfestet proteksjonistisk handelspolitikk, som rammer konkurransedyktigheten til aktørene utenfor landet. Favoriseringen forsterkes ved at det stilles strenge krav til Brasiliansk bemanning. Det er ekstra problematisk ettersom utdanningskvaliteten i landet er lav (Norges Rederiforbund, 2014).

Korrupsjon er et annet politisk forhold som kan utgjøre en trussel for næringen. Det er et problem som fører til at enkelte aktører tilegner seg fordeler gjennom andre, ulovlige,

distribusjonskanaler. Petrobras, er som nevnt en viktig kontraktør for offshore serviceskip med flagg fra Brasil, har blitt tatt for grov korrupsjon og bedrageri (Kassem & Higson, 2016). Det beviser at problemet er reelt for næringen. Transparency International (*TI*) har en korrupsjonsindeks som reflekterer graden av korrupsjon i ulike geografiske områder. I motsetning til Brasil har Nord-Amerika, Europa og Norge eksempelvis et strengt regulatorisk rammeverk i henhold til hvordan en håndterer korrupsjon. Det har ført til at for eksempel Norge oppnår en score på 87 av 100 for år 2015, mot Brasil som oppnår 38 av 100 (Transparency International, 2016).

Politisk urolighet, sanksjoner og proteksjonistisk tankegang utgjør en trussel for næringen.

4.1.2 Økonomiske forhold

Olje- og gassprisene er en av de økonomiske bærebjelkene i den globale økonomien. De finansielle prospektene reduseres når denne handelsvaren faller i verdi ettersom ringvirkningene er store. Det har ført til pengepolitiske tiltak i de ulike sentralbankene verden over for å stimulere til økonomisk vekst eller for å dempe effekten av nedgangen. Av den grunn er rentenivået historisk lavt, der noen land har innført negativ styringsrente.

I Norge er styringsrenten på 0,05 prosentpoeng (Norges Bank, 2016b). Ifølge pengepolitiske rapport for tredje kvartal signaliseres det at rentenivået kommer til å holde seg relativt uendret i den kommende tiden. DNB Markets har samme forventning i sin halvårsrapport for 2016 (DNB Markets, 2016). Et lavt rentenivå reduserer det finansielle presset på aktører med en høy gjeldsgrad. I hvilken grad en aktør får nytte av dette avhenger av hvorvidt de eksisterende lånene er betinget med flytende rente. Alternativt er det rimeligere å ta opp ny kreditt.

Ifølge Norges Bank er veksten i verdensøkonomien moderat. Usikkerheten rundt Brexit har ført til en forventet lavere vekst både på kort og lang sikt. Det vil også ha en påvirkningseffekt på de viktigste handelspartnerne. USA har hatt en økonomisk vekst på 2,5 prosent. Det mest sentrale i den forbindelse er at de i større grad er selvforsynt med olje, en faktor som er med på å redusere oljeetterspørselen. Asia er fortsatt preget av en ekspansiv økonomisk politikk som holder den økonomiske veksten oppe til tross for en reduksjon i eksportvarene. En annen indikasjon på at aktiviteten i økonomien har avtatt er at veksten i de fremvoksende økonomiene er lavere enn normalt (DNB Markets, 2016). De fremvoksende økonomiene representerer store og nye muligheter for offshore servicenæringen.

Kina har det siste tiåret hatt en positiv effekt på oljeprisen som følge av deres ekspansive økonomiske politikk, som har ført til en høy etterspørsel etter olje. De har hatt en vekst som det har vært vanskelig å opprettholde. Det har ført til at de nå ser ut til å være i en økonomisk rebalanseringsfase som gjør at den økonomiske veksten har blitt noe redusert. Samtidig som det eksiterer mye usikkerhet rundt gjeldssituasjonen i landet. I tillegg rapporteres det om at Kina har fylt opp oljereservene ved å hamstre billig olje i markedet (Dagens Næringsliv, 2016e). Det er vanskelig å vurdere hvilken effekt Kina vil ha på oljeprisen fremover. Kina sin betydning for etterspørselen kan imidlertid vise seg å være liten. Dette fordi India, som i 2015 hadde en BNP vekst på 7,50 prosentpoeng, representerer et potensielt nytt marked.

Russland er ansett for å være en av de mest petroleumsavhengige nasjonene. Ikke uventet ble landets BNP redusert med 3,70 prosentpoeng. Et fall som ble redusert av pengepolitiske tiltak. Landet har også ført en ekspansiv økonomisk politikk, som har ført til en høy oljeetterspørsel. Annekteringen av Krim-halvøyen i Ukraina har ført til sanksjoner fra andre land, noe som ikke har vært med på å forbedre de finansielle utsiktene. Lavere kjøpekraft, kapitalflukt, redusert eksport og import er ikke med på å løfte verdensøkonomien.

Redusert vekst i verdensøkonomien utgjør en reell trussel for offshore servicenæringen.

4.1.3 Sosiokulturelle forhold

Tradisjonelt sett har utdanning og bosetning vært vurdert som de viktigste faktorene for rekruttering til den maritime næringen. Forholdene for dette ligger naturlig til rette ettersom Norge er en kystnasjon. Det høye lønnsnivået har gjort næringen svært attraktiv.

Situasjonen har imidlertid endret seg som en konsekvens av store nedbemanninger og lønnskutt. Det har ført til en overkapasitet av tilgjengelig personell i arbeidsmarkedet. Kutt baserer seg ofte på ansiennitet og kompetanse. Disse faktorene gjør at inngangsbarrieren for nyutdannede har økt, samtidig som at antall opplæringsplasser er forventet å bli redusert (Norges Rederiforbund, 2016a). Med tanke på at næringen er kompetansebasert, kan en mindre tilgang på nyutdannede utgjøre en fremtidig trussel. Et av de komparative fortrinnene til norske sjøfolk er som nevnt deres kompetanse. I tillegg kan et redusert lønnsnivå gjøre næringen mindre attraktiv for de klokeste hodene.

4.1.4 Teknologiske forhold

Den norske flåten er kjent for å være den mest moderne skipsflåten i verden (Norges Rederiforbund, 2014). En av årsakene til dette er at oppdragskvalifikasjoner blir mer krevende ettersom flere oppdrag er på dypt hav med vanskelige operative forhold. For at skipene skal oppfylle disse oppdragskvalifikasjonene blir de ofte designet for spesifikke formål. En av årsakene til at næringen stiller så sterkt konkurransemessig globalt er kompetansenivået og fokuset på teknologiutviklingen, forhold som forsterkes av den norske maritime næringsklyngen, jamfør kapittel 4.2.

Skiferoljeteknologien illustrerer godt hvilken trussel ny teknologi kan utgjøre for næringen. Når USA startet sin utvinning av skiferolje økte tilbudet i markedet kraftig, samtidig som etterspørselen fra USA ble redusert, jamfør delkapittel 2.1.6. Skiferolje kan bare utvinnes på land per dags dato. Hvis eller når de finner ut hvordan de skal utvinne skiferolje fra havbunnen kan dette igjen være en faktor som presser oljeprisen ned. Poenget er at teknologisk utvikling ikke bare forbedrer drift og effektivitet, men kan endre konkurranseforholdene drastisk.

I fremtiden er det et forventet et paradigmeskifte fra fossile energikilder til alternative fornybare energikilder. Investeringsnivået og innsatsen for å finne og utvikle nye fornybare energikilder er i full gang. Solcelleenergi og vindmølleparker er to eksempler, dette er to typer teknologier som krever de rette klimaene for å fungere optimalt. Investeringsutgiftene er høye, mens driftskostnaden er lave. Investeringsvilligheten globalt i 2015 var ifølge Bloomberg på hele USD 329 milliarder i fornybar energi, en økning på fire prosent fra 2014 (Bloomberg News, 2016).

Teknologi skaper både muligheter og utgjør en trussel for Solstad.

4.1.5 Miljømessige forhold

I nyere tid har miljøbevisstheten økt på bakgrunn av den globale oppvarmingen som er en global utfordring. I den maritime næringen er offshore servicerederiene pådrivere for miljøutvikling. Det reflekteres ved at den norske flåten er verdens mest moderne. Mange rederier investerer i mer miljøvennlige skip for å imøtekomme fremtidige og strengere miljøkrav. En kan forvente at miljøkravene vil være strengere for utvinning og oppdrag i de mer klimafølsomme nordlige områdene. Det føres en proaktiv strategi som tar sikte på å bevare klimaet i større grad. Et eksempel på dette er PSV-skip som er drevet av flytende

naturgass (*LNG*). Rederier som har posisjonert seg riktig i påvente av strenge fremtidige miljøkrav vil muligens få et konkurransefortrinn i fremtiden.

International Maritime Organization ("*IMO*") er rederienes interesseorganisasjon. Formålet til organisasjonen er å lage et rettferdig og effektivt rammeverk som blir globalt implementert og etterfulgt av alle (International Maritime Organization, 2016). Rammeverket skal sette føringer for hvilke miljøkrav som kreves, sikkerhetsstandarder og antiterror tiltak. Shipping utgjør omtrent 90 prosent av verdens transport og har en stor påvirkning på miljøet. Det har ført til strengere miljøkrav fra både IMO og EU, som har og vil medføre store kostnadsutgifter for å tilpasse seg ulike regulatoriske miljøkrav (Schroders, 2015). Det forventes en økning i rederienes driftskostnader og investeringsutgifter knyttet implementering av ulike konvensjoner for å redusere effekten av miljøfiendtlig utslipp. Fokuset er sentralisert rundt svoveloksid (*SOx*), nitrogenoksid (*NOx*) og karbondioksid (*CO2*). Tabell fire viser når det er forventet at de ulike reguleringene vil ha en effekt på rederienes kostnader. "Hvor" forteller hvorvidt konvensjonene reguleres i en global eller regional skala.

Hva?	Når?	Hvor?	Effekt OPEX	Effekt CAPEX
SOx	2015, 2025	Regionalt, globalt	Høy	Høy
NOx	2016	Regionalt	Begrenset	Høy
CO2	2018	Regionalt	Høy	Høy

Tabell 4: Oversikt over miljømessige reguleringer og deres påvirkning (Schroders, 2015)

Den fjerde november 2016 trer Paris-avtalen "COP21" i kraft (FN, 2016). Dette er en klimaavtale som innebærer at medlemslandene skal forsøke å redusere sine utslipp. Alle landene skal utarbeide en nasjonal implementeringsplan for hvordan dette skal gjennomføres i praksis. Det langsiktige målet er å oppnå klimanøytralitet, som går ut på og ikke slippe ut mer klimagass enn en klarer å fjerne eller redusere. I-landene skal bidra med støtte til kutt i utviklingslandene tilsvarende NOK 860 milliarder frem til år 2020. Dette kan implisitt antyde at investeringsvilligheten i mer miljøvennlig teknologi og metoder vil øke. Noe som vil kunne tilfalle offshoreservice næringen. For eksempel vil vindmølleparker representere store muligheter for offshore servicenæringen.

Miljømessige forhold vurderes til både å utgjøre en trussel og en mulighet.

4.1.6 Legale forhold

Rederiene følger rammeverkene fastsatt av IMO, lovgivende rammeverk i landet en er registrert i og rammeverk som er gjeldene i de landene en operer i. Solstad, for eksempel, er notert på Oslo Børs som gjør at de må følge norske aksje, regnskaps, børs og verdipapirlovgivning (Solstad Offshore ASA, 2016a). Rederiene må holde seg oppdatert rundt mulige endringer av eksempelvis skattemessige eller arbeidsrettslige regler i de operative områdene. Det er hovedsakelig spilleregler som er gjeldene for alle aktørene, og utgjør ingen spesiell trussel eller fordel.

En kan også trekke inn betydningen av OPEC, som er diskutert i delkapittel 2.1.6. Organisasjonen sin evne til å påvirke oljeprisen gjennom en bestemt produksjonsstrategi har betydning for rederiene. På den måten skaper markedsimperfeksjon en mulighet gjennom legale forhold.

4.1.7 Oppsummering PESTEL

Næringen blir påvirket av ulike faktorer som vanskelig lar seg påvirke og kontrollere. Politisk urolighet og konflikter, samt den lave oljeprisen påvirker næringen i stor grad. Det er knyttet mye usikkerhet rundt disse momentene. Dette blir igjen ytterligere påvirket av proteksjonistisk handelspolitikk og hyppig bruk av sanksjoner som et politisk, og økonomisk virkemiddel.

Nedbemannning og fjerning av arbeids- og opplæringsplasser utgjør en trussel for fremtiden, både med tanke på utvikling av nødvendig kompetanse og næringens evne til å tiltrekke seg de flinkeste studentene. Teknologi fører til muligheter blant annet innen drift og kan åpne opp nye markeder offshore, som for eksempel oppdrag knyttet til vindmølleparker offshore. Skiferoljeteknologiens påvirkning på oljeprisen har på den annen side visst hvilken trussel ny teknologi kan utgjøre.

Miljømessige forhold fører til store omstillings- og tilpasningskostnader for rederiene, men skaper også muligheter gjennom økt fokus på mer bærekraftig maritim teknologi. Det konkluderes med at næringen i stor grad blir påvirket av de ulike nasjonale og internasjonale faktorene som det er tatt hensyn til i analysen.

4.2 Den maritime klyngen

I dette kapittelet redegjøres det for sentrale sider og egenskaper ved den maritime klyngen i Norge. Formålet er å fremheve komparative fortrinn og hvordan eksterne faktorer påvirker næringen. Det eksisterer mye forskningsarbeid om klyngeteori fra Marshall (1920) og Porter (1990), som konkluderer med at det er ingen tvil om det kan føre til økt verdiskapning hvis klyngen er sterk. Utredningen bygger hovedsakelig på: ”En Kunnskapsbasert Maritim Næring” (Jacobsen, 2011), og ”Et Kunnskapsbasert Norge” (Reve & Sasson, 2012). Bærebjelkene til den benyttede faglitteraturen er kvalitative analyser av hva som empirisk kjennetegner fungerende klynger. Rederiskatteutvalget er kritisk til denne fremgangsmetoden, men i mangel på sikker kvantitativ metodikk og datagrunnlag er ikke en økonometrisk analyse hensiktsmessig (Rederiskatteutvalget, 2006).

4.2.1 Relevante forhold

En generell definisjon av næringsklynge er: ”en geografisk samling av bedrifter som er koblet sammen gjennom komplementaritet eller likhet i behov og som gjennom dette realiserer eksterne stordriftsfordeler” (Jacobsen, 2011, s. 54). ”Komplementaritet” og ”likhet i behov” kan bety at virksomheter er gjensidig avhengig av hverandre. I den forstand at selskapene har en forsterkende eller utfyllende effekt til hverandres organisatoriske ressurser. Skalafordeleler kan oppnås ved at virksomheter i en klynge har behov for like ressurser.

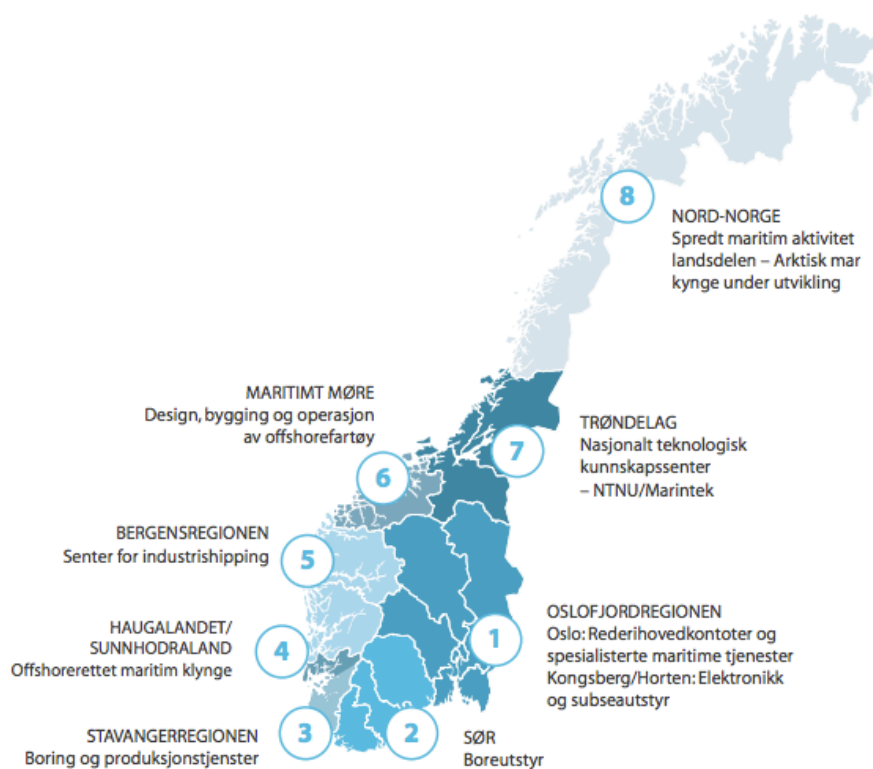
Resultatet blir blant annet reduserte transaksjonskostnader og økt tilgang på faktorressurser. Med andre ord er det et dynamisk område som felles kan skape eksterne stordriftsfordeler gjennom sterk intern konkurranse og komplementaritet. Intern rivalisering skaper grobunn for positive synergieffekter og utgjør hele fundamentet for de komparative fortrinnene forskjellige klynger skaper. Ideelt sett blir aktørene i en klynge utsatt for positive eksternaliteter (Rederiskatteutvalget, 2006). Eksternaliteter er kort fortalt gevinster utenom de registrerte inntektene.

Det kreves en kritisk masse for at konkurransen innad i klyngen skal være tilstrekkelig og at det skal oppstå klyngeeffekter (Jacobsen, 2011). Forutsetninger for dette er at konkurransedyktigheten i de ulike leddene av verdikjeden er god. Kunder som stiller høyere krav fører forhåpentligvis til bedre kvalitet og økt markedsorientering. Sterk konkurranse mellom leverandørene skal føre til et forbedret produkt og leveranse. Disse forholdene kan

skape et innovasjonspress grunnet økte krav både foran og bak i verdikjeden. En dynamisk næringsklynge tilpasser, endrer og utvikler seg i takt med endringer i markedsbehovene og forholdene. Et proaktivt miljø er en god indikator på konkurransedyktighet nasjonalt og globalt.

Den maritime klyngen i Norge er lokalisert langs kysten med ulike maritime tyngdepunkt fra Trondheim til Oslo, jamfør figur 15 (Reve & Sasson, 2012). Mesteparten av offshore servicerederiene er lokalisert på Vestlandet sammen med verft, andre type rederier, krevende kunder, underleverandører av varer og tjenester og diverse rådgivere.

Offshore servicenæringen er vurdert til å være den viktigste pådriveren for vekst og innovasjon i klyngen (Rederiskatteutvalget, 2006). Forklaringen ligger i at de har de mest krevende kundene blant oljeselskapene, der utviklingstrenden har vært mer avanserte oppdrag på dypere hav med utfordrende driftsforhold. Etterspørselen etter spesialdesignede skip med tilpasset teknologi fører til økt forskning og utvikling.



Figur 15: Det maritime Norge (Nærings- og fiskeridepartementet, 2015)

Forskningsrapporten utført av Møreforskning viser at offshore servicerederiene fremhever norske sjømenn som et sterk internasjonalt konkurransefortrinn (Rederiskatteutvalget, 2006). Videre mener de at god tilgang på egenkapital er viktig for å etablere seg på nye geografiske

områder. Dette forholdet er betydelig svekket på bakgrunn av et i praksis ikke fungerende obligasjonsmarked for høyrisikogjeld som gjør det vanskelig å iverksette nye prosjekter.

De kunnskapsbyggende kreftene blir ofte nevnt som den viktigste faktoren for økt verdiskapning i de maritime klyngene. Rederiskatteutvalget tar utgangspunkt i både det som kalles klassisk kunnskapsbygging gjennom utdanning og FoU, og uformell kunnskapsbygging som kommer av samhandling og kunnskapsflyt på kryss og tvers av en klynge (Rederiskatteutvalget, 2006).

På den annen side defineres forholdet som kunnskapsdynamikk ved kunnskapskoblinger og kompetanseflyt mellom aktørene i klyngen (Reve & Sasson, 2012). I den forbindelse har Jacobsen (2011) anvendt Balassa-indeksen til å måle den relevante maritime regionen sin verdiskapning, relativt til verdiskapningen nasjonalt i tidsperioden 2000 til 2002 og 2002 til 2009. Haugaland og Sunnhordaland, hvor Solstad er lokalisert, har sammen med Møre og Romsdal den høyeste graden av maritim spesialisering med en score på 4,5. Betydelig høyere enn Hordaland og Nord-Norge som får en score på 2,5.

Det tas forbehold om at indeksen bygger på eldre tallmateriale, som det er rimelig å anta ikke er like representativ for dagens markedssituasjon. På bakgrunn av oljeprisfallet i 2014 er det rimelig å anta at indeksen har endret seg i en negativ retning. Videre er det ikke særlig aktuelt å kontrahere ytterligere skip, ettersom det både er vanskelig å innhente nødvendig kapital og på bakgrunn av overskuddskapasiteten i markedet.

Andre forhold som støtter dette resonnementet er de store nedbemanningstiltakene som gjør at næringen mister kompetanse. Denne kompetansen forsvinner ofte til andre selskaper og næringer utenfor klyngene. Det som imidlertid kan påvirke næringen i fremtiden er konsolidering av aktører eller økt fare for konkurser, jamfør delkapittel 2.1.8. Et sentralt spørsmål i den forbindelse blir dermed om rederienes lokalisering blir endret som en konsekvens av oppkjøp. Hvordan det i så fall vil påvirke de historisk positive eksterneffektene er uklart.

4.2.2 Globalt næringsnavn

Reve og Sasson (2012) konkluderer med at den maritime næringen har en såpass stor grad av internasjonal tiltrekningskraft og konkurransevne at det kan defineres som et av Norges globale kunnskapsnavn. De har vurdert den maritime næringen sin attraktivitet gjennom en smaragdmodell bestående av følgende syv attraktivitetsdimensjoner: (1) eierskap, (2)

forskning, (3) innovasjon, (4) klynge, (5) miljø, (6) talent og (7) utdanning. Disse kunnskapsallmenningene er forhold som blir påvirket av næringspolitikk. Under vil det gjøres rede for de meste relevante analysefunnene for den videre utredningen. Dette gjøres fordi det gir nødvendig innsikt i hvordan en skal vurdere de eksterne påvirkningskomponentene og tilhørende utvikling.

Klyngeattraktiviteten økte med rederiskatteordningen, jamfør delkapittel 2.1.4, som førte til mer konkurransedyktige skattebetingelser. Det reduserte faren for at rederier skulle flagge ut til land med mer fordelaktige skattebetingelser. Klyngeattraktiviteten er vurdert som høy på bakgrunn av at det eksisterer en kritisk masse av ledende aktører i de ulike delene av den maritime verdikjeden (Reve & Sasson, 2012). Et høyt lønnsnivå i Norge og fare for utflagging utgjør de største truslene på sikt.

I perioder med kostnadskutt og nedbemanninger blir utdannings- og talentattraktiviteten redusert i stor grad. Kompetansetilnærmingen har i den maritime næringen vært praksisorientert. Hvis nyutdannede ikke får tilegnet seg erfaring og kompetanse gjennom praksis reduseres følgelig den kritiske suksessfaktoren til den maritime klyngen. Kompetansenivået er en sentral faktor med tanke på FoU og innovasjon, og i den forbindelse fremheves erfaringsbasert kunnskap.

De viktigste kildene til innovasjon er henholdsvis krevende kunder, personlige nettverk og underleverandører (Reve & Sasson, 2012). Videre hevder Reve og Sasson at FoU er korrelert med omsetningsveksten til rederiene. Hvis en følger den påstanden er det nærliggende å konkludere med at FoU har økt i de siste årene frem til oljeprisfallet i 2014, med en påfølgende reduksjon. På den annen side er den norske flåten den meste moderne som vitner om en høy grad av kompetanse. Det gjør det mulig å utvikle den maritime teknologien videre. Dette er et verdifullt konkurransefortrinn som ikke kan forventes å forsvinne med det første.

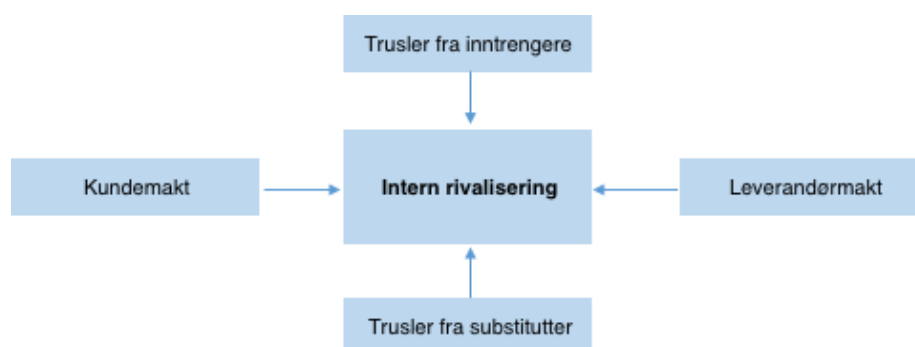
Dersom det kommer en konsolideringsbølge, kan dette få konsekvenser for de maritime klyngene ved at hjørnesteinsbedrifter blir relokalisert. Det kan føre til en redusert attraktivitet. Eierskapsstrukturen i næringen vil i så tilfelle gå fra mange små familierederier til færre, men større aktører. Investeringsmulighetene i dagens marked fører til en økt eierskapsattraktivitet for både nasjonale og internasjonale aktører, med utgangspunkt i

rederienes lave markedsverdi. Færre aktører vil følgelig føre til en lavere konkurranse, som vil gå ut over innovasjons- og utviklingspresset (Reve & Sasson, 2012).

4.3 Konkurransanalyse (Porters fem krefter)

En av de vanligste formene for ekstern analyse er analysen ”Porters fem krefter”. Harvard-økonomen Michael E. Porter tok i 1980 utgangspunkt i fem ulike krefter som sammen former konkurransen i en spesifikk bransje (Johnson, Whittington, & Scholes, 2012). Analysen ble opprinnelig utviklet for å fastslå om nye produkter og tjenester har et lønnsomhetspotensiale.

Porters fem krefter er med på å skape en dypere forståelse av bransjen og de forholdene som påvirker den. Dette for å undersøke hvordan selskapet bør posisjonere seg for å skape og bevare mest mulig verdi (Johnson, Whittington, & Scholes, 2012). Analysen gjennomføres ved å vurdere inngangsbarrierer til markedet, trusselen fra substitutter, leverandører- og kunders forhandlingsmakt, samt rivaliseringen blant de eksisterende bedriftene i bransjen.



Figur 16: Porters fem krefter

4.3.1 Etableringstrussel fra inntrengere

Innen offshore servicenæringen skilles det mellom seks ulike hovedkilder til inngangsbarrierer. I det følgende vil skal stordriftsfordeler, kapitalintensivitet, distribusjonskanaler, produkt differensiering, myndigheters politikk og eventuelle andre ulemper gjøres rede for og drøftes.

Stordriftsfordeler

For å opprettholde et ønsket kostnadsnivå er det avgjørende med en viss størrelse på rederiets flåte. Det er ønskelig at faste kostnader relatert til støttefunksjoner som regnskap, forsikring, operasjon, befraktning, inspeksjon og IT fordeles over flere skip. Rederiene

ønsker å fordele kostnadene på flere skip. Dette ser en eksempler på ved konsolidering i næringen. Dermed oppnås stordriftsfordeler ved at rederiene bedre kan kontrollere kostnadene, og i større grad kan regulere markedet gjennom å tilpasse tilbudet.

Kapitalintensivitet

Offshore servicerederier opererer i en svært kapitalintensiv næring, og barrierene forbundet med nyetableringer relaterer seg ofte i stor grad til kapital. Kostnadene forbundet med å bygge skip varierer med type skip, hvilken teknologi som benyttes og hvor de bygges.

Mangel på kapital i seg selv har ikke alltid vært den største inngangsbarrieren. Bildet i næringen er nå annerledes. På grunn av høy gjeldsgrad, negativ kontantstrøm og lav kontraktsdekning har ikke de ulike kapitaltilbyderne som for eksempel banker og obligasjonsutstedere lenger samme villighet til å tilby lån til rederiene. Aktiviteten i obligasjonsmarkedet er i praksis ikke til stede, jamfør delkapittel 2.1.7. På grunn av lavkonjunkturen næringen nå befinner seg i kan ikke lenger aktørene utstede nye obligasjonslån for å hente ny kapital, ettersom de potensielle obligasjonseierne kan kjøpe allerede eksisterende obligasjonsrettigheter til rabatterte priser i annenhåndsmarkedet. Mangelen på kapital har ført til at eierne av rederiene har bidratt med mer egenkapital for å kunne utvide banklånene eller utsette avdragene.

Dagens markedssituasjon krever restruktureringer av lån, der en gjengående løsning er konvertible lån som gjør det mulig for låntaker å konvertere lån til aksjer i løpet av en gitt tidsperiode. Et eksempel på dette var når DOF fikk halve obligasjonsgjelden sanert ved innhenting av ny egenkapital. Restgjelden har videre blitt omgjort til et subordinert konvertibelt obligasjonslån, jamfør kapittel 2.3

Den sykliske naturen i næringen virker derfor som en inngangsbarriere for nyetableringer. I tillegg gir den sykliske naturen insentiv og muligheter for fiendtlige overtakelser av rederier. Dette skjer blant annet ettersom rederiene er lavt priset og at kjøp av obligasjonsgjeld er anonymisert. Videre vil denne anonymiteten gjøre det vanskelig å skjerme seg fra oppkjøp. Dette er Solstad sin fusjon med Rem et eksempel på, jamfør delkapittel 2.2.5.

Distribusjonskanaler

Offshore servicenæringen har et høyt kompetansenivå og en høy innovasjonsaktivitet. De siste tiårene har det vært en sterk utvikling i den maritime næringen, spesielt på Vestlandet. Den maritime klyngen gir flere ulike synergieffekter som for eksempel innovasjonspress

gjennom sterk intern konkurranse og økt tilgang på faktorressurser som fører til mange positive eksternaliteter, jamfør kapittel 4.2.

Produktdifferensiering

Tjenestene som tilbys i næringen er i hovedsak segmentert gjennom skipstype. Som nevnt under delkapittel 2.1.2 benyttes inndelingen PSV, AHTS og CSV.

PSV-segmentet er det minst kapitalkrevende segmentet. Skipene leverer standardiserte tjenester, men varierer i størrelse og kapasitet. PSV-segmentet er minst produktdifferensiert og de fleste rederiene leverer tilsvarende skip som Solstad.

AHTS-segmentet er et mer kapitalkrevende segment. Skipene tilbyr mer teknisk utstyr ombord og har høyere motorkraft. Etterspørselen etter ankerhåndteringsskip vil variere med de tekniske spesifikasjonene i større grad enn for de tradisjonelle PSV-skipene.

CSV-segmentet er det mest spesialiserte og differensierte segmentet i bransjen. Skipene innehar spesialisert utstyr og tilpasses ofte spesifikke oppdrag. Dette segmentet er det mest kapitalkrevende av de tre, og har en høyere grad av produktdifferensiering.

Utgangsbarrierer

Ettersom kjøp og salg av skip ikke har effekt på det totale tilbudet i markedet må en vurdere utgangsbarrierene med utgangspunkt i den gjenværende økonomiske levetiden til flåten. Ifølge statistikk fra SSB er den norske offshoreflåten ung hvor hele 85 prosent av skipene har en alder fra null til 14 år (SSB, 2016b). Normalt regnes økonomisk levetid for offshore serviceskip til rundt 30-35 år. Dette innebærer at eventuell skraping av skip ikke vil ha noen særlig effekt på tilbudssiden til markedet med det første.

Derfor regnes utgangsbarrierene i næringen som høy.

Konklusjon

Til tross for at næringen er kapitalintensiv har tilgangen på kapital vært god frem til oljeprisfallet startet i slutten av 2014. Det hadde frem til da vært en attraktiv næring for investorer og kreditorer. Likevel viser analysen at utgangsbarrierene er høy i og med at næringen kun får redusert den totale tonnasjen ved å skrape skip. Et slikt marked kjennetegnes av ustabil og lav inntjening (Løwendahl, Wenstøp, Fjeldstad, Kvålshaugen, & Lunnan, 2012).

På bakgrunn av utsiktene til vedvarende overkapasitet i markedet vil ikke de økte inngangsbarrierene føre til høyere inntjening. Med høy overkapasitet og lav inntjening vil nye investorer og kreditorer være negative til å investere i næringen.

Ettersom de ulike skipssegmentene vil ha ulik grad av inngangsbarrierer vil rederienes flåtesammensetning ha stor betydning for graden av trusler fra inntrengere i næringen.

4.3.2 Trusler fra substitutter

Substitutter er produkter eller tjenester som kan fylle kundens behov etter bransjens produkter eller tjenester. Solstad leverer homogene tjenester til sine kunder. Innad i de ulike skipssegmentene kan de ulike skipene til dels være substitutter for hverandre. Enkelte AHTS-skip kan brukes til forsyningsoppdrag, som i utgangspunktet er en tjeneste som blir utført av PSV-skip. Det finnes ingen nære substitutter til offshore serviceskip.

Trusselen fra substitutter i næringen anses derfor som lav.

4.3.3 Kunders forhandlingsmakt

I den maritime næringen vil kundenes forhandlingsmakt variere med de sykliske konjunktorene. I nedgangstider, som nå, vil kundene normalt ha større forhandlingsmakt, ettersom lavere aktivitet medfører økt ledig kapasitet hos rederiene. Dette gjenspeiles i dagens marked gjennom lave rater, terminering av kontrakter og nybygg, og flere skip i opplag, jamfør delkapittel 2.1.8.

En høykonjunktur vil føre til økt aktivitet, som igjen fører til at flere skip blir sysselsatt. I et slikt marked kan rederiene operere med høyere dagrater og lengre kontrakter, som igjen vil være med på å sikre rederiene mot lavere aktivitet.

Kundenes forhandlingsmakt er vurdert til å være høy på nåværende tidspunkt.

4.3.4 Leverandørers forhandlingsmakt

Leverandørens forhandlingsmakt skapes av høy produkt differensiering, høye byttekostnader og få leverandører. Solstad sine leverandører kan deles inn i arbeidskraft, verft, og underleverandører som leverer utstyr og spesialiserte tjenester.

Arbeidskraft

Tilgangen på kunnskapsrik og erfaren arbeidskraft har vært en av driverne for utviklingen i næringen. Høy aktivitet og kompetanse har ført til et høyt lønnsnivå. Den negative

utviklingen i oljeprisen har ført til en lavere aktivitet. Lønnsreduksjon, oppsigelser og permitteringer har vært nødvendige for å kutte kostnader hos mange av rederiene. Konkurransen fra utenlandsk arbeidskraft har vært tiltakende. Utenlandske arbeidere kan levere den samme arbeidskraften til en lavere kostnad, jamfør delkapittel 2.1.3.

Verft

Høy grad av kompetanse og innovasjon blant norske verft har ført til at de kan levere tekniske og spesialisert skip. På det norske markedet er det flere aktører og byttekostnadene er lave. De ulike verftene konkurrerer basert på hvem som kan levere de mest innovative produktene og tjenestene til rederiene. Dette fører til at produktdifferensieringen er lav i den norske næringen. Det er også slik at graden av leverandørenes makt henger sammen med konjunktursvingningene i næringen. I gode tider hvor verftene har fulle ordrebøker vil de normalt ha en høyere grad av forhandlingsmakt enn i dårlige tider.

Dagens konjunktursituasjon tatt i betraktning, anses verftenes leverandørmakt for å være lav.

Underleverandører

Underleverandørene består av leverandører av teknisk utstyr, ulike konsulenttjenester og designtjenester. Gruppen kjennetegnes av en rekke aktører. Det er en lav grad av byttekostnader og produktdifferensiering blant underleverandørene. Likevel skilles designtjenestene ut, hvor produktdifferensieringen finner sted ved at de konkurrerer om å levere de mest innovative tjenestene.

Leverandørmakten vurderes som lav for underleverandørene.

4.3.5 Rivalisering mellom eksisterende bedrifter

Solstad opererer i en konkurranseutsatt næring hvor flere rederier leverer homogene tjenester. Felles for alle offshore servicerederier er deres høye grad av kapitalbinding og lange levetid på skip. I perioder med lav aktivitet vil konkurransen om kontrakter være sterkere enn i perioder med høy aktivitet.

I dagens marked gjenspeiles dette gjennom de lave ratene og de mange skipene som opererer i spotmarkedet. På grunn av høy gjeldsgrad og lav markedsverdi på skip er det vanskelig for rederiene å redusere kapasiteten i markedet, med andre ord eksisterer det høye utgangsbarrierer. I PSV-segmentet finner en nå eksempler på at ratene har falt til så lave nivåer at det ikke dekker rederienes variable kostnader. Kaldestad og Møller forklarer dette

med at kostnadene ved å legge skip i opplag er så store at det kun er aktuelt dersom rederiene tror ratene vil ligge under de variable kostnadene over lang tid (Kaldestad & Møller, 2011). Dette reflekteres i dagens marked, jamfør delkapittel 2.1.5.

I et marked med høy aktivitet vil ordrebookene for verft fylles opp for de kommende årene. En mulig komplikasjon vil da følgelig være at på tiden fra bestilling til levering, som gjerne er to til tre år, kan markedet ha snudd, jamfør delkapittel 2.1.5. Ved kontrahering av skip til oljerelatert næring på norsk sokkel vil Solstad og andre norske offshore servicerederi ha et konkurransefortrinn versus utenlandske aktører. På bakgrunn av de norske rederienes sitt fokus på kvalitet, innovasjon og sikkerhet.

Likevel vil den høye graden av rivalisering mellom rederiene begrense lønnsomheten, og utgjør derfor en trussel.

4.3.6 Oppsummering Porters fem krefter

Analysen viser at høye utgangsbarrierer og trusler fra inntrengere, kombinert med høy grad av kundemakt fører til lavere lønnsomhet. Høye utgangsbarrierer resulterer i at rederiene ikke tilpasser seg et lavere tilbuds nivå hurtig nok. Disse faktorene er alle med på å skape en høy grad av intern rivalisering blant rederiene i bransjen.

4.4 Funn i ekstern analyse

Offshore servicerederiene blir i stor grad påvirket av de ulike eksterne faktorene som former rammebetingelsene til næringen. Spillereglene er dynamiske og rederiene må hele tiden tilpasse seg de skiftende omgivelsene. Det fremkommer også ganske tydelig at prisen på petroleum er svært viktig for aktiviteten i næringen og økonomien generelt. Internasjonalt er det tegn på at det har blitt mer vanlig å føre en mer proteksjonistisk handelspolitikk, som kan påvirke handlingsrommet globalt.

Den maritime klyngen i Norge er et nasjonalt forhold som har ført til et konkurransefortrinn for næringen generelt sett. Det har gitt grobunn for økt kompetanse gjennom blant annet en høy intern rivalisering og et høyt innovasjonspress. Nedgangskonjunktoren kan føre til at verdien av den norske maritime klyngen reduseres ettersom rederiene i mindre grad vil kontrahere nye skip. Det vil føre til en lavere aktivitet, færre arbeidsplasser og mindre innovasjonspress.

På den annen siden har næringen høye utgangsbarrierer, en sterk intern rivalisering mellom offshore servicereideriene, ingen aktuelle substitutter, leverandørene sin forhandlingsmakt er lav, mens kundene har en høy forhandlingsmakt på inneværende tidspunkt.

Det antas at det akkumulert ikke foreligger en bransjefordel for Solstad. I tråd med Knivsflå (2016) sin verdivurderingsteori tilfaller det dermed ingen superprofitt til Solstad gjennom næringen.

4.5 Intern analyse (VRIO)

Formålet med den interne analysen er å kartlegge virksomhetens interne styrker og svakheter. Alle ressursene vurderes opp mot bransjegjennomsnittet for å undersøke om disse styrker eller svekker selskapets konkurransefortrinn. Analysen ønsker også å undersøke om fordelene eller ulempene er av varig, eller midlertidig art. Det tas utgangspunkt i Barney (2011) sin inndeling av ressurser i følgende fire kategorier.

Fysiske ressurser omfatter fysisk teknologi, kontorlokaler, utstyr, geografisk lokalisering, og tilgangen til råvarer.

Finansielle ressurser omfatter den finansielle stillingen til selskapet. Dette kan beskrives som tilgangen til kapital som selskapet skal benytte for å implementere og utvikle strategier.

Humankapital består av kompetanse, erfaring, ferdigheter, innsikt og annen kunnskap som ledelse og øvrige ansatte innehar.

Organisatoriske ressurser omfatter selskapsstruktur, omdømme og selskapskultur. Humankapital omhandler enkeltindividers egenskaper, mens de organisatoriske ressursene omfatter en gruppes egenskaper. Dette er ofte en unik ressurs for selskapet, og den viser seg ofte vanskelig å imitere.

VRIO-rammeverket benyttes for å undersøke om et selskaps ressurser og muligheter er med på å skape en strategisk fordel gjennom en ressursfordel. En ønsker videre å avdekke hvor bærekraftig den er, og hvordan den oppstår (Barney, 2011). For å inneha en strategisk fordel må selskapet ha ressurser som er verdifulle, sjeldne, vanskelige å imitere, og organiserte. Et selskap har en verdifull ressurs dersom den muliggjør at selskapet kan utnytte seg av muligheter eller forsvare seg mot trusler.

4.5.1 Fysiske ressurser

Flåte

Målt i antall skip er Solstad en stor aktør blant verdens offshore servicerederier. Selskapets flåte består av 44 hel- og deleide skip, fordelt mellom skipssegmentene PSV, AHTS og CSV. Gjennomsnittsalderen for CSV, AHTS og PSV er henholdsvis 8.1, 11.1 og 10.6 år, ekskludert skip under bygging. Rederiets retningslinjer tilsier at skip skal avskrives over en periode på 20 år. De siste to årene har rederiet redusert flåtestørrelsen for å tilpasse driften markedsforholdene (Solstad Offshore ASA, 2016a). I den forbindelse lå det per 30.06.2016 totalt 13 skip i opplag, jamfør delkapittel 2.1.3.

Rederiet har en moderne og teknologisk avansert flåte. Den maritime klyngen på Vestlandet har gjort det mulig å kombinere ulike typer kunnskap med ulike ressurser, jamfør kapittel 4.2. Solstads målsetning om å være en ansvarsfull og miljøbevisst aktør hvor enn de opererer i verden er godt forankret i rederiets samfunnsansvar, samt gjennom deres eget energibesparende tiltaksprogram Solstad Green Operations (Solstad Offshore ASA, 2015b).

Skipsflåten til Solstad skiller seg positivt ut sammenlignet med konkurrentene på flere områder. Blant annet er rederiet i likhet med DOF godt posisjonert innen CSV-segmentet sammenlignet med de øvrige konkurrentene. Likevel er en teknologisk avansert og ung flåte. Dette er noe alle selskaper kan tilegne seg på sikt.

Basert på de overnevnte faktorene anses Solstad sin flåte som en verdifull ressurs for rederiet. Flåten er ikke sjelden ettersom flere konkurrerende rederier har tilsvarende flåter som opererer i de samme områdene.

Skipsflåten til Solstad er vurdert som en ressurs som gir konkurransemessig paritet.

Geografisk lokalisering

Solstad har hovedkontor i Skudeneshavn på Karmøy. Den maritime klyngen i Norge er lokalisert langs kysten med ulike maritime tyngdepunkt fra Trondheim til Oslo, jamfør kapittel 4.2. Solstad hører inn under klyngen Haugaland og Sunnhordaland. Solstad er sentralt lokalisert med tanke på utstyrleverandører, verft og annen type offshore virksomhet.

Videre har selskapet internasjonale kontorer i byene Singapore, Rio de Janeiro, Aberdeen, Perth og Makati City på Filippinene (Solstad Offshore ASA, 2016a). Kontorene sørger for

nærhet til de ulike internasjonale markedene, både for eksisterende og potensielle kunder. Dette fører til økte kostnader for drift og etablering, men samtidig reduserte reisekostnader.

Solstads geografiske lokalisering er en verdifull ressurs for selskapet. DOF, Rem, Siem og Farstad har alle flere internasjonale kontorer. Med andre ord er ikke dette en sjelden ressurs, og den er imiterbar. For Solstad er det verdifullt å være lokalisert langs Vestlandet med nærhet til utstyrsleverandører og annen offshorenæring.

Det legges til grunn at Solstads geografiske lokalisering gir konkurransemessig paritet.

4.5.2 Finansielle ressurser

Egenkapitalandel

Per 31.12.2015 hadde Solstad en egenkapitalandel på 22,59 prosent, mot bransjegjennomsnittet på 23,20 prosent, jamfør kapittel 6.2. Det er verdt å bemerke at nøkkeltallet kan være misvisende ettersom de sammenlignbare selskapene fastsetter nedskrivningsvurderinger på ulike grunnlag. Nedskrivninger har direkte påvirkning på selskapets egenkapitalandel og er i så måte svært relevant i dagens markedssituasjon.

Forfall av gjeld

De ulike selskapenes årsrapporter gir informasjon om forfall av gjeld. Rederiene opplyser om gjeldsfordelingen på en svært ulik måte. Derfor vurderes det som lite hensiktsmessig å foreta noen videre sammenligning.

Obligasjonsgjeld

En stor del av veksten i bransjen er finansiert gjennom sikrede og usikrede obligasjonslån, jamfør delkapittel 2.1.7. Samtlige av de konkurrerende rederiene i analysen har utelukkende usikrede obligasjonslån. Av den grunn blir dette undersøkt nærmere i den videre analysen. De usikre obligasjonslånene utgjør en mindre del av selskapenes totale gjeld, likevel er det store beløp som forfaller innen kort tid, og det krever en stor del av rederienes likviditet. For å vurdere disse obligasjonslånene vil markedspriser benyttes, jamfør tabell fem.

Solstad hadde ved inngangen til 2016 to obligasjonslån til forfall. Ingen av disse obligasjonslånene hadde avdrag før forfallsdato. Lånet på NOK 700 millioner ble innfridd i februar 2016, mens det andre lånet ikke forfaller før februar 2019 (Solstad Offshore ASA, 2016a). Obligasjonslånet SOFF04 var sist omsatt på Oslo Børs den 01.09.2016 for 64 prosent av pålydende. Som det fremgår av tabell seks er samtlige av obligasjonslånene priset

langt under pålydende. Gjennomsnittlig prising utgjorde 44 prosent. Siem og DOF er ikke inkludert i tabellen ettersom de ikke har utestående obligasjonsgjeld notert på Oslo Børs. DOF hadde tre utestående obligasjonslån på totalt NOK 2.100 millioner den 05.08.2016. Halve beløpet ble sanert, og restgjelden har videre blitt omgjort til et subordinert konvertibelt obligasjonslån, jamfør kapittel 2.3.

Selskap	Lån/Instrument	Pålydende (MNOK)	Forfallsdato	Sist omsatt	Prising
Solstad	SOFF04	kr 1,000	Feb-19	01/09/2016	63.9 %
Rem	REM04	kr 350	Mar-18	01/07/2016	40.0 %
	REM05	kr 500	Sep-19	19/10/2016	33.0 %
Farstad	FAR03	kr 400	Feb-17	18/10/2016	43.5 %
	FAR04	kr 1,000	May-18	22/08/2016	39.9 %
Gjennomsnitt					44.1 %

Tabell 5: Oversikt prising og forfall på obligasjonsgjeld (Oslo Børs, 2016)

Informasjonen i tabell fem indikerer at investorene har en relativt lav tiltro til at selskapene klarer å oppfylle lånebetingelsene. I tillegg kan den lave prisingen skyldes den lave dekningsprosenten ved mislighold i de nevnte selskapene. Solstad sin obligasjonsgjeld prises vesentlig høyere enn konkurrentene og dette kan tyde på at investorenes tillitt til rederiet er god i forhold til næringen for øvrig.

De finansielle ressursene er en verdifull ressurs for Solstad. Rederiets finansielle stilling er imidlertid ikke sjelden, da flere av konkurrentene har en lignende finansieringsstruktur.

Det konkluderes med at deres finansielle ressurser gir en midlertidig konkurransemessig fordel.

4.5.3 Humankapital og organisatoriske ressurser

Administrasjon og ledelse

Solstad ledes og driftes fra hovedkontoret i Skudeneshavn på Karmøy, jamfør kapittel 2.2. Flere i selskapets ledelse har lang fartstid i rederiet. CEO Lars Peder Solstad er også eier i selskapet. Ledelsen kjennetegnes av bred internasjonal erfaring, solid kompetanse og høy akademisk utdanning. For å undersøke eventuelle ledelsesforskjeller vurderes Solstad og de konkurrerende rederienes kontraktsdekning på deres respektive flåter.

	Opsjoner	2016	2017	2018	2019	2020
Solstad	Eksklusiv	55%	32%	14%	7%	
	Inklusiv	59%	41%	39%	32%	
Rem	Eksklusiv	11%	6%	6%		
	Inklusiv	28%	17%	17%		
Farstad	Eksklusiv	33%	23%	14%	9%	7%
	Inklusiv	47%	37%	30%	25%	14%
DOF	Eksklusiv					
	Inklusiv	79%	50%			
Siem	Eksklusiv					
	Inklusiv	52%	37%	28%		
Gjennomsnitt		46%	30%	21%	18%	11%

Tabell 6: Kontraktsdekning med og uten opsjoner (Solstad Offshore ASA, 2016a) (Rem Offshore ASA, 2016) (DOF ASA, 2016) (Siem Offshore ASA, 2016) (Farstad Shipping ASA, 2016a)

Fargene i tabell seks indikerer forskjellen mellom kontraktsdekningene til de ulike rederiene. Grønn, gul og rød betyr en kontraktsdekning innenfor intervallene på henholdsvis 50 til 100 prosent, 25 til 49, og null til 24 prosent.

Tabellen illustrerer dels store forskjeller i kontraktsdekning for selskapene, og er bygget på offentlig tilgjengelig informasjon. Det antas at kontraktsdekning oppgitt av DOF gjelder inklusive opsjoner ettersom dette ikke er spesifisert i verken årsrapport eller kvartalsrapporter. Hvorvidt rederiene sine skip opererer i spotmarkedet eller periode markedet er en annen forskjell som fremkommer ganske tydelig. Rem har hatt en klar strategi inn mot spotmarkedet, noe som straffer rederiets inntjening i en nedgangskonjunktur. Solstad har fokusert på langsiktige kontrakter, noe som sørger for en mer stabil inntjening. Det gjør de i så måte bedre finansielt rustet for eventuelle refinansieringssamtaler enn andre konkurrerende rederier.

Det er viktig å påpeke at sammenligningen har svakheter, ettersom det blant annet mangler informasjon for Rem, DOF og Siem for årene 2019 til 2020. I tillegg er det slik at verdien av opsjonene er begrenset i den forstand at de gir kunden rett, men ikke plikt til å benytte seg av dem. Solstad sin fremtidige kontraktsdekning er på linje med gjennomsnittet i analysen. En stor andel av de fremtidige kontraktene gjelder rederiets CSV-skip. Utnyttelsesgraden for CSV-segmentet var på 87 prosent i andre kvartal 2016, jamfør delkapittel 2.2.3. Det tilsvarer omtrent 64 prosent av de totale fraktinntektene til rederiet, jamfør delkapittel 2.2.4. Dette viser at ledelsens proaktive strategi har fungert på en god måte.

Solstad sin administrasjon er en verdifull ressurs for rederiet. Imidlertid kan solid kompetanse og bransjeinnsikt imiteres over tid, og er også noe flere av de andre rederiene allerede innehar. En kan av den grunn ikke karakterisere rederiets administrasjon og ledelse som en sjelden ressurs.

Det konkluderes med at rederiets administrasjon og ledelse gir en midlertidig konkurransemessig fordel.

Mannskap

En attraktiv næring er avgjørende for å kunne rekruttere og beholde kvalifisert arbeidskraft, som skal sikre kvalitet og videre innovasjon. Et viktig utviklingstrekk i den forbindelse er at mannskapet deler kunnskap og erfaring med hverandre. I likhet med flere andre offshore servicerederier har Solstad det siste året vært nødt til å redusere kostnadene. Ved bruk av oppsigelser, lønnskutt og permitteringer kan de risikere å miste verdifull humankapital til andre næringer. Samtidig som dette vil gå ut over opplæringsplasser som representerer den fremtidige kompetansen.

Mannskapet vurderes for å være en verdifull ressurs for Solstad. Imidlertid er det slik at humankapital ikke gir noen garanti for en varig ressursfordel. Hver enkelt ansatt kan ta med seg sin unike kunnskap og forlate bedriften.

Det konkluderes med at mannskapet i Solstad er en ressurs som gir konkurransemessig paritet.

4.5.4 Oppsummering VRIO

Tabell syv presenterer funnene i VRIO-analysen. Tabellen gir en oversikt over om de enkelte ressursene gir et konkurransefortrinn og dermed en strategisk fordel.

	Verdifull	Sjelden	Imiterbar	Organisert	Styrke/svakhet	Utfall
Fysiske ressurser						
Flåte	Ja	Nei	Ja	Ja	Styrke	Konkurransemessig paritet
Geografisk lokalisering	Ja	Nei	Ja	Ja	Styrke	Konkurransemessig paritet
Finansielle ressurser						
	Ja	Nei	Ja	Ja	Styrke	Midlertidig konkurransefordel
Humankapital						
Administrasjon og ledelse	Ja	Nei	Ja	Ja	Styrke	Midlertidig konkurransefordel
Mannskap	Ja	Nei	Ja	Ja	Styrke	Konkurransemessig paritet
Kontraksdekning	Ja	Nei	Ja	Ja	Styrke	Konkurransemessig paritet

Tabell 7: Funn i analysen, VRIO

Analysen viser at Solstad oppnår konkurransemessig paritet på alle områder med unntak av de finansielle ressursene og for rederiets ledelse. Deres finansielle stilling er bedre enn gjennomsnittet i næringen. Det illustreres gjennom rederiets egenkapitalandel, prising av obligasjonsgjeld, samtidig at obligasjonslånet ikke forfaller før i februar 2019. Til tross for dette regner vi Solstad som et gjennomsnittlig selskap i næringen. Rederiet besitter ingen ikke-imiterbare ressurser og i så måte vil det ikke være mulig å generere noen varig konkurransemessig fordel.

4.6 SWOT

Hovedformålet med en SWOT-analyse er å avdekke de interne styrkene og svakhetene til selskapet, samt de eksterne mulighetene og truslene. Samlet kan en si at disse faktorene utgjør selskapets strategiske posisjon. Analysen baserer seg på sentrale funn i PESTEL, den maritime klyngen, Porters fem krefter og VRIO. Samlet vil dette gi et helhetlig bilde av Solstad sin strategiske posisjon.

<p style="text-align: center;">Styrker</p> <ul style="list-style-type: none"> - Finansielle ressurser - Rederiets ledelse - Høy andel CSV-skip 	<p style="text-align: center;">Muligheter</p> <ul style="list-style-type: none"> - Oppkjøp og konsolidering - Høyere aktivitet - Reduserte sanksjoner
<p style="text-align: center;">Svakheter</p> <ul style="list-style-type: none"> - Lav kontraktsdekning for PSV/AHTS - Høy finansiell gjeldsgrad 	<p style="text-align: center;">Trusler</p> <ul style="list-style-type: none"> - Økte sanksjoner - Redusert aktivitet - Kompetanseflykt

Figur 17: SWOT-analyse

Solstad har en finansiell stilling som er bedre enn gjennomsnittet til de sammenlignbare rederiene i analysen. De har blant annet et obligasjonslån som ikke forfaller før i februar 2019, jmfør delkapittel 2.2.4. I tillegg har rederiet en ny sterk eier som har tilført kapital øremerket fremtidig vekst og ekspansjon, jmfør delkapittel 2.2.5. Videre er rederiets ledelse vurdert som en styrke. Dette reflekteres blant annet ved strategiske satsingen mot CSV-segmentet.

Lav kontraktsdekning for PSV og AHTS-segmentet er en svakhet for Solstad de kommende årene. Dette er ikke unikt i analysen, men er likevel en faktor som bør påpekes. Vedvarende lav aktivitet vil i så måte være svært negativt for rederiet, og næringen forøvrig. Til tross for

at rederiets finansielle ressurser er vurdert som en styrke har Solstad en høy finansiell gjeldsgrad. Dette kan bli vanskelig å betjene hvis ikke markedssituasjonen endrer seg.

Rederiets muligheter er mange. Med midler øremerket vekst vil det gi gode muligheter for ekspansjon og konsolidering, jamfør delkapittel 2.2.5. I tillegg vil makroøkonomiske forhold som øker aktiviteten i næringen kunne påvirke Solstad positivt. Rederiet kan også vurdere andre driftssegmenter offshore dersom teknologisk utvikling åpner for dette. Ny teknologi gir mange muligheter, for eksempel offshorevindmøllerparker og bølgekraft. En annen potensiell mulighet for Solstad er lettelse i sanksjoner mot land som Kina og Russland. Dette vil kunne gi nye geografiske markeder og øke aktiviteten i næringen.

Solstad står i dagens markedssituasjon ovenfor flere potensielle trusler. Sanksjoner og handelshindringer vil kunne påvirke aktiviteten i næringen negativt, og avgrense selskapenes operasjonsområder geografisk. Negativ utvikling i makroforhold vil føre til vedvarende lav aktivitet i næringen. Oppsigelser og lavere lønninger vil kunne medføre at Solstad mister kunnskapsrik og erfaren kompetanse til andre næringer, jamfør kapittel 4.2.

5. Regnskapsanalyse

I dette kapittelet er hensikten å analysere de underliggende økonomiske forholdene for å tilegne innsikt og kunnskap om rederiets historie, dagens tilstand og de fremtidige finansielle prospektene. Det vil i den forbindelse først gjennomføres en ”trailing” av den resterende perioden for regnskapsåret 2016. Deretter vil regnskapene omgrupperes slik at de er mer tilpasset en investororientert analyse. Det gjøres for å gi et mer korrekt bilde av virksomheten sin drift. Funnet i regnskapsanalysen skal sammen med funnene i den strategiske analysen brukes til å vurdere de fremtidige utsiktene til rederiet.

5.1 Rammeverk for regnskapsanalyse

Rammeverket til Knivslå (2016) for regnskapsanalyse kan deles inn i fire ulike steg:

1. *Trailing av årsregnskap for inneværende regnskapsår*
2. *Omgruppering av finansregnskapet*
3. *Analyse og justering av vesentlig målefeil*
4. *Kartlegging av underliggende økonomiske forhold ved analyse av forholdstall*

I forkant av analysen må det tas stilling til et par sentrale faktorer som legger føringer for den videre utredningen: (1) valg av analysenivå, (2) valg av analyseperiode og (3) valg av komparative rederier.

Valg av analysenivå

Det første spørsmålet det må tas stilling til er hvorvidt analysen skal gjelde konsernnivå eller selskapsnivå. Vanligvis vil det være hensiktsmessige å analysere på et konsernnivå når virksomheten har en tett integrert organisasjonsstruktur, som operer under relativt like forhold. Ifølge Kaldestad og Møller (2011) skal i tillegg ulike virksomhetsområder også vurderes hver for seg.

På den annen side vil et konsern bestående av selskaper som er spredt geografisk og operativt under forskjellige valutakoder og jurisdiksjoner, vil det av praktiske årsaker være mer naturlig å skille disse virksomhetene fra hverandre i analysen. Kvaliteten i analysen vil bli lavere hvis en standardiserer regnskapsdata som avhenger av vidt forskjellige drifts- og konkurranserammevilkår.

Solstad opererer i tre ulike driftssegmenter på ulike geografiske markeder globalt. Utfordringene og utviklingen i de ulike segmentene er forskjellig, jamfør delkapittel 2.1.3, som indikerer at verdien av segmentene endrer seg ulikt. Ifølge Knivsflå (2016) vil det være mest hensiktsmessig å analysere segmentene hver for seg, uavhengig av organisasjonsstruktur. Dette er en såkalt ”*Sum-of-Parts Valuation*”:

$$VEK = \sum \text{Verdi forretningsområde} + \text{Verdi konsernfunksjoner}$$

Denne metoden avhenger av tilgang på detaljert informasjon om de ulike segmentene. I utgangspunktet skal de børsnoterte rederiene, og rederiene som rapporterer etter den internasjonale regnskapsstandarden IFRS, gjøre rede for denne type informasjon. Hvordan dette rapporteres varierer imidlertid i stor grad. Ofte er den fremlagte informasjonen mangelfull, som gjør den lite hensiktsmessig å anvende i analysen (Kaldestad & Møller, 2011).

I note fire i årsregnskapet for 2015 fremlegger Solstad driftsresultat for de ulike segmentene (Solstad Offshore ASA, 2016a). Informasjon som er med på å forklare underliggende forhold knyttet til de ulike variablene er imidlertid ikke inkludert, som medfører at informasjonen er lite anvendelig. Rapporteringen har blitt mer fyldig med årene, men er fortsatt ikke tilstrekkelig for å kunne anvende i en Sum-of-Parts Valuation.

I utredningen analyseres derfor Solstad på konsernnivå.

Valg av analyseperiode

Hvorvidt en skal anvende en lang eller kort analyseperiode avhenger av den relevante næringens utvikling over tid. For typisk stabile næringer vil det være hensiktsmessig å anvende en tidshorisont på opp til ti år, som vil gi en god basis for videre forholdstallsanalyse (Knivsflå, 2016). Dersom et selskap har vokst mye med nye virksomhetsområder i løpet av de siste årene, vil bare de seneste årene sin historikk være representativt for fremtiden. I tillegg er det viktig å ta hensyn til om næringen er syklisk. Hvis det er tilfellet bør analyseperioden være så lang at den både fanger opp- og nedturen i økonomien. Det er i den forbindelse viktig å understreke at det er et forhold som gjør at historikken kan være mindre representativ og derfor må bli tatt hensyn til gjennom korrigeringer i analysen.

Solstad operer i en syklisk næring, jamfør delkapittel 2.1.5, som taler for at en skal anvende en lang analyseperiode. Rederiet har heller ikke satset på nye virksomhetsområder. På bakgrunn av dette er det valgt en analyseperiode på ni år (fra år 2008 til år 2016T). Dette vurderes for å være tilstrekkelig for å fange opp konjunkturedringer.

Valg av komparative rederier

De komparative rederiene som ligger til grunn for analysen er Farstad, DOF, Rem og Siem, jamfør kapittel 2.3. Dette er homogene virksomheter som varierer i størrelse.

5.2 Presentasjon av resultat- og balanseregnskap

I dette kapitlet presenteres det historiske resultat- og balanseregnskapet for perioden 2008 til 2016T. Dette er finansiell informasjon hentet fra Solstad sine års- og kvartalsrapporter. Formålet er å skape et bilde på rederiets utvikling i perioden. Alle tall er presentert i NOK millioner.

Resultatregnskap

Veksten i driftsinntekter har vært høy og stabil fra år 2008 til år 2014, før et skifte i utviklingstrenden inntraff i år 2015, jamfør delkapittel 2.2.4. Nedgangen i omsetningen skyldes hovedsakelig at næringen har gått inn i en nedgangskonjunktur med et lavere ratenivå og redusert aktivitet offshore, jamfør delkapittel 2.1.8. De ulike kostnadspostene har vokst i takt med omsetningen, med unntak av blant annet avskrivninger som har blitt redusert over hele tidsperioden. Dette skyldes i hovedsak flere skip i opplag.

I år 2015 økte driftskostnaden markant som følge av at rederiet nedskrev store verdier på skipsflåten. Ledelsen har fokusert på kostnadskutt gjennom nedbemanning, lønnsreduksjon og ved å legge skip i opplag. En kan derfor forvente at personalkostnader og andre driftskostnader vil bli redusert i år 2016 (Solstad Offshore ASA, 2016a).

RESULTATREGNSKAP - SOLSTAD OFFSHORE ASA	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
IFRS - ALLE TALL I NOK MILL								
PSV	291	296	359	402	439	441	467	372
AHTS	1,180	1,261	1,085	1,204	1,267	1,231	1,319	909
CSV	664	962	1,169	1,369	1,582	1,823	1,952	2,265
Totale fraktinntekter	2,135	2,519	2,614	2,975	3,288	3,495	3,737	3,546
Annen inntekt	74	11	3	5	74	131	143	110
Sum driftsinntekter	2,209	2,529	2,617	2,980	3,362	3,626	3,880	3,656
Personalkostnader	-608	-804	-961	-1,160	-1,225	-1,397	-1,394	-1,396
Ordinære avskrivninger	-417	-584	-446	-730	-417	-275	-275	-300
Nedskrivning av anleggsmidler								-1,346
Avskrivning balanseførte periodisk vedlikehold	-104	-145	-193	-188	-167	-157	-187	-183
Andre driftskostnader	-349	-566	-698	-750	-724	-743	-852	-900
Forsikringsoppgjør	26	33	20		25	11	16	68
Andel resultat felleskontrollert virksomhet	41	2	3	12	20	57	64	66
Sum driftskostnader	-1,412	-2,064	-2,275	-2,817	-2,489	-2,503	-2,629	-3,991
Driftsresultat	797	466	342	163	873	1,123	1,252	-335
Andel resultat tilknyttede selskaper				-2	3	6	1	-1
Renteinntekt	56	14	27	18	6	7	21	10
Annen finansinntekt	652	1,314	789	449	607	500	660	753
Rentekostnad	-315	-254	-371	-550	-524	-450	-454	-480
Annen finanskostnad	-1,334	-673	-655	-477	-512	-645	-1,334	-1,526
Netto finansposter	-941	401	-209	-562	-420	-582	-1,107	-1,244
Resultat før skattekostnad	-144	866	133	-399	366	541	145	-1,579
Skattekostnad	171	171	-114	-7	34	-56	-31	-25
Årets resultat	27	1,038	19	-407	400	485	113	-1,604
Omregningsdifferenser valuta	47	-46	-4	6	-91	77	228	303
Endringer i finansielle eiendeler tilgjengelig for salg	50	31	0	0	0	0	0	0
Totalresultat som kan reklassifiseres i senere perioder	97	-15	-4	6	-91	77	228	303
Aktuarielt tap (-)/gevinst (Estimatavvik pensjon)				-77	34	-10	-20	47
Totalresultat som ikke kan reklassifiseres i senere perioder	0	0	0	-77	34	-10	-20	47
Totalresultat	124	1,022	15	-477	343	552	321	-1,255
Resultat henført til:								
Minoritetsandel	-18.6	10.3	-29.4	-44.5	19.9	-6.2	-38.3	-23.1
Majoritetsandel	45.6	1,027.5	48.4	-362.0	380.5	491.0	151.7	-1,581.1
Totalresultat henført til:								
Minoritetsandel	-18.6	10.3	-29.4	-44.5	19.9	-6.2	-38.3	-23.1
Majoritetsandel	152.4	1,012.1	44.2	-355.6	322.8	558.2	359.2	-1,231.6
Resultat og utvannet resultat per aksje (NOK)	1.21	27.28	1.29	-9.44	9.84	12.77	3.94	-41.39

Tabell 8: Resultatregnskap Solstad henter fra rederiets årsrapporter 2008-2015

Annen finansinntekt- og kostnad skyldes valutaendringer, og gevinst- og tap av finansielle instrumenter. Det er viktig å påpeke at Solstad sin høye rentekostnad skyldes en høy grad av ”gearing”, som kommer av næringens kapitalkrav til investeringer i skip. Dette er et forhold som viser seg å være problematisk ved redusert likviditet og soliditet.

Balanseregnskap

Den bokførte verdien av skipsflåten til Solstad doblet seg nesten i verdi fra 2008 til 2010. Det kan forklares med at rederiet bevisst har satset på CSV-skip, som er det mest kapitalkrevende segmentet, jamfør delkapittel 2.1.2. I 2015 blir den samlede skipsflåteverdien redusert gjennom nedskrivning av de varige driftsmidlene, som følge av reduserte meglereestimater-/markedsverdi (Solstad Offshore ASA, 2016a).

BALANSEREGNSKAP EIENDELER	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
IFRS - ALLE TALL I NOK MILL								
Langsiktige eiendeler								
Immaterielle eiendeler								
Utsatt skattefordel	24		17	43	115	59	62	38
Sum immaterielle eiendeler	24	0	17	43	115	59	62	38
Anleggsmidler								
Skip og skip under bygging	7,290	9,679	13,490	13,618	12,401	11,888	14,460	13,467
Balanseført periodisk vedlikehold	202	177	252	235	246	230	290	271
Andre driftsmidler	33	29	28	23	18	19	23	28
Sum anleggsmidler	7,525	9,885	13,771	13,876	12,665	12,137	14,773	13,766
Finansielle anleggsmidler								
Investeringer i felleskontrollert virksomhet				-6	189	271	302	344
Lån til tilknyttet selskap/ felleskontrollert virksomhet				88	42	25	30	15
Investeringer i tilknyttet selskap	4	19	21	20	33	39	43	42
Investeringer i aksjer og andeler	1,083	3	5	5	5	3	3	3
Andre finansielle anleggsmidler		44	40	31	52	22	4	2
Andre langsiktige fordringer	25	23	19	30	2	50	31	2
Sum finansielle anleggsmidler	1,113	89	85	168	323	409	414	408
Sum langsiktige eiendeler	8,662	9,974	13,873	14,087	13,103	12,605	15,249	14,212
Kortsiktige eiendeler								
Beholdninger	19	39	59	60	73	69	61	57
Fordringer								
Kundefordringer	497	466	522	700	518	708	757	635
Andre kortsiktige fordringer	188	342	227	176	225	268	358	283
Sum fordringer	685	808	749	876	743	975	1,114	918
Investeringer								
Aksjer tilgjengelig for salg	17	0.3	0.3	0.3	0.4	0.5	0.4	0.2
Bankinnskudd og kontantekvivalenter	830	1,445	872	646	807	1,240	1,321	1,025
Sum kortsiktige eiendeler	1,551	2,293	1,681	1,582	1,624	2,285	2,497	2,000
Eiendeler holdt for salg			12.8	4.6		135.8		24.1
SUM EIENDELER	10,213	12,267	15,566	15,673	14,727	15,025	17,746	16,236

Tabell 9: Balanseregnskap for Solstad hentet fra rederiets årsrapporter 2008-2015

Rederiet har et obligasjonslån på NOK 700 millioner som forfaller 25.02.2016, jmfør delkapittel 4.5.2. Bankinnskudd- og kontantekvivalenter vil reduseres ved forfall og kan i så måte signalisere ett rødt flagg. Imidlertid er det finansielle presset redusert som følge av vellykkede refinansieringsplaner og inntøget av Aker på eiersiden, jmfør delkapittel 2.2.5.

BALANSEREGNSKAP EGENKAPITAL OG GJELD 2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
IFRS - ALLE TALL I NOK MILL							
Egenkapital							
Innskutt egenkapital							
Aksjekapital	76	76	76	77	77	77	77
Eqne aksjer	-0.2	-0.4	-0.4	-0.1	0.0	-0.5	-1.0
Annen innskutt egenkapital	112	112	112	112	112	112	112
Overkurs		1,542	1,542	1,654	1,654	1,654	1,654
Sum innskutt egenkapital	187	1,729	1,729	1,843	1,843	1,843	1,842
Opptjent egenkapital							
Annen egenkapital	3,495	2,883	2,836	2,634	2,824	3,161	3,304
Sum opptjent egenkapital	3,495	2,883	2,836	2,634	2,824	3,161	1,940
Minoritetsinteresser	16	19	425	61	42	49	89
Sum egenkapital majoritet	3,682	4,612	4,565	4,355	4,583	4,905	3,553
Gjeld							
Avsetning for forpliktelseser							
Utsatt inntekt	215	36	78	40	3	9	9
Pensjonsforpliktelseser					68	72	99
Andre finansielle forpliktelseser	68	10	67	52	51	34	66
Sum avsetning forpliktelseser	283	46	145	92	122	106	154
Langsiktig gjeld							
Annen langsiktig gjeld	37	35	34	36	51	161	368
Gjeld til kredittinstitusjoner	4,794	6,379	7,471	9,472	7,114	7,539	10,095
Sum langsiktig gjeld	4,831	6,414	7,504	9,509	7,165	7,700	10,427
Kortsiktig gjeld							
Leverandørgjeld	167	163	311	257	187	111	126
Kassakreditt	439	100	103	102	65	91	83
Betalbar skatt	51	92	106	75	68	15	41
Skattetrekk og offentlige avgifter	41	50	51	58	46	89	41
Andre finansielle forpliktelseser	25		6	10		3	26
Annen kortsiktig gjeld	206	206	250	275	392	323	279
Kortsiktig rentebærende gjeld	473	566	2,102	878	2,057	1,632	1,122
Sum kortsiktig gjeld	1,402	1,176	2,928	1,657	2,815	2,264	3,141
Sum gjeld	6,516	7,636	10,577	11,258	10,102	10,071	12,688
SUM EGENKAPITAL OG GJELD	10,213	12,267	15,566	15,673	14,727	15,025	16,236

Tabell 10: Balanseregnskap for Solstad hentet fra rederiets årsrapporter 2008-2015

Økningen i den kortsiktige rentebærende gjelden skyldes at en stor andel av det langsiktige pantelånet forfaller til betaling innen ett år (Solstad Offshore ASA, 2016a). Fra år 2008 til år 2015 har Solstad sin egenkapital vært tilnærmet uendret. Derimot har de totale gjeldsforpliktelsene omtrent doblet seg i den samme tidsperioden. Dette skyldes en bevisst vekststrategi, hvor rederiet har ønsket å kapitalisere på gode markedsstilstander ved å kontrahere mange nye skip. For å kunne gjennomføre dette har de økt risikoen ved å øke gjeldsgraden betraktelig. Et gjennomgående forhold som står sentralt i hele utredningen.

5.3 Trailing

Den siste tilgjengelige årsrapporten er fra år 2015. Solstad rapporterer etter IFRS som betyr at de må offentliggjøre kvartalsrapporter. Kvartalsrapportene for første til tredje kvartal er tilgjengelig på Oslo Børs. Denne informasjonen vil sammen med veksten for fjerde kvartal år 2015 brukes som basis for å predikere regnskapet for år 2016.

RESULTATREGNSKAP	2015	2015	2016	Just unormale	Trailing u/vekst	Vekstjustering	2016T	Vekst i prosent
IFRS - ALLE TALL I NOK MILL	Q1-Q4	Q1-Q3	Q1-Q3					
+ PSV	372	344	73		102	-22	102	-79 %
+ AHTS	909	782	398		525	-62	525	-49 %
+ CSV	2,265	1,825	1,636		2,076	-46	2,031	-10 %
= Totale frakttinntekter	3,546	2,951	2,108		2,703	-130	2,657	
+ Annen inntekt	79	0	1				1	
= Sum driftsinntekter	3,625	2,951	2,108		2,782	-130	2,658	
- Personalkostnader	1,396	1,081	795		1,110	-83	1,026	74 %
- Ordinære avskrivninger	483	365	328		447	-12	435	-10 %
- Andre driftskostnader	832	663	548		717	-29	688	-17 %
+ Andel resultat felleskontrollert virksomhet	66	59	45		52	-2	51	-23 %
= Driftsresultat før unormale poster	980	901	482		561		560	
+ Utleie av personell og utstyr	31	0	0				0	
+ Gevinst ved salg av skip	0	0	0				0	
- Nedskrivninger	1,346	125	100				100	
= Driftsresultat	-335	776	382		561		460	
- Nettoresultat tilknyttet selskap - normalt	1	5	5		1	0	1	1 %
- Nettoresultat tilknyttet selskap - unormalt	0	0	0				0	
+ Finansinntekt - normal	10	7	6				7	
- Finanskostnad - normal	488	361	388				459	
= Finansresultat - normal	-478	-354	-382				-451	
- Unormalt finansresultat	-765	-645	687				687	
= Resultat før skatt og minoritet	-1,579	-228	682				694	
- Skattekostnad - normal	25	18	12				-1	
- Skattekostnad - unormal	0	0	0				0	
= Resultat før minoritet	-1,604	-246	670				696	
- Netto minoritetsresultat	23	24	-39		-40	2	-38	-264 %
= Årsresultat	-1,581	-222	631				734	
+ Andre driftsrelaterte resultatелеment	47	0	0				0	
+ Andre finansielle resultatелеment	303	233	-168				-168	
= Totalresultat	-1,255	-13	502				528	

Tabell 11: Trailing resultatregnskap 2016T

På bakgrunn av markedsstilstanden kan det argumenteres for at vekstjusteringene basert på fjerde kvartal 2015 er lite representativt. For å ikke risikere å feiljustere legges trailing uten vekst til grunn der det er hensiktsmessig. Aktivitetsnedgangen har vært en stor utfordring for Solstad, spesielt innenfor segmentene PSV og AHTS. Skipene som ikke er i opplag opererer for det meste i spotmarkedet, jamfør delkapittel 2.2.2. Trailing uten vekst vurderes som det mest rimelige estimatet for segmentene PSV og AHTS. CSV-segmentet er traillet normalt.

De strategiske kostnadstiltakene Solstad sin ledelse har gjennomført, samt aktivitetsreduksjoner, gjør at utviklingen i kostnadspostene er rimelige. Samtidig vil bare veksten i fjerde kvartal 2016 predikeres for de normale postene. De unormale postene har et lite predikativt fundament ettersom en ikke vet om de vil gjenta seg. Fra et rasjonelt ståsted vil en ikke være i stand til å gi et mer fornuftig estimat enn det som allerede er kjent. Tallene som fremkommer av kvartalsrapportene vil anvendes som grunnlag for hele 2016.

Finanskostnadene er beregnet ut fra gjennomsnittlig finansiell gjeld. Det gir et mer representativt gjeldsnivå enn det utgående balanseført verdi for 2015 vil gi, ettersom det forfaller NOK 2.520 millioner i rentebærende gjeld i løpet av inneværende år, jamfør delkapittel 2.2.4. Det er samtidig rimelig å anta at det ikke vil bli tatt opp ytterligere gjeld, ettersom rederiet blant annet nylig har gjennomført en vellykket restrukturering av gjeldsforpliktelse.

Driftsskattesatsen er anvendt for å beregne skattekostnaden. Knivsflå (2016) argumenterer for at en kan justere finansskattesatsen på bakgrunn av skattefritak på utbytte og gevinst fra aksjer gjennom fritaksmodellen. En tommelfingerregelen sier at denne andelen vanligvis utgjør en tredjedel av finansinntektene, men for Solstad utgjør dette en lavere andel og det blir derfor utelatt i trailingen.

5.4 Omgruppering av finansregnskapet

Den internasjonale regnskapsstandarden IFRS bygger på regnskapsprinsipper som gjør at regnskapene i større grad er mer kreditororientert enn investororientert. I tillegg er IFRS tuftet etter et balanseorientert konseptuelt rammeverk (Kvifte, Tofteland, & Bernhoft, 2011). Hensikten med å omgruppere regnskapet er blant annet å endre på dette slik at analysen blir mer objektiv og likestilt for de ulike regnskapsinteressentene (Knivsflå, 2016). Omgrupperingsteknikken fører til et mer normalisert regnskap som tar hensyn til at diverse risikoer ikke påvirkes, og fører til at enkelt tilfeller og unormale poster holdes utenfor ettersom de ikke er særlig representativ for fremtiden.

5.4.1 Omgruppering av resultat

Hensikten med å omgruppere resultatet er å identifisere de kildene som fører til en økt avkastning til egenkapitalen. Det gjøres ved å adskille (1) drift- og finansiering, og (2) normale- og unormale poster. Resultatomgruppering kan deles inn i fire ulike steg (Knivsflå, 2016):

1. *Identifisering av fullstendig nettoresultat*
2. *Fordeling av fullstendig nettoresultat*
3. *Identifisering av normale- og unormale poster*
4. *Fordeling av skattekostnad*

Steg 1

Det første steget i omgrupperingen er å identifisere det fullstendige nettoresultatet (*FNR*), som av Knivsflå (2016) blir definert som summen av det rapporterte årsresultatet (*ÅRE*), annet fullstendig resultat (*AFR*) og ”dirty-surplus” (*DSP*).

$$FNR = \text{ÅRE} + AFR + DSP$$

$$\text{ÅRE} = FNR - AFR - DSP$$

Akkumulert utgjør ”AFR” og ”FNR” Solstad sitt totalresultat. I årsrapporter som følger IFRS-regelverket vil ”AFR” være representert i regnskapet som tilleggsinformasjon utenfor den vanlige regnskapsoppstillingen. ”FNR” er derimot klassifisert som den andelen som tilfaller rederiets majoritet. ”DSP” kommer av at regnskapsposter blir ført direkte mot egenkapitalen istedenfor gjennom endringer i resultatet. Dette er vurdert som et brudd på kongruens-prinsippet ettersom alle inntekter og kostnader skal resultatføres, jamfør IAS 8 og regnskapsloven § 4-3.

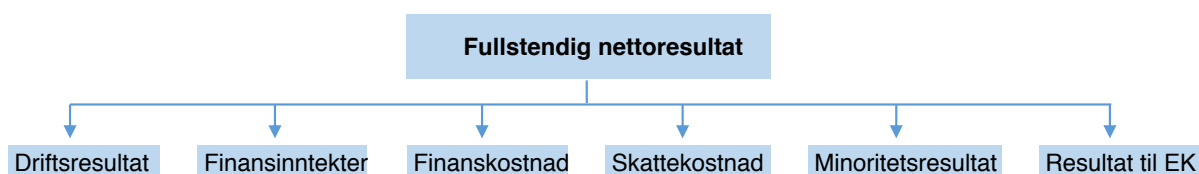
Ifølge IFRS-rammeverket vil ”DSP” normalt være tilnærmet lik null på bakgrunn av at slike poster skal rapporteres og fjernes som annet fullstendig resultat (*AFR*). Unntak vil ifølge Knivsfå (2016) kunne finne sted ved prinsippendringer eller emisjonskostnader. I de tilfeller hvor endringer føres direkte mot egenkapitalen, vil dette medføre en rentabilitet som reflekterer en feil lønnsomhet (Gjesdal, 2007). Annet fullstendig resultat består av aktuarmessig gevinst/tap (estimatavvik pensjon), og omregningsdifferanser og endring i finansielle eiendeler.

Fullstendig nettoresultat (FNR)		2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016T
ÅRE	Årsresultat som rapportert (uten minoritet)	27	1038	19	-407	400	485	113	-1604	734
AFR	Annet fullstendig resultat	97	-15	-4	-71	-58	67	208	349	-168
=	Totalresultat	124	1022	15	-477	343	552	321	-1255	566
DSP	"Dirty surplus"	9	2	-1	0	0	0	0	0	
FNR	Fullstendig nettoresultat	133	1024	14	-477	343	552	321	-1255	566

Tabell 12: Fullstendig nettoresultat

Steg 2

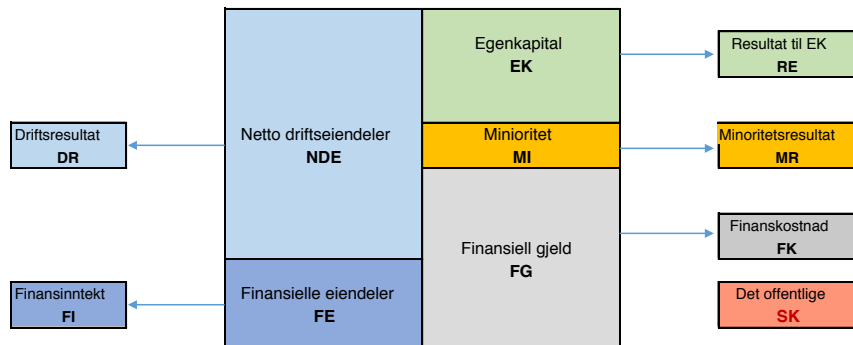
Det neste steget er å dekomponere nettoresultatet gjennom å fordele det til de balansepostene som er kilden til endringer i egenkapitalen. På den måten vil verdiskapningskildene identifiseres og de ulike kapitalpostene i balansen vil få tildelt det ”resultatet før skatt” de representerer (Knivsfå, 2016). Kildene til verdiskapningen kan kategoriseres inn i tre: drift, gjeldsforpliktelse og egenkapital.



Figur 18: Fullstendig nettoresultat

Verdiskapningen i balansen som skyldes aktiva blir differensiert ved netto driftseiendeler (*NDE*) og finansielle eiendeler (*FE*). Driftsresultatet (*DR*) skapt gjennom den operative driften blir fordelt til NDE, mens finansinntekten (*FI*) blir fordelt til den aktiva som ikke er

en del av rederiets kjernevirksomhet. Motsatt blir verdiskapningen som skyldes passiva fordelt inn i egenkapital (*EK*), minoritetsinteressenter (*MI*) og finansiell gjeld (*FG*), som henholdsvis står for resultat til *EK* (*RE*), minoritetsresultat (*MR*) og finanskostnad (*FK*). Skattekostnaden er den eneste faktoren som holdes utenfor balansen ettersom det er verdier som går til det offentlige.



Figur 19: Fordeling av fullstendig nettoresultat

Felleskontrollerte og tilknyttede virksomheter

De felleskontrollerte virksomhetene er selskaper som Solstad har en eierandel på 50 prosent eller mer i (Solstad Offshore ASA, 2016a). Dette er kategorisert som driftsinntekt i årsrapporten til Solstad. I de tilknyttede virksomhetene er Solstad sin eierandel på mellom 20 og 50 prosent. Solstad eier 28 prosent i Deep Well AS og 25 prosent i Solstad Offshore Crewing Services Philippines, som begge er kategorisert under finansposter. Netto resultatene fra disse tilknyttede virksomhetene til drift er omgruppert ettersom det kan argumenteres for at driften i disse virksomhetene kan knyttes sammen med kjernevirksomheten til Solstad.

AFR

Videre er det foretatt en dekomponering av annet fullstendig resultat ved å dele det inn i drift- og finansrelaterte poster. Aktuarmessig gevinst/tap (*estimatavvik pensjon*) er koblet til driften ettersom dette er norske selskaper er pålagt til å gjøre (*DAFR*). Omregningsdifferanser og endring i finansielle eiendeler er ikke direkte knyttet til driften, og klassifiseres som finansielt (*FAFR*).

Fullstendig driftsresultat		2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016T
	Driftsinntekter	2,209	2,529	2,617	2,980	3,362	3,626	3,880	3,656	2,657
-	Driftskostnader	-1,412	-2,064	-2,275	-2,817	-2,489	-2,503	-2,629	-3,991	-2,098
=	Driftsresultat	797	466	342	163	873	1,123	1,252	-335	559
+	Resultat fra driftstilknyttede selskap	0	0	0	-2	3	6	1	-1	-1
+	Driftsrelatert annet fullstendig resultat	DAFR	0	0	-77	34	-10	-20	47	0
+	Driftsrelatert "dirty surplus"	DDSP	9	2	-1	0	0	0	0	0
=	Fullstendig driftsresultat før skatt	806	467	342	84	910	1119	1232	-289	558

Tabell 13: Fullstendig driftsresultat

Fullstendig finansresultat		2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016T
	Finansinntekter	85	15	27	33	6	21	21	10	7
-	Finanskostnader	-459	-273	-375	-550	-529	-450	-464	-488	-459
+/-	Verdiendring finansielle instrumenter og valutaendringer	-566	658	139	-44	100	-159	-665	-765	687
=	Finansresultat	-941	401	-209	-560	-423	-588	-1108	-1243	236
+	Finansielt annet fullstendig resultat	FAFR	97	-15	-4	6	-91	77	228	303
+	Finansiell "dirty surplus"	FDSP	9	2	-1	0	0	0	0	0
=	Fullstendig finansresultat før skatt	-835	387	-214	-554	-515	-511	-880	-940	68

Tabell 14: Fullstendig finansresultat

Steg 3

Formålet i dette steget er å normalisere virksomhetens regnskap. Det gjøres ved å klassifisere drifts- og finansresultatet inn i normale- og unormale regnskapsposter. Dette er i stor grad en skjønnsmessig vurdering ettersom det ikke eksisterer noen bestemt definisjon for hva som blir vurdert som normalt og unormalt. De normale regnskapspostene er de postene en kan forvente vil komme tilbake hver eneste regnskapsperiode (Knivsflå, 2016). En kan av den grunn vurdere engangstilfeller eller hendelser som skjer en gang i blant som unormale poster. Felles er at de kun påvirker den, eller et par perioder som de inntreffer. Et eksempel er nedskrivninger av den bokførte verdien av skipsflåten til Solstad.

Regnskapet vil dermed reflektere de normale underliggende økonomiske forholdene som er av mest relevans når en skal predikere fremtiden. Både kreditorer og investorer er mer interessert i å få vite hvordan den underliggende driften til selskapet er, uten forstyrrelser fra unormale poster ("regnskapsstøy"). I den forbindelse vil det være hensiktsmessig å anvende det normaliserte regnskapet i den kommende lønnsomhetsanalysen, jamfør kapittel seks.

Vurderingen og klassifisering av normale- og unormale poster i utredningen er skjønnsmessige. De er blant annet tatt på bakgrunn av informasjon tilegnet gjennom årsrapporter, kvartalsrapporter og Knivsflå (2016) sin teori på området. I tillegg vil eventuelle klassifiseringer gjort av rederiet bli utelatt ettersom de kan være gjort med et underliggende motiv om å klassifisere inntekter som normale og kostnader som unormale (Knivsflå, 2016).

I det følgende presenteres de postene som er vurdert som unormale, samt en begrunnelse for dette. De resterende postene blir følgelig kategorisert som normale, ettersom de er vurdert til å være stabile, og gir derav et stabilt fundament for den videre predikeringen.

Driftsregnskap

Driftsregnskap		2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Totale fraktinntekter		2,135	2,519	2,614	2,975	3,288	3,495	3,737	3,546	2,657
+ Annen inntekt		10	11	2	2	4	101	93	79	1
= Sum driftsinntekter	DI	2,145	2,529	2,615	2,977	3,292	3,596	3,830	3,625	2,658
Personalkostnader		-608	-804	-961	-1,160	-1,225	-1,397	-1,394	-1,396	-1,026
Ordinære avskrivninger		-417	-584	-446	-730	-417	-275	-275	-300	-435
+ Andre driftskostnader		-349	-566	-698	-750	-724	-743	-852	-900	-688
+ Forsikringsoppgjør		26	33	20	0	25	11	16	68	0
+ Andel resultat felleskontrollert virksomhet		41	2	3	9	23	63	65	65	51
Driftskostnader	DK	-1,307	-1,918	-2,082	-2,631	-2,318	-2,340	-2,441	-2,462	-2,098
= Normalt driftsresultat før skatt	DR	838	611	533	346	973	1,256	1,389	1,163	560
Utleie av personell og utstyr		0	0	1	3	17	4	4	31	0
Gevinst ved salg av skip		64	0	0	0	54	26	47	0	0
Nedskrivninger		0	0	0	0	0	0	0	-1,346	-100
= Unormalt driftsresultat før skatt	UDR	64	0	1	3	70	30	50	-1,316	-100
= Driftsresultat før skatt	DR + UDR	901	611	535	349	1,044	1,286	1,439	-153	460

Tabell 15: Driftsregnskap

Andre driftsinntekter består av både normale- og unormale poster. I normaliseringen blir gevinst ved salg av skip, og utleie av personell og utstyr klassifisert som unormale poster og skilt ut. Utleie av personell og utstyr skjer på bakgrunn av mye ledig kapasitet, og vil nesten ikke finne sted gitt normale markedsforhold. Salg av skip forekommer sjelden i en normal markedsituasjon, og er derfor klassifisert som en unormal post.

Nedskrivninger er en kostnadsføring som skyldes uventet verdifall på eiendeler, immaterielle eiendeler eller anleggsmidler. På bakgrunn av nedgangskonjunktoren i næringen har Solstad nedskrevet flåteverdien for regnskapsåret 2015. Dette er kategorisert som en unormal hendelse, og en kan med rimelighet anta at det ikke vil gjenta seg systematisk i fremtidsregnskapet. Å kvantifisere en rimelig forventet nedskrivning lar seg vanskelig gjøre.

Finansregnskap

Finansresultat før skatt		2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Finansinntekter		85	15	27	33	6	21	21	10	7
- Finanskostnader		-459	-273	-375	-550	-529	-450	-464	-488	-459
= Normalt finansresultat	NFR	-375	-258	-348	-517	-523	-429	-443	-478	-451
Realisert agio (disagio)		109	-59	-2	15	-146	-7	165	71	452
+ Urealisert agio (disagio)		-347	299	32	-63	177	-159	-764	-725	40
+ Gevinst (tap) på derivater		-328	418	108	5	68	8	-66	-111	195
= Unormalt finansresultat	UFR	-566	658	139	-44	100	-159	-665	-765	687
= Finansresultat før skatt	NFR + UFR	-941	401	-209	-560	-423	-588	-1108	-1243	236

Tabell 16: Finansresultat før skatt

Hvordan utviklingen i valutaendringer (*agio/disagio*) vil være har en ingen forutsetning for å kunne predikere, blant annet med tanke på posten sin grad av volatilitet. Det skaper en stor

underliggende usikkerhet. Den vurderes derfor som unormal. Valutaendringer kommer av utenlandsk beholdning og gjeld i annen valuta (Solstad Offshore ASA, 2016a). Her spiller renteparitet en betydning. Renteparitet innebærer at utviklingen i valutakurser tar hensyn til det relative rentenivået mellom land. Med andre ord skal valuta i utgangspunktet ikke være av betydning på lang sikt.

Finansielle derivater blir brukt av rederiet for å redusere risikoen knyttet til endringer i rentesatser og valutakurser (Solstad Offshore ASA, 2016a). Implisitt er de finansielle instrumentene et verktøy for å sikre driften. Det kan argumenteres for at derivatene skal omgrupperes til driften istedenfor en finansiell post (Knivsflå, 2016). Dermed antas det imidlertid at gevinst- og tap knyttet til de finansielle derivatene fluktuerer i stor grad, og det foreligger ingen stabil underliggende trend som kan brukes i videre prognostisering. Det vurderes derfor som mest nærliggende å kategorisere posten som unormal.

Det foreligger ingen unormale skatteposter i de anvendte årsrapportene til Solstad. Netto resultatet fra tilknyttede virksomheter er flyttet til drift, og det foreligger ingen unormale transaksjoner i den forbindelse. På den annen side kan det argumenteres for at det ikke foreligger en klar trend i denne posten, men det legges til grunn at tilhørigheten til Solstad sin kjernevirksomhet veier tyngst.

Steg 4

Bruttoverdiskapningen er identifisert i stegene over. For å finne nettoverdiskapning må en fordele skattekostnaden mellom postene i drifts- og finansresultatet. Endringer i selskapsskatten er tatt hensyn til i analysen med følgende satser:

År	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Selskapsskattesats	28%	28%	28%	28%	28%	28%	27%	27%	25%

Tabell 17: Selskapsskattesatser

Rederiskatteordningen medfører at Solstad oppnår skattefritak på skipsfartsinntekter fra de skipene som er inkludert i ordningen, jamfør delkapittel 4.1.1. Rederiene betaler en moderat tonnasjeskatt uavhengig av drift, basert på inntektsårets netto tonnasjevolum, istedenfor å betale skatt på skipsfartsoverskuddet etterskuddsvis (EY, 2016). Det er en strengt regulert ordning som kan medføre at oppdrag og aktiviteter blir holdt utenfor. Beskatningen av driftsresultatet avhenger og varierer fra år til år i sammenheng med den andelen av skipsflåten

som er inkludert i ordningen. Den internasjonale driften medfører i tillegg beskatning i utlandet. Det vil ha en effekt på skattesatsen til driftsresultatet.

Driftsskattesatsen (dss) beregnes ved å benytte følgende formel (Knivsflå, 2016):

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

Forkortet:

$$dss = \frac{NSK - f_{SS} * (FR - UFR)}{DR + UDR}$$

Relevante betegnelser:

NSK	=	<i>Normal skattekostnad</i>	
FI	=	<i>Normal finansinntekt</i>	
FK	=	<i>Normal finanskostnad</i>	
FR	=	<i>Normalt finansresultat</i>	→ <i>(FI-FK)</i>
DR	=	<i>Normalt driftsresultat</i>	→ <i>(DI-DK)</i>
UFR	=	<i>Unormalt finansresultat</i>	→ <i>(UFI-UFK)</i>
UDR	=	<i>Unormalt driftsresultat</i>	→ <i>(UDI-UDK)</i>
fss	=	<i>Finansskattesats</i>	

Det historiske gjennomsnittet for ” dss ” i perioden 2008 til 2016T brukes som et anslag for den normaliserte driftsskattesatsen ($ndss$). Driftsskattesatsen for 2015 holdes utenfor i beregningen av ” $ndss$ ”, ettersom ” dss ” representerer en ekstremverdi, som ikke kan forventes vil gjenta seg. Den voldsomme forskjellen skyldes hovedsakelig de gjennomførte nedskrivningene. Utvalget vil dermed være mer representativt når 2015 er fratrukket. Beregningene er presentert i tabellene under:

Driftsrelatert skattekostnad	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016T	
Normal skattekostnad	171	171	-114	-7	34	-56	-31	-25	1	
Finansinntektskatt	12	2	4	5	1	3	3	1	1	
Unormalt finansresultatskatt	-61	101	30	6	-22	0	27	-11	162	
Finanskostnadskatt	105	72	97	145	146	120	120	129	113	
Normalt driftsresultat	838	611	533	346	973	1256	1389	1163	560	
Unormalt driftsresultat	64	0	1	3	70	30	50	-1316	-100	
Driftsrelatert skattesats	dss	36%	23%	-9%	36%	19%	5%	4%	-74%	-11%
Normalisert driftsrelatert skattesats	ndss	12.96%								

Tabell 18: Driftsrelatert skattekostnad

Videre tas det hensyn til at rammeverket til den norske skatteloven bygger på et ”*realisasjonsprinsipp*”. Det innebærer at det kun er det realiserte finansresultatet som blir skattlagt. For eksempel vil utbytte og gevinst fra salg av aksjer ikke skattlegges, og må dermed trekkes fra finansinntekten før skatt beregnes, jmf skatteloven § 2-38. Den

grunnleggende ideen bak fritaksmetoden er at verdiskapningen kan bli høyere ved å re-investere et større beløp. Knivsflå (2016) anvender en tommelfingerregel som tar utgangspunkt i at en tredjedel vanligvis er fritatt skattelegging. For Solstad utgjør denne posten en ubetydelig del, og det beregnes skatt ut fra hele finansinntekten. Den består hovedsakelig av renteinntekter.

Finanskostnaden fører til skattefradrag. Finanskostnadsskatten tilsvarer den reduserte skattekostnaden. Den alminnelige skattesatsen knyttet til det relevante året anvendes. Den unormale finansskatten består av skatt på realisert agio/(disagio) og skatt på verdiendringer på derivatene. Gevinst/(tap) på de finansielle instrumentene tolkes som realiserter, og blir derfor skattlagt. Urealisert agio/(disagio) vil ikke skattlegges, jamfør fritaksmetoden og realisasjonsprinsippet. Skattesatsene i tabell 17 ligger til grunn i beregningene presentert i tabell 19.

Skattefordeling, finansposter	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016T
Normale finanselementer									
Finansinntekt - normal	85	15	27	33	6	21	21	10	7
- Finansinntektskatt	12	2	4	5	1	3	3	1	1
= Netto finansinntekt	NFI	73	13	23	29	5	18	9	6
Unormale finanselementer									
Finanskostnad - normal	-375	-258	-348	-517	-523	-429	-443	-478	-451
- Finanskostnadskatt	-105	-72	-97	-145	-146	-120	-120	-129	-113
= Netto finanskostnad	NFK	-270	-185	-250	-372	-309	-323	-349	-338
Normalt netto finansresultat	343	198	274	401	382	327	341	357	345
Unormale finanselementer									
Realisert agio (disagio)	109	-59	-2	15	-146	-7	165	71	452
Skatt på realisert agio (disagio)	31	-17	0	4	-41	-2	45	19	113
+ Netto realisert agio (disagio)	79	-43	-1	11	-105	-5	120	52	339
Urealisert agio (disagio)	-347	299	32	-63	177	-159	-764	-725	40
Skatt på urealisert agio (disagio)	0	0	0	0	0	0	0	0	0
+ Netto urealisert agio (disagio)	-347	299	32	-63	177	-159	-764	-725	40
Gevinst (tap) på derivater	-328	418	108	5	68	8	-66	-111	195
Skatt på verdiendring derivater	-92	117	30	1	19	2	-18	-30	49
+ Netto gevinst (tap) på derivater	-236	301	78	3	49	6	-48	-81	146
+ Resultat fra tilknyttede selskap									
+ Finansielt annet fullstendig resultat	97	-15	-4	6	-91	77	228	303	-168
+ Finansiell "dirty surplus"	9	2	-1	0	0	0	0	0	0
= Unormalt netto finansresultat	-399	544	104	-43	30	-82	-464	-452	357

Tabell 19: Skattefordeling finansposter

Tabell 20 illustrer fordelingen av den rapporterte skattekostnaden mellom normal og unormale poster for både finansielle- og driftsrelaterte poster.

Fordeling av skattekostnad	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016T
Normal driftsskattekostnad									
+ Skatt på finansinntekt	12	2	4	5	1	3	3	1	1
- Skatt på finanskostnad	105	72	97	145	146	120	120	129	113
+ Skatt på unormalt driftsresultat	23	0	0	1	14	1	2	976	11
+ Unormal driftsskatt på normalt driftsresultat	194	62	-119	81	62	-104	-123	-1013	-132
+ Unormal skattekostnad	0								
+ Skatt på unormalt finansresultat	-61	101	30	6	-22	0	27	-11	162
= Rapportert skattekostnad	171	171	-114	-7	34	-56	-31	-25	1

Tabell 20: Fordeling av skattekostnad

Omgruppert resultatregnskap

OMGRUPPERT RESULTAT	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016T
IFRS - ALLE TALL I NOK MILL									
PSV	291	296	359	402	439	441	467	372	102
AHTS	1,180	1,261	1,085	1,204	1,267	1,231	1,319	909	525
CSV	664	962	1,169	1,369	1,582	1,823	1,952	2,265	2,031
Totale fraktinntekter	2,135	2,519	2,614	2,975	3,288	3,495	3,737	3,546	2,657
Annen driftsinntekt	10	11	2	2	4	101	93	79	1
Sum driftsinntekter	2,145	2,529	2,615	2,977	3,292	3,596	3,830	3,625	2,658
Personalkostnader	-608	-804	-961	-1,160	-1,225	-1,397	-1,394	-1,396	-1,026
Ordinære avskrivninger	-417	-584	-446	-730	-417	-275	-275	-300	-435
Andre driftskostnader	-349	-566	-698	-750	-724	-743	-852	-900	-688
Forsikringsoppgjør	26	33	20	0	25	11	16	68	0
Andel resultat felleskontrollert virksomhet	41	2	3	9	23	63	65	65	51
Driftsresultat før unormale poster	DR	838	611	533	348	970	1,388	1,164	560
Driftsrelatert skattekostnad	DSK	109	79	69	45	126	163	180	151
Netto driftsresultat før unormale poster	NRD	729	532	464	303	844	1,087	1,208	487
Nettoresultat fra driftstilknnyttede selskap	NRT								
Netto driftsresultat	NDR	729	532	464	303	844	1,087	1,208	487
Netto finansinntekt	NFI	73	13	23	29	5	18	9	6
Nettoresultat til sysselsatt kapital	NRS	802	545	487	332	849	1,105	1,226	494
Netto finanskostnad	NFK	-270	-185	-250	-372	-377	-323	-349	-338
Netto minoritetsresultat	NMR	-19	10	-29	-45	20	-6	-23	-38
Nettoresultat til egenkapital	NRE	551	349	267	4	453	802	941	193
Unormalt netto driftsresultat	UNDR	-48	-75	116	-150	-63	199	379	-147
Unormalt netto finansresultat	UNFR								
Fullstendig nettoresultat til egenkapital	FNR	133	1,024	14	-477	343	552	321	-1,255
Netto betalt utbytte	NBU	153	92	-345	173	57	223	218	135
Endring i egenkapital	ΔEK	-20	933	359	-651	286	329	103	900

Tabell 21: Omgruppert resultatregnskap

Tabellen 21 viser det omgrupperte resultatregnskapet som skal gi et bedre fundament for å predikere fremtidsregnskapet til Solstad. Omgrupperingen er gjort i tråd med nevnte stegene øverst i delkapittelet, og fremhever verdiskapningen skapt av den sysselsatte kapitalen. Historikken viser at verdiskapningen ble redusert fra år 2008 til 2011, før den steg jevnt frem mot år 2015. Uansett underliggende trend er verdiskapningen positiv for hvert år. Dette er følgelig et forhold som kan være forsterket av at de er en del av den norske maritime næringen, jamfør kapittel 4.2.

Netto finanskostnad reflekterer utbetalinger til kreditorer, mens netto minoritetsresultat representerer følgelig utbetalingene til minoritetsinteressentene. Ved å skille ut disse to interessentene blir majoritetens andel skildret bedre. Det fremkommer av det omgrupperte regnskapet at den underliggende driften går relativt bra, til tross for den reduserte aktiviteten. Ledelsen har gjennomført riktige tiltak for å håndtere omgivelsene. Samtidig blir det fremlagt klart og tydelig at det er de unormale resultatene som har størst negativt effekt på det fullstendige nettoresultatet til EK. For eksempel gjelder dette nedskrivningene i 2015.

Netto betalt utbytte (NBU)	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016T
Betalt utbytte	152	84	99	79	59	195	195	138	0
- Kapital innskudd	2	2	444	-95	2	0	2	3	335
+ Kapital uttak	3	10				27	25		
= Netto betalt utbytte	153	92	-345	173	57	223	218	135	-335

Tabell 22: Netto betalt utbytte

Generalforsamlingen har foreslått å ikke utbetale utbytte for 2015 (Solstad, 2016). Videre skyldes kapitalinnskuddet emisjonen i forbindelse med Aker, jamfør delkapittel 2.2.5.

5.4.2 Omgruppering av balansen

Balansen må i tråd med resultatet omgrupperes for å være mer investorvennlig. Den underliggende verdiskapningen vil fremkomme tydeligere hvis en er konsistent mellom endringer i resultatet og balansen. Etter IFRS blir fokuset lagt på rederiets aktiva sin tilhørende likviditet og tid til forfall på gjeldsforpliktelser, som implisitt forteller kreditorer om virksomhetens betalingsevne.

Balanseomgrupperingen kan deles inn i fire ulike steg (Knivsflå, 2016):

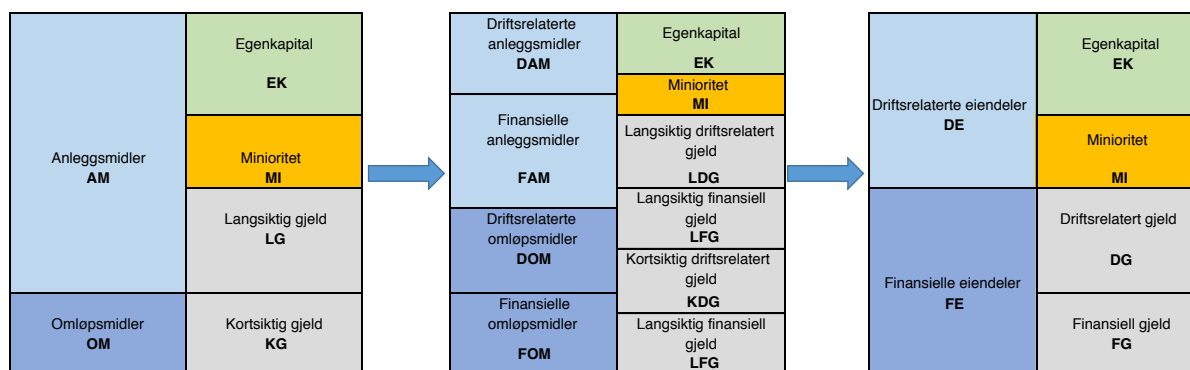
1. *Reklassifisering av avsatt utbytte*
2. *Skille mellom drift og finansiering*
3. *Fra total- til sysselsatt kapital*
4. *Fra sysselsatt- til netto driftskapital*

Steg 1

Etter NGRS er avsatt utbytte balanseført som kortsiktig gjeld, og blir dermed klassifisert som en foreslått forpliktelse til eierne. Imidlertid kan det argumenteres for at utbytte er egenkapital som tilbakebetales til eierne, og er dermed ingen forpliktelse (Knivsflå, 2016). Avsatt utbytte må føres over til egenkapital for å bli investororientert etter NGRS. Dette forholdet har IFRS tatt hensyn til. Det medfører at Solstad ikke avsetter utbytte før det faktisk er vedtatt av generalforsamlingen. Omgruppering av avsatt utbytte er av den grunn ikke nødvendig.

Steg 2

Det andre steget for å tilpasse balansen et mer investororientert perspektiv er å dra et klart skille mellom debetpostene som hører sammen med driften og finansieringen av virksomheten. Denne differensieringen kan ytterligere dekomponeres inn i driftsrelaterte- og finansielle anleggsmidler. Dette gjøres tilsvarende for omløpsmidler. Balansen sin passiva, eller kreditpostene, blir inndelt i egenkapital, minoritetsinteresser, driftsrelatert- og finansiell gjeld. Poster som relaterer på kryss av resultatet og balansen er klassifisert i samsvar med hverandre.



Figur 20: Omgruppering av balanse for å skille mellom drift og finansering

Eiendeler

Omgruppert eiendeler		2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016T
Utsatt skatt		24	0	17	43	115	59	62	38	38
+ Skip og skip under bygging		7,290	9,679	13,490	13,618	12,401	11,888	14,460	13,467	12,905
+ Balanseført periodisk vedlikehold		202	177	252	235	246	230	290	271	344
+ Andre driftsmidler		33	29	28	23	18	19	23	28	23
+ Investeringer i felleskontrollert virksomhet		0	0	0	-6	189	271	302	344	390
+ Andre langsiktige fordringer		25	23	19	30	2	50	31	2	0
= Driftsrelaterte anleggsmidler DAM		7,574	9,908	13,807	13,943	12,972	12,516	15,169	14,149	13,700
Kundefordringer		497	466	522	700	518	708	757	635	686
+ Eiendeler holdt for salg		0	0	13	5	0	136	0	24	0
+ Beholdninger		19	39	59	60	73	69	61	57	90
+ Andre kortsiktige fordringer		188	342	227	176	225	268	358	283	294
= Driftsrelaterte omløpsmidler DOM		705	848	821	940	817	1,180	1,176	999	1,070
Driftseiendeler DE		8,279	10,756	14,628	14,883	13,789	13,696	16,344	15,148	14,770
Lån til tilknyttet selskap		0	0	0	88	42	25	30	15	0
+ Investeringer i tilknyttet selskap		4	19	21	20	33	39	43	42	37
+ Investeringer i aksjer og andeler		1,083	3	5	5	5	3	3	3	0
+ Andre finansielle anleggsmidler		0	44	40	31	52	22	4	2	25
= Finansielle anleggsmidler FAM		1,088	66	66	144	131	88	81	62	62
+ Aksjer tilgjengelige for salg		17	0	0	0	0	0	0	0	8
+ Bankinnskudd og kontantekvivalenter		830	1,445	872	646	807	1,240	1,321	1,025	912
= Finansielle omløpsmidler FOM		847	1,445	872	646	807	1,240	1,321	1,025	920
Finansielle eiendeler FE		1,934	1,511	938	790	939	1,329	1,402	1,088	982
Eiendeler		10,213	12,267	15,566	15,673	14,727	15,025	17,746	16,236	15,752

Tabell 23: Omgrupperte eiendeler

De driftsrelaterte anleggsmidlene (*DAM*) består i hovedsak av skip- og skip under bygging, utsatt skatt og andre langsiktige fordringer. Driftsrelaterte omløpsmidler (*DOM*) består hovedsakelig av kundefordringer og andre kortsiktige fordringer. Samlet utgjør disse rederiets driftseiendeler (*DE*). De finansielle anleggsmidlene (*FAM*) og de finansielle omløpsmidlene (*FOM*) utgjør rederiets finansielle eiendeler (*FE*). En kan argumentere for at utsatt skatt skal gjelde både drift og finansposter. Det vurderes slik at posten utsatt skatt hovedsakelig skyldes driftsrelaterte elementer.

Egenkapital og gjeld

Omgruppert egenkapital og gjeld		2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016T
Egenkapital majoritet	EK	3,682	4,612	4,565	4,355	4,583	4,905	4,969	3,553	4,565
+ Minoritetsinteresser	MI	16	19	425	61	42	49	89	115	3
= Egenkapital konsern		3,698	4,630	4,989	4,416	4,625	4,954	5,058	3,668	4,568
Betalbar skatt		51	92	106	75	68	15	41	58	0
+ Pensjonsforpliktelser		0	0	0	0	68	72	99	51	0
+ Utsatt inntekt		215	36	78	40	3	0	9	9	0
+ Andre finansielle forpliktelser (derivater)		68	10	67	52	51	34	66	95	261
= Langsiktig driftsrelatert gjeld	LDG	334	138	250	168	190	122	215	213	261
Leverandorgjeld		167	163	311	257	187	111	372	126	0
+ Kassakreditt		439	100	103	102	65	91	122	83	0
+ Annen kortsiktig gjeld		206	206	250	275	392	323	354	279	630
+ Skattetrekk og offentlige avgifter		41	50	51	58	46	89	52	41	0
= Kortsiktig driftsrelatert gjeld	KDG	853	519	715	693	690	615	899	529	630
Driftsrelatert gjeld	DG	1,187	656	965	861	880	736	1,113	741	892
Langsiktig finansiell gjeld	LFG	4,831	6,414	7,504	9,509	7,165	7,700	10,427	9,274	10,022
+ Kortsiktig finansiell gjeld		473	566	2,102	878	2,057	1,632	1,122	2,520	270
+ Andre finansielle forpliktelser (derivater)		25	0	6	10	0	3	26	34	0
= Sum kortsiktig finansiell gjeld	KFG	498	566	2,108	888	2,057	1,634	1,148	2,554	270
= Finansiell gjeld	FG	5,329	6,980	9,612	10,397	9,222	9,334	11,575	11,827	10,293
Egenkapital og gjeld		10,213	12,267	15,566	15,673	14,727	15,025	17,746	16,236	15,752

Tabell 24: Omgruppert egenkapital og gjeld

Langsiktig driftsrelatert gjeld (*LDG*) og kortsiktig driftsrelatert gjeld (*KDG*) utgjør samlet den driftsrelaterede gjelden (*DG*) til Solstad. Videre deles finansielle gjeld (*FG*) inn i langsiktig finansiell gjeld (*LFG*) og kortsiktig finansiell gjeld (*KFG*). Denne inndelingen baseres på en antagelse om at all driftsrelatert gjeld er rentefri og inngår i driftssyklusen, mens all finansiell gjeld er rentebærende (Knivsflå, 2016).

Solstad sitt obligasjonslån er rentebærende, og inngår derfor i posten finansielle langsiktig finansiell gjeld. Utviklingen i langsiktig finansiell gjeld viser en økning i tråd med utviklingen i næringen for øvrig.

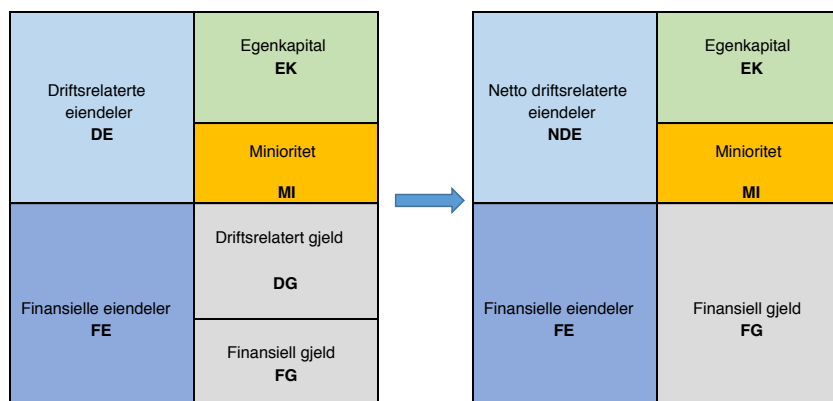
Totalbalanse		2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016T
Driftsrelaterede anleggsmidler	DAM	7,574	9,908	13,807	13,943	12,972	12,516	15,169	14,149	13,700
+ Driftsrelaterede omløpsmidler	DOM	705	848	821	940	817	1,180	1,176	999	1,070
= Driftseiendeler	DE	8,279	10,756	14,628	14,883	13,789	13,696	16,344	15,148	14,770
Finansielle anleggsmidler	FAM	1,088	66	66	144	131	88	81	62	62
+ Finansielle omløpsmidler	FOM	847	1,445	872	646	807	1,240	1,321	1,025	920
= Finansielle eiendeler	FE	1,934	1,511	938	790	939	1,329	1,402	1,088	982
Totale eiendeler	TE	10,213	12,267	15,566	15,673	14,727	15,025	17,746	16,236	15,752
Egenkapital majoritet	EK	3,682	4,612	4,565	4,355	4,583	4,905	4,969	3,553	4,565
+ Minoritetsinteresser	MI	16	19	425	61	42	49	89	115	3
+ Langsiktig driftsrelatert gjeld	LDG	334	138	250	168	190	122	215	213	261
+ Kortsiktig driftsrelatert gjeld	KDG	853	519	715	693	690	615	899	529	630
= Driftsrelatert gjeld	DG	1,187	656	965	861	880	736	1,113	741	892
Langsiktig finansiell gjeld	LFG	4,831	6,414	7,504	9,509	7,165	7,700	10,427	9,274	10,022
+ Kortsiktig finansiell gjeld	KFG	498	566	2,108	888	2,057	1,634	1,148	2,554	270
= Finansiell gjeld	FG	5,329	6,980	9,612	10,397	9,222	9,334	11,575	11,827	10,293
Totalkapital	TK	10,213	12,267	15,566	15,673	14,727	15,025	17,746	16,236	15,752

Tabell 25: Omgruppert totalbalanse

Steg 3

Den kapitalen som er skutt inn av eierne og de finansielle långiverne blir vurdert som sysselsatt kapital (Knivsflå, 2016). Dette er et viktig skille ettersom sysselsatt kapital i praksis ofte betegnes som netto driftseiendeler, i motsetning til Knivsflå (2016) som definerer sysselsatt kapital som egenkapital og rentebærende gjeld.

Forskjellen mellom sysselsatt kapital og total kapital er at driftsrelatert gjeld skilles ut (Kaldestad & Møller, 2011). Årsaken til dette er på bakgrunn av at en kan argumentere for at denne forpliktelsen har oppstått i sammenheng med den naturlige driften, og representerer dermed ikke investert kapital. Kumulativt består den sysselsatte kapitalen av innskutt egenkapital (*EK*), minoritetsinteresser (*MI*) og finansiell gjeld (*FG*). Den driftsrelaterte gjelden (*DG*) trekkes i fra de driftsrelaterte eiendelene (*DE*), og en får netto driftsrelaterte eiendeler (*NDE*).



Figur 21: Omgruppering fra total- til sysselsatt kapital

Når en har definert netto driftseiendeler kan posten dekomponeres ytterligere i netto anleggsmidler (*NAM*) og driftsrelatert arbeidskapital (*DAK*). Netto anleggsmidler vil reflektere hvor mye rederiet har netto investert i infrastruktur knyttet til drift. Den driftsrelaterte arbeidskapitalen reflekterer på den annen side hva som er netto investert i rederiets driftssyklus. Beregningene er henholdsvis (Knivsflå, 2016):

$$NAM = DAM - LDG$$

$$DAK = DOM - KDG$$

NAM og DAK		2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016T
Driftsrelaterte anleggsmidler	DAM	7,574	9,908	13,807	13,943	12,972	12,516	15,169	14,149	13,700
- Langsiktig driftsrelatert gjeld	LDG	334	138	250	168	190	122	215	213	261
= Netto driftsrelaterte anleggsmidler	NAM	7,241	9,770	13,557	13,775	12,782	12,395	14,954	13,937	13,439
Driftsrelaterte omløpsmidler	DOM	705	848	821	940	817	1,180	1,176	999	1,070
- Kortsiktig driftsrelatert gjeld	KDG	853	519	715	693	690	615	899	529	630
= Driftsrelatert arbeidskapital	DAK	-149	329	107	248	126	566	277	470	440

Tabell 26: Netto anleggsmidler og driftsrelatert arbeidskapital

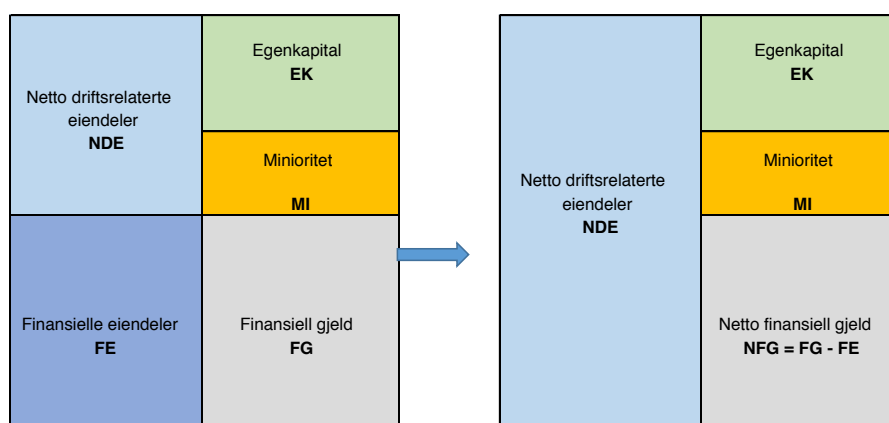
Som det fremkommer av tabell 26 har Solstad investert mye kapital i infrastruktur de siste årene ettersom det er her verdiskapningen skapes. Samtidig har arbeidskapitalen vært positiv i alle årene med unntak av år 2008. Dette kan indikere at driften hovedsakelig finansieres av rederiets kapital (Knivsflå, 2016).

SSK-balanse		2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016T
Netto driftsrelaterte anleggsmidler	NAM	7,241	9,770	13,557	13,775	12,782	12,395	14,954	13,937	13,439
+ Driftsrelatert arbeidskapital	DAK	-149	329	107	248	126	566	277	470	440
= Netto driftseiendeler	NDE	7,092	10,099	13,663	14,023	12,908	12,960	15,231	14,407	13,878
+ Finansielle eiendeler	FE	1,934	1,511	938	790	939	1,329	1,402	1,088	982
= Sysselsatte eiendeler	SSE	9,027	11,610	14,601	14,813	13,847	14,289	16,633	15,495	14,861
Egenkapital majoritet	EK	3,682	4,612	4,565	4,355	4,583	4,905	4,969	3,553	4,565
+ Minoritetsinteresser	MI	16	19	425	61	42	49	89	115	3
+ Finansiell gjeld	FG	5,329	6,980	9,612	10,397	9,222	9,334	11,575	11,827	10,293
= Sysselsatt kapital	SSK	9,027	11,610	14,601	14,813	13,847	14,289	16,633	15,495	14,861

Tabell 27: Sysselsatt kapital

Steg 4

I det siste steget omgrupperes det for å identifisere netto driftskapital. Det viser hvor mye som er investert i driften til rederiet istedenfor i finansiell eiendeler. En kan vurdere de finansielle eiendelene som aktiva som er overflødig i forhold til den operative driften av rederiet (Knivsflå, 2016). Salg av disse eiendelene vil dermed ikke påvirke den naturlige driften, og er derfor i utgangspunktet raskt omsettelig til likvide midler, jamfør diskusjonen i kapittel 6.1. De frigitte midlene kan ved behov anvendes til å redusere den finansielle gjelden. Netto driftskapital (*NDK*) estimeres ved å trekke fra de finansielle eiendelene (*FE*) fra den finansielle gjelden (*FG*).



Figur 22: Omgruppering fra sysselsatt- til netto driftskapital

Videre står en igjen med en balanse som viser netto driftsrelaterte eiendeler (*NDE*) på debetsiden, og en netto driftskapital (*NDK*) bestående av egenkapital (*EK*), minoritetsinteresser (*MI*) og netto finansiell gjeld (*NFG*). I det følgende presenteres de overnevnte forhold for Solstad.

Netto finansiell gjeld		2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016T
Finansiell gjeld	FG	5,329	6,980	9,612	10,397	9,222	9,334	11,575	11,827	10,293
- Finansielle eiendeler	FE	1,934	1,511	938	790	939	1,329	1,402	1,088	982
= Netto finansiell gjeld	NFG	3,394	5,469	8,674	9,607	8,284	8,006	10,173	10,740	9,310

Tabell 28: Netto finansiell gjeld

NDK-balanse		2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016T
Netto driftsrelaterte anleggsmic	NAM	7,241	9,770	13,557	13,775	12,782	12,395	14,954	13,937	13,439
+ Driftsrelatert arbeidskapital	DAK	-149	329	107	248	126	566	277	470	440
= Netto driftseiendeler	NDE	7,092	10,099	13,663	14,023	12,908	12,960	15,231	14,407	13,878
Egenkapital majoritet	EK	3,682	4,612	4,565	4,355	4,583	4,905	4,969	3,553	4,565
+ Minoritetsinteresser	MI	16	19	425	61	42	49	89	115	3
+ Netto finansiell gjeld	NFG	3,394	5,469	8,674	9,607	8,284	8,006	10,173	10,740	9,310
= Netto driftskapital	NDK	7,092	10,099	13,663	14,023	12,908	12,960	15,231	14,407	13,878

Tabell 29: Netto driftskapital

5.5 Analyse og justering av vesentlig målefeil

I dette kapittelet er formålet å identifisere og justere underliggende økonomiske regnskapsforhold som skyldes ulike målefeil (*MF*). Disse målefeilene kategoriseres som ”regnskapsstøy”, og fører til at det rapporterte regnskapet blir feilaktig. Ifølge Knivsflå (2016) defineres målefeil som avviket mellom det som er rapportert og det faktiske økonomiske forholdet. Målefeil må identifiseres og justeres slik at brukerne av regnskapet ikke vedtar beslutninger basert på et feilaktig utarbeidet finansregnskap- og krav (Penman, 2013). Disse kildene til målefeil deles inn i tre ledd:

$$MF = (ekr^* - ekk) + (ekr_{IFRS} - ekr^*) + (ekr - ekr_{IFRS})$$

MF1
MF2
MF3

- ekr^* = faktisk egenkapitalrentabilitet
 ekk = egenkapitalkrav
 ekr_{IFRS} = egenkapitalrentabilitet etter IFRS
 ekr = egenkapitalrentabilitet

Differansen mellom den faktiske underliggende lønnsomheten (ekr^*) og egenkapitalkravet (ekk) utgjør målefeil av type 1. Avviket defineres som virksomhetens ”strategiske fordel”, også kalt ”superprofitt” (Knivsflå, 2016). Hvordan denne eventuelle superprofitten tilfaller selskapet varierer ut ifra hvilket regnskapsrammeverk som er gjeldene. Etter NGRS vil ”kostmodellen” være gjeldene, og superprofitten vil bli fordelt utover driftsperioden. På den annen side vil ”verdmodellen” være gjeldende etter IFRS-rapportering (IFRS 13). Resultatet er at eventuelle verdiendringer blir registrert og innregnet i regnskapet i samme regnskapsperiode som de oppstår (Heskestad, 2015). Det innebærer at all superrentabilitet tilfaller selskapet på selve investeringstidspunktet.

I prinsippet blir målefeilen av type 1 irrelevant etter IFRS-rapportering, ettersom verdiendringer blir hensyntatt løpende. Det påpekes at disse verdiendringene ofte er

forbundet med subjektive vurderinger, og en kan derfor ikke vite med sikkerhet at dette prinsippet er gjeldende i praksis.

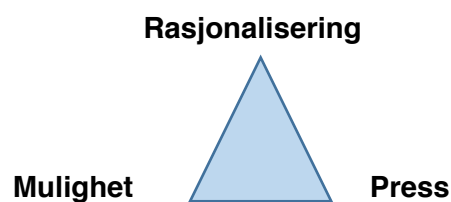
På den annen side vil målefeil av type 2 oppstå på bakgrunn av valgt regnskapsrammeverk. I den forbindelse kan ”støy” oppstå ved at det valgte rammeverket hindrer at de underliggende økonomiske forholdene blir avbildet korrekt. I utredelsen er målefeil knyttet til IFRS-rammeverket relevant ettersom Solstad er notert på Oslo Børs. Knivsflå (2016) trekker frem manglende balanseføring som ”den potensielt største kilden til målefeil av type 2”.

Konsekvensen av mangelfull balanseføring av investeringer er at den rapporterte rentabiliteten ikke gjenspeiler den underliggende lønnsomheten korrekt. I den første regnskapsperioden vil kostanden være for høy, men balansen vil være for lav. Det vil føre til en undervurdert rentabilitet. Videre vil derimot rentabiliteten bli overvurdert i senere perioder ettersom forholdet mellom resultat og balanse er feilaktig. Målefeil av type 2 kan oppstå etter IFRS på bakgrunn av for eksempel feilperiodisering, operasjonell leasing, FoU og markedsføringskostnader.

Den siste målefeilen oppstår hvis det er et avvik mellom den rapporterte egenkapitalrentabiliteten (ekr) og den egenkapitalrentabiliteten (ekr^{IFRS}) som ville blitt presentert hvis IFRS-rammeverket var fulgt til punkt og prikke. Målefeil av type 3 kommer av bevisst manipulering, og er det en kan kalle kreativ regnskapsføring. Hensikten med kreativ regnskapsføring er å gi brukerne av regnskapet en feilaktig oppfatning av den underliggende lønnsomheten til virksomheten (ISA 240).

I forbindelse med kreativ regnskapsføring kan en benytte seg av mislighetstrekanten (Association of Certified Fraud Examiners, 2016). Den fremhever at rasjonalisering, mulighet og press øker sannsynligheten for at regnskapsmanipulering finner sted. Familieeide rederier opplever i dagens marked

en presset finansiell situasjon. De kan ha incentiver til å begå misligheter i håp om at markedssituasjonen endrer seg. Samtidig har de muligheten til å begå misligheter ettersom de kontrollerer en stor del aktiviteten i rederiet. For eksempel kan et incentiv for å gjennomføre kreativ regnskapsføring være å gjøre rederiet mer attraktivt før ny kapital skal hentes inn, eller for å unngå en mulig konkurs. Et annet eksempel på kreativ



Figur 23: Mislighetstrekanten

regnskapsføring kan være at ledelsen ønsker å maksimere bonuser ved å øke inntektene gjennom fiktive kundefordringer (Penman, 2013).

Feiljusteringer av regnskap blir av Knivsflå (2016) trukket frem som vanlig kritikk mot metodikken. Det kreves god kunnskap og innsikt i kompleksiteten, og virksomhetsdynamikken til et selskap hvis en skal være i stand til å kunne gjennomføre noenlunde hensiktsmessig regnskapsjusteringer. Kritikerne vurderer sannsynligheten for at en ekstern analytiker skal ha tilgang til tilstrekkelig mengde og relevant informasjon, som lav (Knivsflå, 2016). Det gjør de lite egnet til å foreta korrekte regnskapsjusteringer. De mener at bare åpenbar kreativ regnskapsføring skal justeres for.

I denne sammenheng baseres utredningen på revisor sin konklusjon. Hvis revisor avgir en umodifisert revisjonsberetning kan dette fungere som en indikasjon på at regnskapet er ført i henhold til det gjeldende rammeverket. Hvis målefeil er oppdaget i løpet av revisjonen vil dette bli korrigert og justert uten forbehold. Solstad sine umodifiserte revisjonsberetninger legges til grunn i den videre analysen. Dette innebærer at det ikke justeres for målefeil.

5.5.1 Spesielle hensyn

I det følgende fremheves diverse problemstillinger knyttet til av- og nedskrivninger som kan ha en vesentlig effekt på vurderingen av den underliggende lønnsomheten for både Solstad og næringen generelt. I denne forbindelse vil det fokuseres på målefeil som oppstår på bakgrunn av IFRS-rammeverket. Stor valgfrihet knyttet til valg av strategi, bruk av skjønnsmessige vurderinger og anvendelse av forskjellige meglerestimat bidrar imidlertid til en økt grad av målefeil, jamfør ISA 540.

Avskrivninger

Etter IFRS blir avskrivninger regulert av IAS 16 – ”Eiendom, anlegg og utstyr”. Solstad sine avskrivninger er basert på kostmetoden. De fordeler investeringskostnaden lineært utover anleggsmiddelets forventede brukstid, fratrukket utrangeringsverdien ved endt brukstid (Solstad, 2016). I tillegg blir for eksempel et skips ulike driftsmidler dekomponert ettersom de ulike komponentene har forskjellig brukstid. Endringer i markeds-/meglerverdi og antatt brukstid vurderes årlig, og vil eventuelt føre til justeringer av avskrivninger. Et 20 år gammelt skip skal reflektere meglerverdi. Formelen under illustrer en generell beregning av avskrivninger:

$$\text{Avskrivning skip} = \frac{(\text{historisk anskaffelseskost} - \text{utrangeringsverdi})}{\text{brukstid}}$$

Her er det verdt å påpeke at brukstid ikke er det samme som økonomisk levetid. Brukstid kan defineres som den perioden rederiet forventer å drifte skipet før det blir byttet ut i et mer moderne. I motsetning til forventet økonomisk levetid, hvor utrangeringsverdien er forventet å tilsvare skrapeverdien. Denne verdien avhenger av verdien på stål, men vil utgjøre en antatt uvesentlig sum. Rederiene har valgfrihet til å velge hvordan avskrivningsplanen skal være. Dette bygger på skjønnsmessige vurderinger, satt i sammenheng med rederiets totale flåtestrategi. Hvor lang den økonomiske levetiden er varierer mellom rederier, men en kan på et generelt basis si at den varierer mellom 25 og 40 år (Heskestad, 2015).

Tabellen 30 viser Solstad sin forventede brukstid, og hva de sammenlignbare rederiene i utredningen legger i grunn. Som det fremkommer av tabellen varierer rederienes vurdering av brukstid.

	Solstad	DOF	Farstad	SIEM	REM
Brukstid	20	30-35	20	30	10

Tabell 30: Brukstid næring

For å beregne utrangeringsverdien, eller salgsverdien, ved endt bruksperiode anvendes meglerestimat. Disse estimatene baseres på markedets historikk knyttet til kjøp- og salg av skip. Dette kan være problematisk i en syklisk næring hvor transaksjonsvolumet fluktuerer i stor grad med tanke på markedssituasjonen. Rederiene blir dermed eksponert for feilaktige meglerestimat, som kan påvirke balanseføringen og kontantstrømmene. Grad av risikoeksponering varierer mer den forventede lengden på brukstid. Meglerestimatene blir ikke anvendt ene og alene ved fastsettelse av en avskrivningsplan. Den avhenger i tillegg av skjønnsmessige vurderinger som baseres på ledelsens erfaring og kunnskap, samt flåtestrategi.

De rederiene som legger til grunn en lengre brukstidhorisont for skipsflåten vil i mindre grad være eksponert for store nedskrivninger av skipsflåten ved en eventuell markedsnedgang. Dersom et rederi velger en bruksverdi som er lik den økonomiske levetiden til skipet, vil residualverdien være null ved utløpstiden. Implisitt fører dette til at rederiet vil bli mindre påvirket av markedsvisninger.

Ifølge Heskestad (2015) vil en få en rentabilitet lik internrenten hvis avskrivningene til et prosjekt er gjort 100 prosent korrekt. Han argumenterer for at anvendelse av forventet

bruksperiode vil føre til den mest teoretisk korrekte avskrivningsplanen. Ved anvendelse av økonomisk levetid vil kostnadene rapportert være for lave, og dermed vil lønnsomheten bli vurdert høyere enn optimalt. Et problem i den sammenheng oppstår hvis en kontantstrøm varierer mye over en kort periode, for eksempel vil dette være aktuelt for Solstad som operer i en syklisk næring.

Nedskrivninger

Nedskrivninger blir regulert av IAS 36 – ”Verdifall på eiendeler”. Av denne standarden fremkommer det at alle børsnoterte virksomheter skal teste verdier knyttet til ethvert rapporteringstidspunkt. Dette vil medføre at Solstad må teste verdien av sine eiendeler før hver eneste kvartalsrapport. Årsaken til verdiendring kan både være interne og eksterne faktorer. Observasjon av fall i markedsverdi av lignende eiendeler, eller at børsverdien reflekterer en lavere bokført egenkapital blir av Kaldestad og Møller (2011) brukt som eksempler på eksterne faktorer som kan gi en indikasjon om hvorvidt det foreligger en verdiendring. Interne faktorer kan være svakere resultat enn først forventet, teknologisk ukurans eller fysiske ødeleggelser.

Solstad gjennomførte store nedskrivninger i 2015 som en konsekvens av markedstilstanden, skip i opplag, og redusert lønnsomhet. Størrelsen på nedskrivningen avhenger av en rekke ulike faktorer. Av regnskapsstandarden IAS 36 fremkommer det at aktiva skal nedskrives hvis den bokførte verdien er større enn gjenvinnbart beløp. Gjenvinnbart beløp blir videre definert som det høyeste av netto salgsverdi og bruksverdi (Kaldestad & Møller, 2011).

Nettosalgpris er markedspris trukket fra eventuelle transaksjonskostnader, mens bruksverdien er antatt til å være nåverdien av de fremtidige kontantstrømmene. Denne vurderingen skal utføres løpende for alle selvstendige eiendeler som generer en kontantstrøm. IAS 36 forutsetter at eier av aktiva er rasjonell, som betyr at den aktuelle eiendelen blir solgt hvis det er det mest lønnsomme alternativet.

Ifølge Solstad er verdierestimater basert på skip uten kontrakt (ekskludert skip under bygging), og er et gjennomsnitt av tre meglereestimater. Hvilke meglerestimater som ligger til grunn fremkommer ikke av årsrapporten. Meglerestimater er prisvurderinger av hva som er oppnåelig i markedet. Det som er problematisk i den forbindelse er at det ikke eksisterer et godt nok datagrunnlaget for slike estimater. Datagrunnlaget bygger på et lite utvalg transaksjoner ettersom det er vanskelig å få solgt skipene til de bokførte verdiene i dagens

marked. Historiske transaksjoner vil ikke være representativ for dagens verdi. Konsekvensen av dette er at meglerestimat i stor grad er skjønnsmessige, og rederier kan legge til grunn det de synes er mest hensiktsmessig.

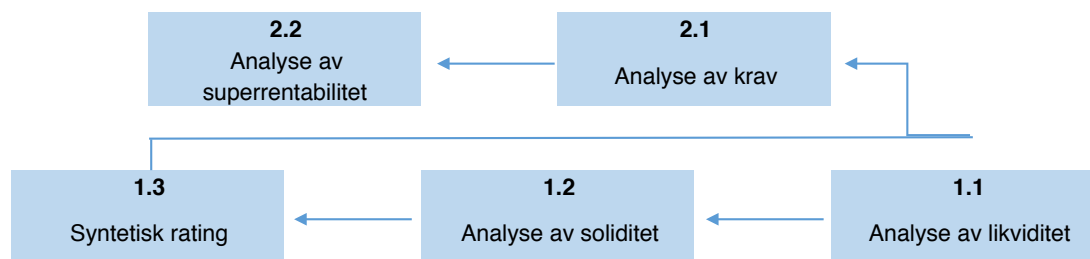
”Bruksverdien er nåverdien av fremtidige kontantstrømmer av KGE en eller eiendelen i sin nåværende stand”, jamfør IAS 36.44. Hvor KGE er betegnelsen for en kontantgenererende enhet (Finanstilsynet, 2016). Solstad neddiskonterer vektet kapitalavkastningskrav for å komme frem til en nåverdi (Solstad, 2016). Beregningen vil imidlertid avhenge av hvorvidt det vurderte skipet operer i periode markedet eller spotmarkedet, jamfør delkapittel 2.1.4.

En relevant problemstilling i denne sammenheng er at forutsetningene for verdiestimatene rederiet legger til grunn kan variere fra de forutsetningene markedet bruker. Det kan derfor argumenteres for at nedskrivningene foretatt av de ulike offshore servicerederiene er lite sammenlignbare ettersom de bygger på ulike skjønnsmessige vurderinger. DOF har for eksempel blitt kritisert for å benytte en for høy bruksverdi i test for verdifall av de varige driftsmidlene (Finanstilsynet, 2016).

Oppsummert kan det konkluderes med at det i utgangspunktet vil være hensiktsmessig å foreta knyttet til for eksempel rederienes ulike av- nedskrivningsvurderinger. På bakgrunn av et begrenset informasjonsgrunnlag vil dette imidlertid vanskelig la seg gjennomføre. Som en konsekvens av dette vil rentabilitetsmålingen i næringen påvirkes av målefeil, og i så måte begrense en riktig fremstilling av de underliggende økonomiske forholdene.

5.6 Forholdstallsanalyse

I dette kapittelet anvendes den gjennomførte trailingen av regnskapet, samt det omgrupperte regnskapet for å analysere de underliggende økonomiske forholdene. Forholdstallsanalyse defineres som: ”et relativt forhold mellom vanligvis to regnskapstall som gir god innsikt i underliggende risiko eller rentabilitet” (Knivsflå, 2016, 08-04). I den forbindelse vil soliditeten og likviditeten til Solstad analyseres, og vurderes mot de sammenlignbare konkurrentene, jamfør kapittel 2.3. Formålet med disse analysene er å skape et bilde av risikosituasjonen til Solstad, som sammen med den strategiske analysen vil bli brukt å utarbeide en syntetisk rating.



Figur 24: Rammeverk for forholdstallsanalyse

Det omgrupperes for å reflektere den normaliserte driften ettersom en kan argumentere for at det vil være mer hensiktsmessig for å analysere de underliggende forholdene, jmfør kapittel 5.3. Dette er på bakgrunn av at de normaliserte tallene har et bedre predikativt fundament ettersom en kan forvente at regnskapspostene skal finne sted hvert år (Knivsflå, 2016). Bransjegjennomsnittet anses som det mest representative sammenligningsgrunnlaget og ligger til grunn som ”benchmark” i den videre analysen.

Det kan argumenteres for at Solstad skal inngå i bransjegjennomsnittet (Knivsflå, 2016). Imidlertid er det rimelig å anta at dette ikke er hensiktsmessig dersom virksomheten utgjør en for stor del av det totale bransjegjennomsnittet. Konsekvensen i den sammenheng kan være at virksomhetenes egne forholdstall i for stor grad blir vektlagt, og dermed blir metoden lite hensiktsmessig. Alternativet er å utelate virksomheten.

Solstad er i relativ størrelse omtrent lik de andre rederiene i analysen, og det vurderes derfor som rimelig at rederiet inngår i bransjegjennomsnittet. En svakhet i bransjegjennomsnittet kan komme av bedriftsspesifikke ulikheter, knyttet til for eksempel tillatt subjektivitet i regnskapsestimatene, jmfør ISA 540. Dette er imidlertid vanskelig å ta hensyn til, og en bør ikke trekke for bastante konklusjoner basert på analysen. Det forutsettes også fortsatt drift for alle rederiene som inngår i bransjegjennomsnittet.

5.6.1 Tidsvektning

En virksomhets historikk bør vektlegges i varierende grad ut fra hvor stabil eller ustabil den har vært. Hvis en skal analysere en virksomhet i en stabil næring, vil følgelig likevekt av historikken være mest representativt for fremtiden (Knivsflå, 2016). Det kan i den forbindelse være mulig å identifisere en trend, som ofte vil antyde at virksomheten er ”*mean-reverting*”. Som betyr at egenkapitalrentabiliteten på sikt vender tilbake til gjennomsnittet i næringen. På den annen side hvis virksomheten varierer i stor grad, kan det argumenteres for

at det siste driftsåret burde vektlegges i større grad enn tidligere år, ettersom det er vanskelig å identifisere en klar utviklingstrend.

Tidligere i utredningen er det gjort rede for at offshore servicenæringen er inne i en nedgangskonjunktur, jamfør delkapittel 2.1.8. Dette har ført til store inntektstap, samt store nedskrivninger av skipsflåteverdien. Det gjør det lite hensiktsmessig å bruke likevekt som fundament i analysen. Årene 2008 til 2009 illustrerer svingninger som skyldes finanskrisen, og historikken viser en oppgangs- og høykonjunktur fra 2009-2014, før 2015 reflekterer en markedskollaps, jamfør delkapittel 2.1.5. På bakgrunn av dette vektlegges de siste årene i større grad ettersom det vil være det mest representative utvalget for fremtiden. Dette henger sammen med Knivsflå (2016) sin vurdering av tidsvektning knyttet til ustabile næringer. Tidsvektningen som legges til grunn videre i utredningen vil være som følger:

År	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016T
Tidsvektning	5%	5%	10%	10%	10%	10%	10%	20%	25%

Tabell 31: Tidsvektning analyseperiode

6. Risikoanalyse

Etter økonomiske termer blir risiko vanligvis delt mellom usystematisk og systematisk risiko. Den usystematiske risikoen kan beskrives som risikoen knyttet til usikkerheten rundt en virksomhet sin drift, mens den systematiske risikoen er vurdert som markedsrisikoen alle aktører er eksponert for. Hovedforskjellen er at den usystematiske, bedriftsrisikoen, i utgangspunktet kan diversifiseres bort (Damodaran, 2012). Dette gjøres ved å spre porteføljeinvesteringene i forskjellige virksomheter og næringer. Ved perfekt diversifisering skal i teorien positive og negative svingninger eliminere hverandre. Teoretisk sett betyr det ifølge Knivsflå (2016) at det er bare den systematiske markedsrisikoen som er av relevans for en investor, gitt en perfekt diversifisert investeringsportefølje. Gitt dagens markedssituasjon kan det argumenteres for at usystematisk risiko også vil være relevant for investorene, jamfør delkapittel 2.1.5. Dette vil bli tatt hensyn til i delkapittel 7.1.3, ved å legge til en illikviditetspremie.

Kreditorene til en virksomhet er på den andre siden mer interessert i den underliggende kredittrisikoen (Knivsflå, 2016). Denne risikoen kan vurderes som sannsynligheten for at debitor skal delvis eller fullstendig misligholde gjeldsforpliktelsene sine. Nedsiden til kreditorer er større enn potensiell oppside. De kan tape hele lånebeløpet, men inntjeningen er begrenset til de avtale avdragene og tilhørende renteinntekter på hovedstol. Dette motstrider finansiell teori som tar utgangspunkt i at desto større underliggende risiko, desto større potensiell gevinst. Kredittrisikoen kan ikke diversifiseres bort, og kategoriseres av den grunn som en systematisk risiko (Knivsflå, 2016). Den relevante risikoen for kreditorene blir beregnet ved følgende formel:

$$\text{Kredittrisiko} = p * t$$

p = *Sannsynligheten for konkurs i virksomheten*

t = *Forventet tap på lånet ved eventuell konkurs*

Den kortsiktige kredittrisikoen til Solstad vil vurderes ved å gjennomføre en likviditetsanalyse, som vil gi innsikt i den kortsiktige betalingsevnen. Deretter vurderes den langsiktige kredittrisikoen ved å gjennomføre en soliditetsanalyse, som vurderer evnen til å tåle tap i lengden. Dette vil anvendes sammen med den strategiske analysen for å komme

frem til en syntetisk rating. Det omgrupperte regnskapet vil anvendes som basis for den videre utregningen.

6.1 Likviditetsanalyse

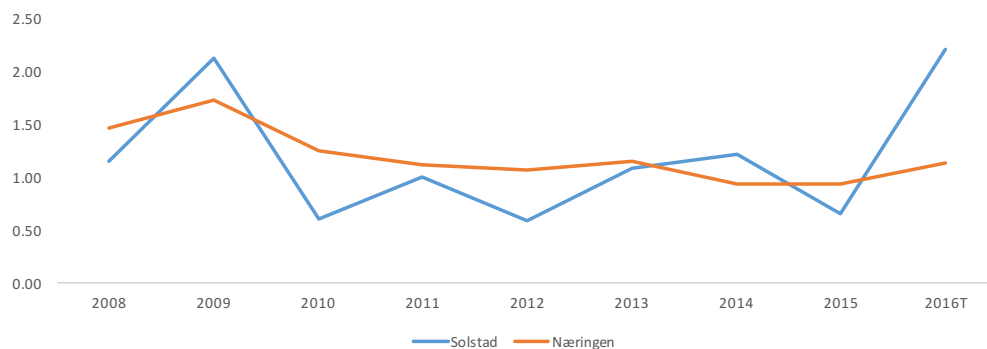
Formålet med likviditetsanalysen er å vurdere Solstad sin evne til å betale forpliktelser etter hvert som de forfaller. Dette vil forhåpentligvis gi innsikt om hvorvidt en fremtidig likviditetsmangel er nærliggende (Knivsflå, 2016). Likviditetsgrad 1, likviditetsgrad 2, rente- og finansiell gjeldsdekningsgrad vil bli beregnet i forholdstallanalysen av det omgrupperte regnskapet.

Likviditetsgrad 1 (LG1)

LG1 reflekterer hvor mye av den kortsiktige gjelden som er finansiert av omløpsmidlene. Hvis forholdet blir lavere enn en (>1), vil virksomheten ha problemer med å betale kortsiktige gjeldsforpliktelser (Knivsflå, 2016). Større enn to er vurdert som bra.

$$LG1 = \frac{(DOM + FOM)}{(KDG + KFG)}$$

LG1	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016T
Solstad	1.15	2.11	0.60	1.00	0.59	1.08	1.22	0.66	2.21
Næringen	1.47	1.73	1.24	1.12	1.06	1.15	0.93	0.94	1.13



Tabell 32: Likviditetsgrad 1

Likviditeten til Solstad har variert i stor grad over analyseperioden. Det kan blant annet forklares med at rederiet har vokst i stor grad og påtatt seg store gjeldsforpliktelser i et markedet med god lønnsomhet. Situasjonen i år 2015 var imidlertid kritisk og førte til reforhandlinger av gjelden. Det har resultert i at kortsiktige gjeldsforpliktelser har fått en forlenget tidsfrist for å redusere det finansielle presset. Aker har samtidig kommet inn på eiersiden og tilført rederiet nødvendig frisk kapital. Det har redusert det finansielle presset og

likviditeten i år 2016T er vurdert til å være god. Solstad sin likviditet er bedre enn næringen. Dette utgjør en fordel fra og med år 2016T.

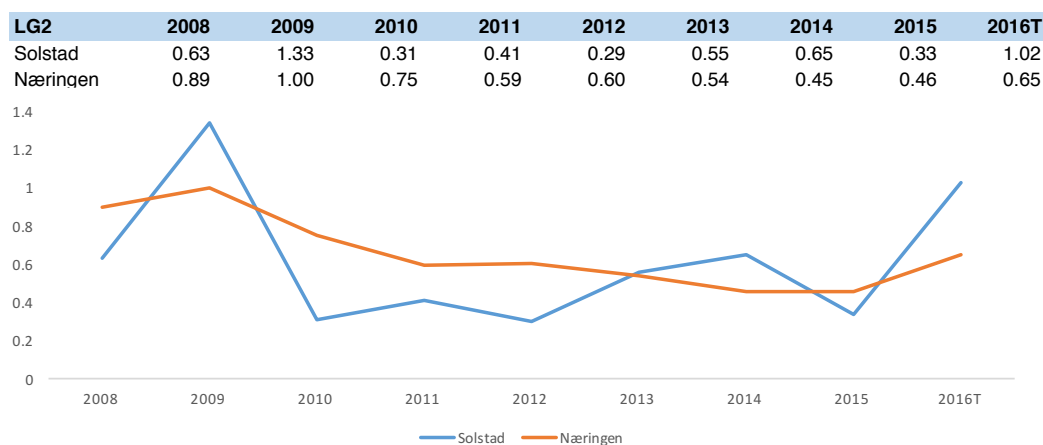
Relevansen av likviditetsgrad 1 for offshore servicerederier kan diskuteres. En forutsetning i nøkkeltallet er at omløpshastigheten på omløpsmidler og kortsiktig gjeld er omtrent lik. Denne forutsetningen lar seg vanskelig oppfylle ettersom offshore servicerederiene ikke har noe varelager av særlig betydning. Videre er det også slik at relevansen at likviditetsgrad 1 avhenger av type næring.

En annen forutsetning i nøkkeltallet er at de likvide omløpsmidlene kan selges innen rimelig kort tid (Caginalp, Porter, & Smith, 2000). Hvor realistisk denne forutsetningen er kan diskuteres. Normalt vil en oppleve likviditetsproblemer i nedgangstider. I dagens marked sliter rederiene med å finne kjøpere til skip holdt for salg. Potensielle kjøpere kan spekulere i at rederiene vil trenge nødvendig kapital og dermed vente med kjøp til de oppnår ønsket pris. Til tross for den nevnte kritikken inkluderes nøkkeltallet i den videre analysen.

Likviditetsgrad 2 (LG2)

LG2 skiller ut de mindre likvide omløpsmidlene (DOM). Det gjøres for å få et bilde av hvor mye av den kortsiktige gjelden som er finansiert av omløpsmidler som raskt kan likvideres.

$$LG2 = \frac{(FOM)}{(KDG + KFG)}$$



Tabell 33: Likviditetsgrad 2

LG2 har for Solstad vært jevnt under en, med unntak av i år 2009 og 2016T. På grunn av redusert kortsiktig finansiell gjeld har det økonomiske presset blitt redusert. Andelen ”FOM”

har holdt seg stabil på det samme nivået som i år 2015. Forholdet er tilfredsstillende, og er samtidig bedre en næringen generelt.

Kortsiktig og langsiktig finansiell gjeldsdekningsgrad

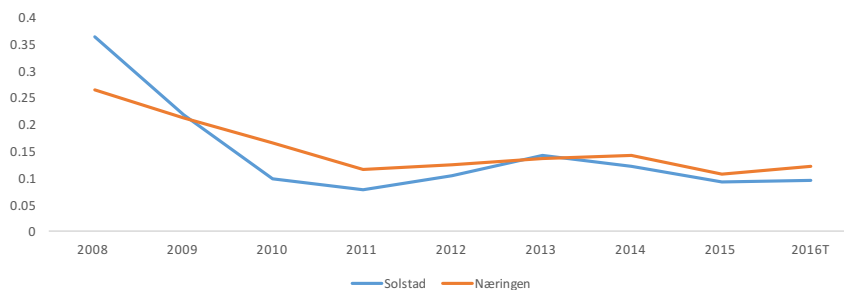
Den finansielle gjeldsdekningsgraden vurderes for å få innsikt i om Solstad har nok finansielle eiendeler til å dekke den finansielle gjelden. Forholdet kortsiktig og langsiktig er som følger:

$$\text{Langsiktig finansiell gjeldsdekningsgrad} = \frac{FE}{FG}$$

$$\text{Kortsiktig finansiell gjeldsdekningsgrad} = \frac{FOM}{KFG}$$

Hensikten er å få et innblikk i hvor mye de finansielle eiendelene utgjør av den finansielle gjelden. Desto høyere dette forholdet er, desto lavere er sannsynligheten for at selskapet skal havne i en likviditetskrise (Knivsfå, 2016). Hvis FE er større enn FG, vil virksomheten ha netto finansielle eiendeler. En høy andel finansielle omløpsmidler er bra, ettersom det er midler som raskt kan likvideres ved behov uten at det vil gå ut over driften.

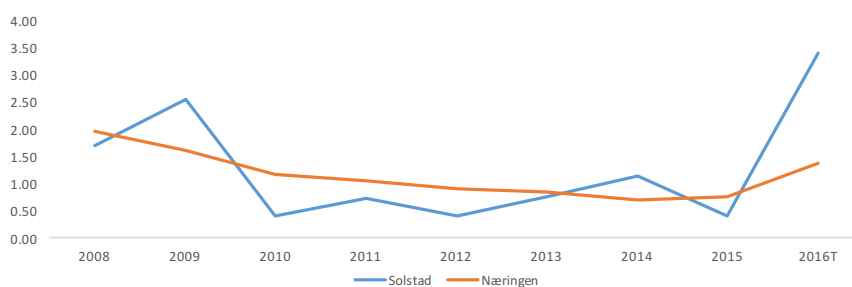
Langsiktig fgg	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016T
Solstad	0.36	0.22	0.10	0.08	0.10	0.14	0.12	0.09	0.10
Næringen	0.26	0.21	0.16	0.11	0.12	0.13	0.14	0.11	0.12



Tabell 34: Langsiktig finansiell gjeldsdekningsgrad

Utviklingen har vært fallende siden år 2008. Dette skyldes at kontraheringen av skip har blitt finansiert i større grad av finansielle gjeldsforpliktelse. Grafen illustrer og kreditorers utlånsvillighet. Beholdningen av finansielle eiendeler har samtidig ikke hatt noen vesentlig endring. Solstad er på nivå med næringen generelt og forholdet er vurdert til å verken utgjøre en fordel eller ulempe.

Kortsiktig fgg	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016T
Solstad	1.70	2.55	0.41	0.73	0.39	0.76	1.15	0.40	3.41
Næringen	1.96	1.60	1.17	1.04	0.89	0.83	0.68	0.74	1.36



Tabell 35: Kortsiktig finansiell gjeldsdekningsgrad

Endringen fra 2015 til 2016T skyldes hovedsakelig reforhandlinger og nedbetalinger av NOK 2,520 milliarder i kortsiktig gjeld. Dette utgjør en fordel for Solstad.

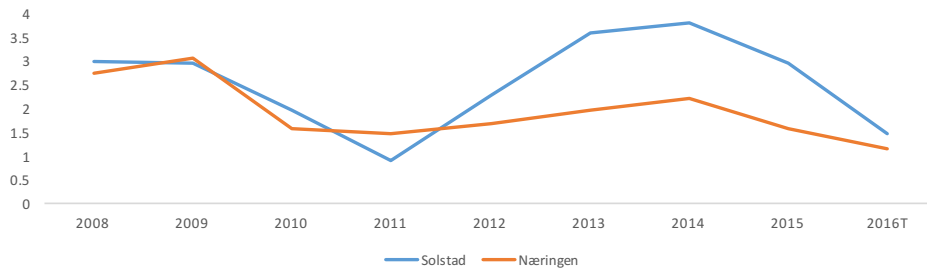
Rentedekningsgrad

Rentedekningsgraden er vurdert ettersom det reflekterer rederiets evne til å betale renter etter hvert som de oppstår. Følgende formel benyttes i den forbindelse:

$$\text{Rentedekningsgrad} = \frac{(NDR + NFI)}{NFK}$$

Hvis rentedekningsgraden er større enn en ($RDG > 1$) har Solstad nok midler til å finansiere de kommende renteutgiftene selv. Motsatt vil de se seg nødt til å ta opp ytterligere lån, eller finansiere rentene ved bruk av egenkapital. Moralen vil dermed være desto høyere, desto bedre. En problemstilling som kan trekkes frem ved forholdstallsanalysen er at avdragene ikke blir hensyntatt. Det er bare evnen til å dekke NFK som blir evaluert. Denne svakheten blir ytterligere forsterket når obligasjonslån er inkludert i en virksomhet sin balanse, ettersom dette er avdrag der alt blir betalt på en gang. Når rentesatsene beveger seg mot null vil netto finanskostnader reduseres, og det kan medføre at rentedekningsgraden ikke reflekterer et rettviseende bilde.

Rdg	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016T
Solstad	2.97	2.94	1.95	0.89	2.25	3.58	3.79	2.93	1.46
Næringen	2.74	3.06	1.56	1.45	1.68	1.94	2.19	1.57	1.16



Tabell 36: Rentedeckningsgrad

Forholdet varierer i stor grad for både Solstad og næringen. Solstad varierer mellom å ha en bedre eller dårligere dekningsrentegrad enn de sammenlignbare konkurrentene i næringen. Av tabellen fremkommer det at Solstad har vært godt rustet til å betale rentebetalingene sine. Dette utgjør i år 2016T en liten fordel.

Oppsummering

Likviditetsanalysen viser at Solstad har forbedret sin likviditet fra år 2015 til år 2016T og dette gjenspeiles i likviditetsgrad 1 og likviditetsgrad 2. Effekten skyldes i hovedsak Aker sin tilførsel av frisk kapital i rederiet. På den annen side har blant annet rentedeckningsgraden blitt redusert. Trenden for næringen er en redusert likviditet i løpet av analyseperioden. På bakgrunn av oljeprisfallet som starter høsten 2014 har økt finansiell gjeld kombinert med kontrahering av mange nye skip har ført til en krevende økonomisk situasjon. Totalt sett anses likviditeten til Solstad for å være bedre enn likviditeten til næringen. Nøkkeltallene er enkle forholdstall som ikke tar hensyn til rederiets komplekse underliggende finansielle struktur. Det vises til diskusjonen under likviditetsgrad 1.

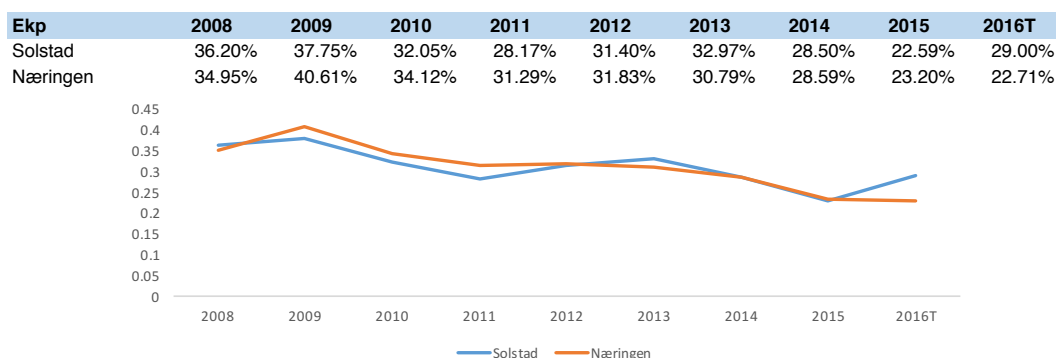
6.2 Soliditetsanalyse

Hensikten med soliditetsanalysen er å vurdere rederiets evne til å stå imot nedgangstider. En sterk økonomisk bunnlinje gir et godt utgangspunkt for dette. Soliditeten til en virksomhet gjenspeiler hvordan den underliggende langsiktige kredittrisikoen er. I den forbindelse vil egenkapitalprosenten til Solstad måles og vurderes opp mot de sammenlignbare rederiene, jamfør kapittel 2.3. Deretter vil det gjennomføres en analyse av netto driftsrentabilitet. Avslutningsvis vil det utføres en statistisk finansieringsanalyse.

Egenkapitalprosent (ekp)

Egenkapitalprosenten gir en indikasjon på hvor godt skjermet kreditorene er for tap (Knivsflå, 2016). Desto høyere egenkapitalprosent, desto bedre er det for kreditorer. Solstad har en målsetning om at egenkapitalprosenten ikke skal være mindre enn 30 prosent (Solstad, 2016). Økonomisk underskudd går mot egenkapitalen, og på den måten reflekterer egenkapitalen bunnlinjen. I hvilken grad dette forholdet bør være varierer imidlertid i stor grad mellom virksomheter og næringer. Kapitalintensive og sykliske næringer som offshore servicenæringen er et eksempel på hvor en solid bunnlinje implisitt er krevd. Beregning som følger:

$$\text{Egenkapitalprosent} = \frac{(EK + MI)}{TK}$$



Tabell 37: Egenkapitalprosent

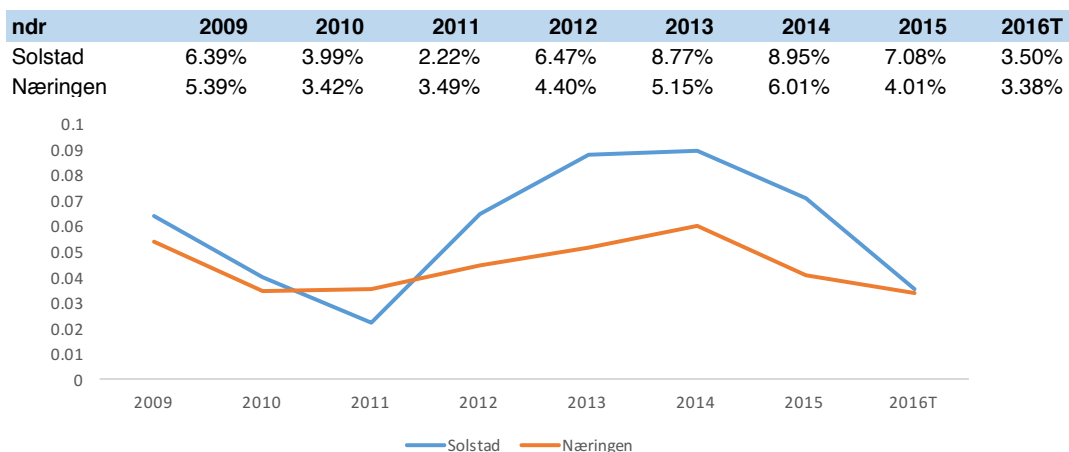
Solstad har som nevnt en målsetning om å ha en egenkapitalprosent større enn 30 prosent. Den negative trenden har snudd fra 2015 til 2016T, men er fortsatt i underkant av målsetningen. Det er imidlertid et godt tegn at rederiet har klart å forbedre den økonomiske bunnlinjen i dette markedet. Dette skyldes nedbetalinger av gjeldsforpliktelse, både obligasjonslån og av langsiktige pantelån. Restruktureringen i 2016T har ført til en bedre bunnlinje sammenlignet med bransjegjennomsnittet. År 2016T viser en fordel målt mot næringen.

Det er viktig å påpeke at skipsflåten sin markedsverdi fluktuerer i stor grad, og det er vanskelig å fastsette en virkelig verdi. De varige driftsmidlene til Solstad har en høy tilknyttet risiko på bakgrunn av usikkerheten i regnskapsestimaterne. Denne objektrisikoen kommer av ledelsens varierende skjønnsmessige vurderinger, jamfør ISA 540, og variasjon i anvendte meglereestimater. Dette kan medføre at egenkapitalprosenten er misvisende, og at feilaktige antagelser om de underliggende økonomiske forholdene legges til grunn.

Netto driftsrentabilitet (ndr)

Hensikten med den tidligere gjennomførte omgrupperingen har vært å få frem den underliggende normaliserte lønnsomheten knyttet til netto driftskapital. Ved å analysere netto driftsrentabilitet får en målt lønnsomheten skapt gjennom driften til rederiet. Følgende formel er anvendt (Knivsflå, 2016):

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



Tabell 38: Netto driftsrentabilitet

Med unntak av årene 2010, 2011 og 2016T har netto driftsrentabilitet vært relativt god. Nedgangen i 2016T skyldes hovedsakelig en kraftig redusert omsetning i PSV- og AHTS-skipsegmentene. CSV-segmentet har hatt en liten nedgang. Reduksjonen i forholdet har blitt redusert som følge av ledelsens ulike kostnadsreduserende tiltak. Solstad har historisk og i 2016T en bedre netto driftsrentabilitet enn næringen, men nedgangen kan kategoriseres som et ”rødt flagg”.

Statisk finansieringsanalyse

En statisk finansieringsanalyse anvendes for å analysere hvordan Solstad har finansiert eiendelene sine (Knivsflå, 2016). Finansieringsstrukturen vil bli presentert ved bruk av en finansieringsmatrise. Aktiva er rangert etter likviditet vertikalt, med driftsrelaterte anleggsmidler som minst likvid og finansielle omløpsmidler som mest likvid. Horisontalt rangeres passiva etter hvor risikabel finansieringskilden er. Følgelig er egenkapital minst risikabel, mens kortsiktig finansiell gjeld er mest. Helningen gir en indikasjon på risikoen til investeringen. Desto fortere matrisen faller i ”bunn”, desto mer solid er finansieringen.

Solstad 2015	EK	MI	LDG	LFG	KDG	KFG	TE	TE i %
DAM	3,553	115	213	9,274	529	467	14,149	87.15%
FAM						62	62	0.38%
DOM							999	6.15%
FOM						1,025	1,025	6.31%
TK	3,553	115	213	9,274	529	2,554	16,236	
TK i %	21.88%	0.71%	1.31%	57.12%	3.26%	15.73%		100%

Tabell 39: Statisk Finansieringsmatrise, Solstad 2015

Finansieringsmatrisen for 2015 illustrerer den finansielle situasjonen godt. Egenkapitalen stod for 21,88 prosent av finansieringen av de driftsrelaterte anleggsmidlene, mens den langsiktige finansielle gjelden stod for 57,12 prosent. Dette kan blant annet skyldes at egenkapitalen ble redusert med omtrent NOK 1.500 millioner fra 2014 til 2015, samt manglende nedskrivninger av anleggsmidlene gjør forholdet skjevfordelt. Dette utgjør imidlertid en ulempe for Solstad, men som det fremkommer av matrisen i tabell 40 har restruktureringsprosessen resultert i en bedret finansieringsstruktur.

Solstad 2016T	EK	MI	LDG	LFG	KDG	KFG	TE	TE i %
DAM	4,565	3	261	8,871			13,700	86.97%
FAM				62			62	0.39%
DOM				1,070			1,070	6.79%
FOM				20	630	270	920	5.84%
TK	4,565	3	261	10,022	630	270	15,752	
TK i %	28.98%	0.02%	1.66%	63.63%	4.00%	1.71%		100%

Tabell 40: Statisk Finansieringsmatrise, Solstad 2016T

Næringen	EK	MI	LDG	LFG	KDG	KFG	TE	TE i %
DAM	16,829	3,939	1,005	54,633	111		76,517	85.47%
FAM					725		725	0.81%
DOM					4,214	2,071	6,284	7.02%
FOM						5,998	5,998	6.70%
TK	16,829	3,939	1,005	54,633	5,049	8,069	89,524	
TK i %	18.80%	4.40%	1.12%	61.03%	5.64%	9.01%		100%

Tabell 41: Statisk Finansieringsmatrise for næringen

Oppsummering

Soliditetsanalysen viser at næringen har opplevd en svekket soliditet i løpet av analyseperioden. Egenkapitalprosenten har blitt redusert fra i overkant av 40 prosent i år 2009 til 25 prosent i år 2016T. Isolert sett har Solstad opplevd en økning i egenkapitalprosenten fra år 2015 til år 2016. Det er positivt for rederiet, men det er verdt å påpeke usikkerheten som knytter seg til regnskapsestimaterne. Netto driftsrentabilitet har i løpet av analyseperioden blitt svekket betydelig og gjenspeiler den krevende markedssituasjonen både for Solstad og for næringen. For flere av rederiene vil det være avgjørende å få på plass refinansiering av gjelden for å kunne sikre videre drift.

6.3 Syntetisk rating

Funnene i likviditet- og soliditetsanalysen brukes til å beregne en syntetisk rating for Solstad. Resultatet av den foretatt forholdstallsanalysen skal gi Solstad en karakter basert på den kumulative kredittrisikoen. Denne karakteren vil gi oss et kvantifisert estimat på sannsynligheten for konkurs i virksomheten ("p"), jamfør kapittel seks. For å være konsistent med Knivsflå sin metode, og gjennomførte analyser over, som på mange måter er en forenkling av Standard & Poor's kredittratingssystem. Karakterskalaen går fra D til AAA, og er basert på forholdstallene brukt i likviditets- og soliditetsanalysen, jamfør tabell 42.

Rating	Likviditetsgrad <i>LG1</i>	Rentedekningsgrad <i>RDG</i>	Egenkapitalprosent <i>ekp</i>	Netto driftsrentabilitete <i>ndr</i>	Sannsynligheten for konkurs <i>p</i>
AAA	11.600	16.900	0.940	0.350	0.0000
	8.900	11.600	0.895	0.308	
AA	6.200	6.300	0.850	0.266	0.0020
	4.600	4.825	0.755	0.216	
A	3.000	3.350	0.660	0.166	0.0008
	2.350	2.755	0.550	0.131	
BBB	1.700	2.160	0.440	0.096	0.0026
	1.450	1.690	0.380	0.082	
BB	1.200	1.220	0.320	0.068	0.0097
	1.050	1.060	0.270	0.054	
B	0.900	0.900	0.220	0.040	0.0493
	0.750	0.485	0.175	0.026	
CCC	0.600	0.070	0.130	0.012	0.1261
	0.550	-0.345	0.105	-0.002	
CC	0.500	-0.760	0.080	-0.016	0.2796
	0.450	-1.170	0.030	-0.030	
C	0.400	-1.580	-0.020	-0.044	0.5099
	0.350	-1.995	-0.100	-0.058	
D	0.300	-2.410	-0.180	-0.072	0.8554

Tabell 42: Knivsflå (2016) sin vurdering av syntetisk rating

Modellen anvender fire forholdstall, noe som er en forenkling av Standard & Poor's modell som er sammensatt av vesentlig flere måleparametere, nøkkeltall og fremtidsutsikter for å kvalitetssikre hvilket nivå kredittrisikoen ligger på. Presisjonen til Knivsflå sin modell vil derfor være lavere, og det kan av den grunn diskuteres hvor hensiktsmessig den er. Imidlertid vil den anvendes i mangel på tilgang til Standard and Poor's modell. Den syntetiske ratingen til Solstad og næringen blir dermed som følger:

Solstad	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016T	Vektet snitt
Likviditetsgrad 1	1.15	2.11	0.60	1.00	0.59	1.08	1.22	0.66	2.21	1.27
Rating	BB	BBB	CCC	BB	CCC	BB	BB	B	BBB	BB
Rentedekningsgrad	2.97	2.94	1.95	0.89	2.25	3.58	3.79	2.93	1.46	2.39
Rating	A	A	BBB	BB	BBB	A	A	A	BBB	BBB
Egenkapitalprosent	36 %	38 %	32 %	28 %	31 %	33 %	28 %	23 %	29 %	29 %
Rating	BBB	BBB	BBB	BB	BB	BBB	BB	B	BB	BB
Netto driftsrentabilitet	5.0 %	6.4 %	4.0 %	2.2 %	6.5 %	8.8 %	9.0 %	7.1 %	3.5 %	5.7 %
Rating	BB	BB	B	B	BB	BBB	BBB	BB	B	BB

Tabell 43: Syntetisk rating - Solstad

Næringen	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016T	Vektet snitt
Likviditetsgrad 1	1.47	1.73	1.24	1.12	1.06	1.15	0.93	0.94	1.13	1.12
Rating	BBB	BBB	BB	BB	BB	BB	B	B	B	BB
Rentedekningsgrad	2.74	3.06	1.56	1.45	1.68	1.94	2.19	1.57	1.16	1.70
Rating	A	A	BBB	BB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB
Egenkapitalprosent	35 %	41 %	34 %	31 %	32 %	31 %	29 %	23 %	23 %	28 %
Rating	BB	BBB	BB	BB	BB	BB	BB	B	BB	BB
Netto driftsrentabilitet	5.0 %	5.4 %	3.4 %	3.5 %	4.4 %	5.2 %	6.0 %	4.0 %	3.4 %	4.2 %
Rating	BB	BB	B	B	B	BB	BB	B	B	B

Tabell 44: Syntetisk rating - Næringen

Av tabell 43 fremkommer det ta Solstad har hatt en tidsvektet syntetisk rating på BB i analyseperioden, mens av tabell 44 fremkommer at næringen har hatt en gjennomsnittlig syntetisk rating på B. Utviklingen i den syntetiske ratingen i analyseperioden er i tråd med i de øvrige analysene i kapittel seks, og dette vurderes derfor som rimelig.

7. Avkastningskrav

I denne delen vurderes sentrale forhold knyttet til avkastningskravet. Dette er et relevant forholdstall for utredningen ettersom det vil bli benyttet som diskonteringsrente i den fundamentale verdsettelsen av Solstad. Samtidig fungerer den forventede avkastningen som en målestokk for å vurdere lønnsomheten målt gjennom rentabiliteten.

7.1 Analyse av krav

I utgangspunktet krever en investor minst like god avkastning på en kapitalplassering som en alternativ investering ville ført til, gitt likt risikogrunnlag (Knivsfå, 2016). En utbredt definisjon er at avkastningskravet tilsvarer den forventede avkastningen i et kapitalmarked, gitt det samme risikonivået som i den relevante virksomheten som vurderes. Dette bygger på det teoretiske fundamentet om at grad av risiko henger sammen med forventet avkastning. Generelt kan en dermed argumentere for at desto høyere et avkastningskrav er, desto høyere er den underliggende risikoen.

Videre forventes det at avkastningen skal dekke kapitalkostnaden som oppstår ved inflasjon, den tidsmessige kostnaden av å binde kapital og underliggende relevant risiko knyttet til kapitalplasseringen (Kaldestad & Møller, 2011). Investorer er på jakt etter virksomheter som har en rentabilitet høyere enn kravet ($ekr > ekk$). Når dette er tilfellet oppnår investor en merverdi på den investerte kapitalen. Slike virksomheter er attraktive, og kan lettere hente finansiering i kapitalmarkedet ved behov. Imidlertid varierer den relevante risikoen mellom ulike investorer. Dette varierer i takt med investorens investeringsportefølje, og hvilken finansieringskilde investoren representerer. For eksempel vil egenkapital, kapital fra gjeld og obligasjonslån ha ulik risiko, og dermed ha en forskjellig forventning til avkastning.

For å skape sammenlignbarhet mellom de ulike kapitalkildene vil en benytte seg av rederiets gjennomsnittlige vektete kapitalkostnad av egenkapital og gjeld ("WACC"). På den måten finner en avkastningskravet til totalkapitalen. Formelen anvendt er som følger:

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

For å identifisere kravet til egenkapitalen alene brukes kapitalverdimodellen. Denne modellen bygger på en forutsetning om et ”perfekt” kapitalmarkedet. Det innebærer i teorien at den usystematiske risikoen er diversifisert bort hos en rasjonell investor, og av den grunn vil bare den systematiske markedsrisikoen være av relevans (Knivsflå, 2016). Kapitalverdimodellen etter skatt:

$$ekk = r_f * (1 - s) + \beta EK * [E(r_m) - r_f * (1 - s)] + ilp$$

$$ekk = r_f * (1 - s) + \beta EK * mrp + ilp$$

I praksis trekkes ikke skatt i fra den risikofrie renten ettersom det eksisterer en utbredt formening om at denne skattesatsen ligger implisitt i markedsrisikopremien. Gitt dette resonnementet vil dermed skatteeffekten bli hensyntatt to ganger etter Knivsflå sin metode. Til tross for dette benyttes Knivsflå sitt rammeverk for å sikre konsistens gjennom hele utredningen.

Den risikofrie renten representerer avkastningen på investert kapital i nasjonale statsobligasjoner, hvor en forutsetter null tap på hovedstol. Betaen til egenkapitalen reflekterer hvor sensitiv virksomheten er overfor den systematiske risikoen (Bøhren & Michalsen, Finansiell økonomi - teori og praksis, 2012). En illikviditetspremie er lagt ved tilslutt fordi en i praksis kan anta at det ikke eksisterer et perfekt kapitalmarkedet (Knivsflå, 2016). Hensikten til denne illikviditetsfaktoren er at den skal fange opp denne markedssvikten. Markedsrisikopremie er den avkastningen investorene krever for å påta seg den systematiske risikoen, fratrukket den risikofrie renten.

Ytterligere kritikk til modellen bygger på at de virkelighetsforenklende forutsetningene som ligger til grunn ikke vil være gyldig i realiteten. For eksempel at all informasjon er reflektert i markedsprisene, det ikke eksisterer transaksjonskostnader, all aktiva er omsettelig i markedet eller at alle investorer er risikoavers. Økning eller reduksjon i risiko tilsvarer en tilsvarende endring i forventet avkastning (Damodaran, 2012). Følgelig er ikke alle investorer rasjonelle og det foreligger transaksjonskostnader (Schjølberg, 2009). Til tross for dette anvendes modellen i praksis, og den legges derfor til grunn i utredningen.

Videre vil minoritetene til en virksomhet ha et annet egenkapitalkrav. Ifølge Knivsflå (2016) krever minoritetene en ekstra illikviditetspremie ettersom de er mindre likvid. De får dermed

kompensert for den ekstra underliggende risikoen knyttet til grad av illikviditet eller lave handlingsrom. Dette kan uttrykkes på følgende måte:

$$mik = ekk + ilp_{MI}$$

Det finansielle gjeldskravet baserer seg på kredittrisikoen til selskapet, jamfør kapittel seks, og den risikofrie renten. Kan uttrykkes ved følgende beregninger (Knivsflå, 2016):

$$fgk = r_f * (1 - s) + t * p * (1 - s)$$

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

7.1.1 Risikofri rente

Risikofri rente utgjør det første leddet i kapitalverdimodellen, og skal representere en avkastning en kan forvente når risikoen er tilnærmet lik null. Sannsynligheten for mislighold- og konkurs er veldig lav (Kaldestad & Møller, 2011). Statsobligasjonsrenten til nasjoner med en god kredittrating reflekterer et godt estimat på hva den risikofrie renten er (Koller, Goedhart, & Wessels, 2010). For eksempel er den norske stat AAA-ratet. Det gjør at kapitalplasseringer i norske statsobligasjoner er vurdert til å være svært sikkert. I utgangspunktet reflekterer den risikofrie renten den laveste avkastningen et prosjekt med risiko må gi.

Statsobligasjonene er utstedt med en vid variasjon av forfallstidspunkt som fører til ulike rentenivå. Hvorvidt en skal bruke kort eller lang statsobligasjonsrente er en relevant problemstilling ettersom dette vil påvirke størrelsen på avkastningskravet. Tidshorisonten setter føringer for hvordan renten vil være. Vanligvis vil for eksempel en tre måneders effektiv NIBOR-rente være mer volatil enn en tiårig statsobligasjonsrente. Dermed kan en anta at en lang tidshorisont vil gi et mer stabilt avkastningskrav enn en kort statsobligasjonsrente.

I utredningen legges det til grunn en norsk tiårig statsobligasjonsrente. Renten anvendt vil være mer stabil. Det er hensiktsmessig ettersom Solstad operer i en syklisk næring. Durasjonen er i tillegg relativt sammenfallende med analyseperioden på åtte år. Det argumenteres for at en ulempe ved bruk av langsiktig rente er at en likviditetspremie og en premie for inflasjonsrisiko er innbakt i statsobligasjonsrenten (Kaldestad & Møller, 2011). Det kan i den forbindelse derfor være hensiktsmessig å anvende en statsobligasjon utstedt i

lik valuta som den virksomheten som skal verdsettes benyttes. På den måten er en konsistent ved bruk av inflasjon i kontantstrøm og diskonteringsrente.

Risikofri rente	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016T	Vektet snitt
10-årig norsk statsobligasjon	4.47%	4.00%	3.52%	3.12%	2.10%	2.58%	2.52%	1.57%	1.27%	2.26%
Risikofri rente etter skatt	3.22%	2.88%	2.53%	2.25%	1.51%	1.86%	1.84%	1.15%	0.95%	1.65%

Tabell 45: Risikofri rente etter skatt

I tabell 45 presenteres et tidsvektet snitt for risikofri rente etter skatt. Tiårig norsk statsobligasjon for 2016T er regnet ut som gjennomsnittet av dagskurser til og med 27 juli 2016. Det anvendes en risikofri rente etter skatt. Det kan diskuteres hvorvidt en skal benytte risikofri rente før eller etter skatt. Som nevnt i kapittel 7.1 er det i praksis mer vanlig å anta at skatten blir tatt hensyn til implisitt gjennom markedets risikopremie.

7.1.2 Risikopremie

Markedets risikopremie er differansen mellom den risikofrie renten etter skatt og den forventede avkastningen på investeringen. Premien defineres som den avkastningen en investor krever for å ta på seg markedsrisiko knyttet til virksomheten, justert for risikofri rente etter skatt (Palepu, Healy, & Peek, 2013). Det eksisterer mange forskjellige metoder for å beregne markedsrisikopremien. Hvilken verdi en velger er imidlertid en skjønnsmessig vurdering. Forholdet kan beskrives som følgende:

$$mrp = r_m - r_f * (1 - s)$$

$$r_m = \text{markedsavkastning}$$

Kaldestad og Møller (2011) deler argumenterer for tre forskjellige tilnæringer for beregning av markedsrisikopremien. En kan vurdere den implisitte markedsrisikopremien ved å analysere hva dagens aksjekursnivå impliserer. Det trekkes frem at fordelene med denne teknikken er at den er mer fremover fokusert og fanger opp endringer i risikopremien over tid. På den annen side er fremtiden usikker og markedsforventningene fluktuerte i stor grad. Resultatet er en volatil markedsrisikopremie, samtidig som metoden i praksis lar seg vanskelig benytte. PwC har blant annet benyttet denne metoden og funnet en implisitt median markedsrisikopremie i Norge på 5,40 prosent, for tidsperioden mellom første kvartal 2010 og tredje kvartal 2014 (PwC, 2015).

Alternativt kan en anvende det historiske datagrunnlaget for å beregne markedsrisikopremien. Det gjøres ved å analysere aksjekursers historiske avkastning relativt til risikofri rente

(Kaldestad & Møller, 2011). Metoden er mest anvendt i praksis. Det argumenteres for at empirisk informasjon gir det mest pålitelige datagrunnlaget for å kunne predikere fremtiden på grunn av at dataen reflekterer hendelser som faktisk har skjedd.

På den annen side er det ingenting som skal tilsi at historikken vil gjenta seg. Samtidig bygger datagrunnlaget på en skjevfordeling ved at virksomheter som har gått konkurs er ekskludert (Kaldestad & Møller, 2011). I utgangspunktet vil teknikken være ideell, gitt at risikoaversjon i markedet forblir uendret (Koller, Goedhart, & Wessels, 2010). Aswath Damodaran har beregnet den norske markedsrisikopremie til å være 6,25 prosent (Damodaran, 2016).

Til slutt blir det gjennomført spørreundersøkelser blant investorer og fagfolk for å komme frem til et resultat (Kaldestad & Møller, 2011). Gitt representative deltakere, vil en spørreundersøkelse kunne gi et godt estimat på forventningene i markedet fremover. Resultatet av undersøkelsen er basert på markedskonsens, uavhengig av historisk data. På den annen side kan det argumenteres for at deltagere lar seg påvirke av marked estimater- og tilstand på undersøkelsestidspunktet.

I utredningen legges det til grunn Pablo Fernandes' årlige markedsundersøkelse av markedsrisikopremien (Fernandez, Ortiz, & Acin, 2016). For 2016 fremlegges nødvendig markedsrisikopremie istedenfor forventet risikopremie. Rapporten fremlegger markedsrisikopremien for 71 land, basert på 6.932 besvarelser. Det gir en gjennomsnittlig markedsrisikopremie i Norge på 5,50 prosent, og en median på fem prosent. PwC har i samarbeid med Norsk Finansanalytikere Forening også foretatt en tilsvarende markedsundersøkelse direkte i det norske markedet og kommet frem til en markedsrisikopremie på fem prosent (PwC, 2015).

Videre i utredningen anvendes en markedsrisikopremien på fem prosent som grunnlag. Det historiske datagrunnlaget er vurdert som litt for høyt, mens den implisitte risikopremien er beregnet ut fra en ustabil markedsperiode. Markedskonsensus er av den grunn vurdert til å være det mest representative utvalget. Dette kan videre underbygges av at den normaliserte markedsrisikopremien i perioden 1958 til 2015 var fem prosent (Knivsflå, 2016).

7.1.3 Illikviditetspremie

Det siste leddet i kapitalverdimodellen er illikviditetspremien (*ilp*), og utgjør en form for volatilitetsjustering. Formålet bak dette leddet er å korrigere for markedssvikt som skyldes

brudd på forutsetningen om et perfekt kapitalmarkedet (Knivsflå, 2016). Solstad er notert på Oslo Børs, og det foreligger ingen begrensninger for omsetningen (Solstad Offshore ASA, 2016a). Imidlertid omsettes aksjen i liten skala. Det kan skyldes en kombinasjon av markedssituasjonen, samtidig som rederiet hovedsakelig er eid av ett par store aktører. Majoritetsandelen utgjør omtrent 98,56 prosent av aksjene (Solstad Offshore ASA, 2016b). Konsekvensen er innlåste aksjer som medfører en lav omsettelighet. Det fører til at det kan være vanskeligere å kvitte seg med aksjer på et ønsket tidspunkt (Kaldestad & Møller, 2011). Historisk sett har Solstad vært attraktiv for investorer ettersom de har levert utbytte, men som konsekvens av inneværende markedsnedgang er utbyttet satt til null. Det kan argumenteres for at det vil gjøre aksjen mindre attraktiv, og dermed føre til en økt illikviditetsgrad.

I mangel på teoretisk litteratur argumenterer Knivsflå for bruk av ”beste skjønn” i bestemmelsen av illikviditetspremien. Basert på beste skjønn settes illikviditetspremien til 1,5 prosent for majoriteten. Risikoen til minoriteten er vurdert til å være litt høyere enn for majoriteten, og dermed settes den til tre prosent i tråd med Knivsflå (2016) sine vurderinger rundt temaet.

Hvert objekt som kjøpes har en tilhørende risiko. For Solstad vil dette hovedsakelig gjelde skipene til rederiet, jmfør kapittel 6.3. I den forbindelse kan det argumenteres for at det eksisterer en objektrisiko, som burde vært inkludert i den skjønnsmessige fastsettelsen av illikviditetspremien. For Solstad kan en argumentere for at illikviditetspremien skulle vært høyere, for å ta hensyn til risikoen knyttet til rederiets skipsflåte. Skip som selges i dagens marked selges til konkurspriser langt under bokført verdi.

7.1.4 Egenkapitalbeta

Endringer i et selskaps aksjekurs sett i sammenheng med markedet generelt blir brukt som et mål på hvor sensitivt et selskap er for endringer i markedet (Palepu, Healy, & Peek, 2013). Egenkapitalbetaen (β_{EK}) reflekterer dette forholdet, og representerer den systematiske risikoen en investor påtar seg ved å investere i et selskap. Markedsindeksen blir brukt som referanseverdi, og det antas at denne er lik én. Virksomheter som har en egenkapitalbeta lavere enn en er mindre sensitive for endringer i markedet, visa versa for egenkapitalbetaer større enn en. Dersom et selskap har en egenkapitalbeta lik en, vil selskapet samvariere i takt med markedet.

Egenkapitalbeta for børsnoterte selskaper regnes ut ved hjelp av historiske aksje- og indeksskurser. For selskap som ikke er børsnotert kan en benytte seg av såkalt børskopiering (Knivsflå, 2016). Ettersom Solstad og de andre rederiene i analysen alle er børsnotert går en ikke nærmere inn på dette.

Hvilken markedsindeks som skal anvendes kan imidlertid variere. Ettersom Solstad opererer i internasjonalt vil det være mest hensiktsmessig å benytte seg av en global markedsindeks (Bøhren & Gjærum, 2010). Det benyttes en markedsindeks målt opp mot den historiske kursutviklingen i Solstad for å beregne et estimat på (β_{EK}). I tillegg vil det foretas samme beregninger for de sammenlignbare rederiene. Samlet utgjør disse bransjebetaen (β_B).

Egenkapitalbetaen er gitt med følgende formel (Ross, Westerfield, & Jaffe, 2013):

$$\beta_{EK} = \frac{Cov(R_i, R_m)}{Var(R_m)}$$

For å estimere bransjebetaen (β_B) må en først definere beta til netto driftskapital (β_{NDK}), som er gitt med følgende formel:

$$\beta_{NDK_i} = \frac{EK_i + MI}{NDK_i} * \beta_{EK_i}$$

Bransjebetaen er et verdi vektet gjennomsnitt av alle de sammenlignbare rederiene i analysen, og defineres som:

$$\beta_{Bransje} = \frac{NDK_1 * \beta_{NDK1} + NDK_2 * \beta_{NDK2} + \dots + NDK_i * \beta_{NDK_i}}{NDK_1 + NDK_2 + \dots + NDK_i}$$

Det er flere ulike faktorer en må ta hensyn til ved beregning av betaverdi. Blant annet vil lite handel i selskapenes aksjer, lav oljepris og andre verdensmarkeder ha betydning for utviklingen i aksjekurs, og da også betaverdi. I tillegg vil usikkerheten knyttet til næringens fremtid ha betydning for betaverdiene.

Før en kan beregne Solstad sin egenkapitalbeta må en først definere analyseperiode, avkastningsintervall og markedsindeks (Damodaran, 2012). De historiske aksje- og indeksskursene som benyttes i beregningene bør reflektere enn normal utvikling i næringen. For å ta høyde for at Solstad opererer i en syklisk næring velges en analyseperiode på linje med regnskapsanalysen.

Fra år 2008 til 2016 har rederiene vært utsatt for to store negative markedshendelser i form av finanskrisen, og oljeprisfallet høsten 2014. For å ta høyde for sjokk i markedet velges et ukentlig avkastningsintervall. Dette vil også være med på å redusere feilkilder knyttet til manglende likviditet i aksjene (Damodaran, 2012).

Ettersom offshore servicerederienes aktivitet er knyttet opp til petroleumsnæringen vil ikke OSEBX gi en tilstrekkelig diversifisert markedsindeks (Finanstilsynet, 2016). Oslo Børs er svært råvaresensitiv og prisen på olje spiller en stor rolle for utviklingen. For å ta hensyn til dette benyttes Morgan Stanley Capital Index (*MSCI*) som markedsindeks. MSCI er en internasjonal indeks som gjenspeiler utviklingen i store- og mellomstore selskaper i 23 ulike land, hvor fremvoksende økonomier er ekskludert (MSCI World, 2016).

Beregning av egenkapitalbeta

Før regresjonsanalysen omgjøres all kursinformasjon til logaritmisk avkastning. Denne metoden bidrar til redusert volatilitet i aksjekursene. Videre utføres regresjonsanalysen for Solstad, Farstad, DOF, Rem, Siem mot verdensindeksen MSCI. I tillegg beregnes beta til netto driftskapital for hvert av selskapene, og bransjebeta blir presentert.

	βEK	βNDK
Solstad	0.835	0.213
Farstad	0.754	0.217
DOF	0.881	0.169
Rem	-0.233	-0.082
Siem	1.030	0.393
Bransjebeta βB	0.875	0.235

Tabell 46: Egenkapitalbeta for alle selskap mot MSCI

Som det fremgår av tabell 46 varierer betaverdien til rederiene. Rem skiller seg negativt ut med en negativ betaverdi på -0,233. En negativ betaverdi indikerer lav samvariasjon mot indeks. Dette skyldes i hovedsak lite handel i aksjen. Tall fra Oslo Børs viser at det totale antall handelsdager siden januar i 2015 kun er 79, mens tilsvarende tall for de andre selskapene indikerer daglig handel. Rem utelates derfor fra beregningen av bransjebetaen.

Bransjebetaen beregnes til 0,875, ekskludert Rem. Solstad opererer i en syklisk næring med høy risiko for påvirkning av eksterne faktorer. Det konkluderes derfor med at både bransjebeta og Solstad sin egenkapitalbeta er lav. Det foretas videre en justering av betaverdien. I denne sammenheng finnes det en rekke teknikker som gjør dette mulig. Blant annet kan en foreta en Bloomberg-justering av betaverdien (Damodaran 2012a). Justeringen gjøres med følgende formel:

$$\beta_{adjusted} = \beta_{raw} * \frac{2}{3} + 1,00 * \frac{1}{3}$$

β_{raw} er den ujusterte betaverdien og vektes med to tredjedeler. Videre indikerer empirisk forskning at betaverdien tenderer til å bevege seg mot markedsporteføljen. Det gir en beta lik én, og denne vektes med en tredjedel (Damodaran 2012a). Ettersom Solstad opererer i en syklisk næring med høy risiko er det vurdert som lite hensiktsmessig å foreta en Bloomberg-justering.

En alternativ teknikk er å benytte Damodaran sin bransjebeta, som baseres på langt flere virksomheter. Næringen ”*Oilfield Services/Equipment*” gir en unlevered beta på 1,41 (Damodaran, 2016). Bransjebetaen baseres på 143 ulike selskaper. Det er viktig å påpeke at en slik bransjebeta inkluderer selskaper som har en relativt liten eksponering mot de samme faktorene som norske offshore servicereederier. Blant annet inngår selskapet Terra Vest Capital Inc, som leverer propantrucker og annet serviceutstyr til en rekke ulike næringer. Bransjebetaen tar heller ikke hensyn til effekter knyttet til den maritime næringsklyngen, jamfør kapittel 4.2. Det er også verdt å påpeke at analyseperioden til Damodaran avviker fra analyseperioden lagt til grunn i denne utredningen.

Basert på overnevnte forhold og skjønnsmessige vurderinger legges bransjebetaen til Damodaran, egen beregnet bransjebeta, og Solstads beregnede egenkapitalbeta med en tredjedel hver. Samlet utgjør disse justert egenkapitalbeta for Solstad.

	Vekt	β
Bransjebeta β_B	1/3	0.875
Damodaran β_B	1/3	1.410
Solstad β_{EK}	1/3	0.835
Justert β_{EK} for Solstad	1	1.040

Tabell 47: Justert egenkapitalbeta Solstad

De ulike betaverdiene varierer. Slike relativt store differanser innebærer et sprik i subjektive vurderinger. I verddivurdering i praksis benyttes ofte multipler for å ta hensyn til dette. En justert egenkapitalbeta på 1,04 for Solstad er ansett som lav. Intuitivt skulle en tro at en betaverdi nærmere to ville gjenspeilet dagens krevende markedssituasjon. Til tross for dette legges en egenkapitalbeta på 1,04 til grunn for videre beregninger.

I tillegg beregnes betaverdier ved hjelp av kortere analyseperioder, samt opp mot OSEBX-indeksen for å undersøke resultatene over. Disse beregningene er i samsvar med resultatene som er presentert i tabell 47.

7.1.5 Beta til netto finansiell gjeld

Beta til netto finansiell gjeld beregnes ved hjelp av beta til finansiell gjeld og finansielle eiendeler, og defineres med følgende formel (Knivsflå, 2016):

$$\beta_{NFG} = \beta_{FG} * \frac{\text{Finansiell gjeld}}{\text{Netto finansiell gjeld}} - \beta_{FE} * \frac{\text{Finansielle eiendeler}}{\text{Netto finansiell gjeld}}$$

Først vil beta til finansiell gjeld beregnes. Deretter beregnes beta til finansielle eiendeler. Implisitt finner en beta til finansiell gjeld ved å multiplisere markedsrisikodelen (*mrd*) med kredittrisikopremien (*krp*) for så å dividere dette på markedets risikopremie (*mrp*). Markedsrisikodelen er i følge Knivsflå (2016) definert som den delen av konkurrisikoen som tilhører markedsrelaterte forhold, og er beregnet mellom null og en. Med en markedsrisikodel på en innebærer dette at all risiko er selskapsspesifikk og kan diversifiseres bort. Beta til finansiell gjeld beregnes ved hjelp av følgende formel (Knivsflå, 2016):

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

Offshore servicenæringen er syklisk og påvirkes av ulike markedsforhold. Dette taler for en høy markedsrisikodel. Skjønnsmessig fastsettes markedsrisikodelen til 40 prosent. Rating-systemet i MRR413a legges til grunn, jamfør kapittel 6.3.

Rating	Kort krp etter skatt	Lang-tillegg etter skatt	Lang krp etter skatt
AAA	0.002	0.004	0.006
AA	0.004	0.004	0.008
A	0.005	0.004	0.010
BBB	0.010	0.004	0.014
BB	0.027	0.004	0.031
B	0.040	0.004	0.044
CCC	0.079	0.004	0.083
CC	0.145	0.004	0.149
C	0.210	0.004	0.214
D	0.276	0.004	0.280

Tabell 48: Kredittrisikopremie etter skatt (Knivsflå 2016)

Markedsrisikopremien på fem prosent som ble estimert i delkapittel 7.1.2 legges til grunn. Beta til netto finansiell gjeld presenteres i tabell 50.

Finansiell gjeldsbeta	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016T	Vektet snitt
Rating Solstad	BB	BB	B	B	BB	BBB	BBB	BB	B	BB
Lang kredittisikopremie (krp)	3.1%	3.1%	4.4%	4.4%	3.1%	1.4%	1.4%	3.1%	4.4%	3.3%
Markedsrisikopremie (mrp)	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
Markedsrisikodel (mrd)	40.0%	40.0%	40.0%	40.0%	40.0%	40.0%	40.0%	40.0%	40.0%	40.0%
βFG	0.248	0.248	0.352	0.352	0.248	0.112	0.112	0.248	0.352	0.262

Tabell 49: Finansiell gjeldsbeta for Solstad

Videre beregnes beta til finansielle eiendeler ved hjelp av følgende formel (Knivsflå, 2016):

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

KON representerer kontanter, mens FOR er fordringer og INV er investeringer. Det forutsettes at kontanter er risikofrie slik at betaverdien settes til null. Betaverdien til fordringene estimeres ved hjelp av syntetisk rating, jmfør kapittel 6.3, og utledes ved hjelp av følgende formel (Knivsflå, 2016):

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

Finansiell eiendelsbeta	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016T	Vektet snitt
Rating fordringer	BB	BB	B	B	BB	BBB	BBB	BB	B	BB
Kort kredittisikopremie (krp)	2.7%	2.7%	4.0%	4.0%	2.7%	1.0%	1.0%	2.7%	4.0%	2.9%
Markedsrisikopremie (mrp)	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
Markedsrisikodel (mrd)	40.0%	40.0%	40.0%	40.0%	40.0%	40.0%	40.0%	40.0%	40.0%	40.0%
Fordringsbeta	21.6%	21.6%	32.0%	32.0%	21.6%	8.0%	8.0%	21.6%	32.0%	23.0%
Kontantbeta	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Kontantvekt	0.34	0.75	0.62	0.48	0.61	0.64	0.63	0.62	0.57	0.59
Fordringsbeta	0.216	0.216	0.320	0.320	0.216	0.080	0.080	0.216	0.320	0.230
Fordringsvekt	0.21	0.24	0.37	0.52	0.39	0.36	0.36	0.38	0.43	0.39
Investeringsbeta	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000
Investeringsvekt	0.45	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	-	0.02
βFE	0.494	0.054	0.123	0.170	0.088	0.031	0.031	0.084	0.137	0.117

Tabell 50: Fordringsbeta og finansiell eiendelsbeta for Solstad

Fordringsbeta og finansiell eiendelsbeta presenteres i tabellen over. Videre benyttes disse størrelsene for å estimere netto finansiell gjeldsbeta.

Netto finansiell gjeldsbeta	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016T	Vektet snitt
Finansiell gjeldsbeta	0.248	0.248	0.352	0.352	0.248	0.112	0.112	0.248	0.352	0.262
Finansiell gjeldsvekt	1.12	1.39	1.17	1.09	1.10	1.14	1.15	1.12	1.10	1.13
Finansiell eiendelsbeta	0.494	0.054	0.123	0.170	0.088	0.031	0.031	0.084	0.137	0.117
Finansiell eiendelsvekt	0.12	0.39	0.17	0.09	0.10	0.14	0.15	0.12	0.10	0.13
βNFG	0.218	0.323	0.392	0.369	0.263	0.123	0.124	0.267	0.374	0.282

Tabell 51: Netto finansiell gjeldsbeta for Solstad

7.1.6 Beta til netto driftskapital

Beta til netto driftskapital beregnes ved å benytte et vektet betaestimat med utgangspunkt i selskapets ulike betaverdier. Det forutsettes at egenkapitalbetaen forutsettes å være like beta til minoriteter. Beta til netto driftskapital defineres som (Knivsflå, 2016):

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

Når en estimerer beta til netto driftskapital legges Miller og Modigliani sin første proposisjon til grunn, som forutsetter at verdien til et selskap er uavhengig av finansieringen (Damodaran, 2012). Dermed kan en anta at verdien til netto driftskapital er uavhengig av Solstad sin finansiering, og at beta til netto driftskapital er konstant gjennom analyseperioden.

Netto driftsbeta	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016T	Vektet snitt
Egenkapitalbeta	?	?	?	?	?	?	?	?	?	1.040
EK/NDK	0.52	0.46	0.33	0.31	0.36	0.38	0.33	0.25	0.33	0.33
Egenkapitalbeta	?	?	?	?	?	?	?	?	?	1.040
MI/NDK	0.00	0.00	0.03	0.00	0.00	0.00	0.01	0.01	0.00	0.01
Netto finansiell gjeldsbeta	0.218	0.323	0.392	0.369	0.263	0.123	0.124	0.267	0.374	0.282
NFG/NDK	0.48	0.54	0.63	0.69	0.64	0.62	0.67	0.75	0.67	0.66
Netto driftsbeta	?	?	?	?	?	?	?	?	?	0.539

Tabell 52: Netto driftsbeta for Solstad

I henhold til forutsetningene gir beregningene en netto driftsbeta på 0,539 for hele analyseperioden. Netto driftsbeta vil også benyttes i fremtidskravet, jmfør kapittel 10.3.

7.1.7 Utrekning av egenkapitalbeta

Dersom en legger til grunn Miller Modigliani sin andre proposisjon vil egenkapitalkostnaden påvirkes av risikoen knyttet til selskapets finansieringsstruktur (Knivsflå, 2016). Dette skyldes en høy gjeldsgrad forbindes med finansiell risiko. For å gjenspeile den økte risikoen som følger av høy gjeldsgrad presenteres formelen for egenkapitalbetaen under:

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

Ved å benytte netto driftsbeta kan egenkapitalbeta for hvert år estimeres. Dette gjøres ettersom Solstad sin finansieringsstruktur varierer gjennom analyseperioden. Egenkapitalbeta estimeres ved hjelp av følgende formel (Knivsflå, 2016):

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

Resultatene presenteres i tabellen under. Tidsvektet egenkapitalbeta beregnes til 1,06. Dette representerer et avvik på 0,019 sammenlignet med den opprinnelige egenkapitalbetaen på 1,04, jamfør tabell 47. Slike marginale avvik er naturlige og oppstår som følge av ikke-linearitet (Knivsfå, 2016).

Egenkapitalbeta	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016T	Vektet snitt
Netto driftsbeta	0.54	0.54	0.54	0.54	0.54	0.54	0.54	0.54	0.54	0.54
NDK/(EK+MI)	1.92	2.18	2.74	3.18	2.79	2.62	3.01	3.93	3.04	3.05
Netto finansiell gjeldsbeta	0.22	0.32	0.39	0.37	0.26	0.12	0.12	0.27	0.37	0.28
NFG/(EK+MI)	0.92	1.18	1.74	2.18	1.79	1.62	2.01	2.93	2.04	2.05
Egenkapitalbeta	0.83	0.79	0.80	0.91	1.03	1.21	1.37	1.33	0.87	1.06

Tabell 53: Egenkapitalbeta per år for Solstad

7.1.8 Utregning av egenkapitalkrav

Beregningene over benyttes videre for å fastsette egenkapitalkrav og minoritetskrav. Dette gjøres ved å benytte kapitalverdimodellen. Minoritetskravet tillegges en illikviditetspremie på tre prosent, mens en benytter 1,5 prosent for majoriteten, jamfør delkapittel 7.1.3. Beregningene presenteres i tabell 54. Egenkapitalkravet har variert noe i analyseperioden med et tidsvektet gjennomsnitt på 8,44 prosent for majoriteten, og 9,44 prosent for minoriteten.

Historisk egenkapitalkrav	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016T	Vektet snitt
Risikofri rente etter skatt	3.22%	2.88%	2.53%	2.25%	1.51%	1.86%	1.84%	1.15%	0.95%	1.65%
Egenkapitalbeta	0.834	0.794	0.795	0.908	1.032	1.211	1.373	1.334	0.875	1.059
Risikopremie etter skatt	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%
Illikviditetspremie majoritet	1.50%	1.50%	1.50%	1.50%	1.50%	1.50%	1.50%	1.50%	1.50%	1.50%
Egenkapitalkrav	8.89%	8.35%	8.01%	8.29%	8.17%	9.41%	10.21%	9.32%	6.83%	8.44%
Illikviditetspremie minoritet	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%
Minoritetskrav	10.39%	9.85%	9.51%	9.79%	9.67%	10.91%	11.71%	10.82%	8.33%	9.94%

Tabell 54: Historisk egenkapitalkrav og minoritetskrav for Solstad

7.2 Krav til netto finansiell gjeld

Netto finansielt gjeldskrav (nf_{gk}) kan beregnes ved hjelp av finansielt gjeldskrav (f_{gk}) og finansielt eiendelskrav (f_{ek}), og estimeres ved hjelp av følgende formel (Knivsfå, 2016):

$$nf_{gk} = f_{gk} * \frac{\text{Finansiell gjeld}}{\text{Netto finansiell gjeld}} - f_{ek} * \frac{\text{Finansielle eiendeler}}{\text{Netto finansiell gjeld}}$$

7.2.1 Finansielt gjeldskrav

Det finansielle gjeldskravet blir estimert som kapitalkostnaden til kreditor forbundet med å låne ut kapital til selskapet.

$$f_{gk} = r_f * (1 - s) + k_{rp}$$

For å beregne kredittrisikopremien (krp) benyttes syntetisk rating, jamfør kapittel 6.3. Solstad sitt finansielle gjeldskrav etter skatt gir et tidsvektet gjennomsnitt på 4,93 prosent for hele analyseperioden.

Finansielt gjeldskrav	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016T	Vektet snitt
Rating Solstad	BB	BB	B	B	BB	BBB	BBB	BB	B	BB
Lang kredittrisikopremie (krp) e/skatt	3.10%	3.10%	4.40%	4.40%	3.10%	1.40%	1.40%	3.10%	4.40%	3.28%
Risikofri rente etter skatt	3.22%	2.88%	2.53%	2.25%	1.51%	1.86%	1.84%	1.15%	0.95%	1.65%
Finansielt gjeldskrav e/skatt	6.32%	5.98%	6.93%	6.65%	4.61%	3.26%	3.24%	4.25%	5.35%	4.93%

Tabell 55: Finansielt gjeldskrav etter skatt for Solstad

7.2.2 Finansielt eiendelskrav

Det finansielle eiendelskravet estimeres ved å benytte det gjennomsnittlige vektete kravet for finansielle eiendeler. I denne sammenheng er finansielle eiendeler kontanter, fordringer og investeringer.

$$fek = r_f * (1 - s) * \frac{KON}{FE} + (r_f * (1 - s) * krp_{FOR}) * \frac{FOR}{FE} + (r_f * (1 - s) + \beta_{INV} * mrp + ilp) * \frac{INV}{FE}$$

$$\text{Kontantkravet} = r_f * (1 - s) * \frac{KON}{FE}$$

$$\text{Fordringskravet} = (r_f * (1 - s) * krp_{FOR}) * \frac{FOR}{FE}$$

$$\text{Investeringskravet} = (r_f * (1 - s) + \beta_{INV} * mrp + ilp) * \frac{INV}{FE}$$

Kontanter regnes som risikofrie og kravet fastsettes derfor på bakgrunn av risikofri rente etter skatt (Knivsflå, 2016). Fordringer med tilhørende kredittrisikopremie fastsettes i henhold til syntetisk rating, jamfør kapittel 6.3. Investeringsbeta fastsettes til en grunnet antakelsen om at investeringer i gjennomsnitt har samme risiko som markedet forøvrig. I tillegg forutsettes markedsrisikopremie på fem prosent og en illikviditetspremie lik null.

Finansielt eiendelskrav	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016T	Vektet snitt
Kontantkrav	3.22%	2.88%	2.53%	2.25%	1.51%	1.86%	1.84%	1.15%	0.95%	1.65%
Kontantvekt	0.34	0.75	0.62	0.48	0.61	0.64	0.63	0.62	0.57	0.59
Fordringskrav	4.22%	3.88%	3.53%	3.25%	2.51%	2.86%	2.84%	2.15%	1.95%	2.65%
Fordringsvekt	0.21	0.24	0.37	0.52	0.39	0.36	0.36	0.38	0.43	0.39
Investeringskrav	9.22%	8.88%	8.53%	8.25%	7.51%	7.86%	7.84%	7.15%	6.95%	7.65%
Investeringsvekt	0.45	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	-	0.02
Finansielt eiendelskrav	6.12%	3.13%	2.93%	2.79%	1.92%	2.23%	2.21%	1.54%	1.38%	2.18%

Tabell 56: Finansielt eiendelskrav for Solstad

Kravet til netto finansiell gjeld beregnes ved å trekke finansielt eiendelskrav fra finansielt gjeldskrav. Netto finansielt gjeldskrav tidsvektet utgjør 5,28 prosent i analyseperioden.

Netto finansielt gjeldskrav	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016T	Vektet snitt
Finansielt gjeldskrav	6.32%	5.98%	6.93%	6.65%	4.61%	3.26%	3.24%	4.25%	5.35%	4.93%
Finansiell gjeldsvekt	1.12	1.39	1.17	1.09	1.10	1.14	1.15	1.12	1.10	1.13
Finansielt eiendelskrav	6.12%	3.13%	2.93%	2.79%	1.92%	2.23%	2.21%	1.54%	1.38%	2.18%
Finansiell eiendelsvekt	0.12	0.39	0.17	0.09	0.10	0.14	0.15	0.12	0.10	0.13
Netto finansielt gjeldskrav	6.34%	7.09%	7.63%	7.01%	4.87%	3.40%	3.39%	4.57%	5.76%	5.28%

Tabell 57: Netto finansielt gjeldskrav for Solstad

7.3 Krav til netto driftskapital

Netto driftskapital defineres som summen av egenkapital, minoritetsinteresser og netto finansiell gjeld. Netto driftskapital beregnes som et vektet gjennomsnitt av egenkapitalkrav, minoritetskrav og netto finansiell gjeld (Knivsflå, 2016). Vektet gjennomsnittlig kapitalkostnad benyttes i beregningen og er gitt ved følgende formel:

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

Netto driftskrav	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016T	Vektet snitt
Egenkapitalkrav	8.89%	8.35%	8.01%	8.29%	8.17%	9.41%	10.21%	9.32%	6.83%	8.44%
EK/NDK	0.52	0.46	0.33	0.31	0.36	0.38	0.33	0.25	0.33	0.33
Minoritetskrav	10.39%	9.85%	9.51%	9.79%	9.67%	10.91%	11.71%	10.82%	8.33%	9.94%
MI/NDK	0.00	0.00	0.03	0.00	0.00	0.00	0.01	0.01	0.00	0.01
Netto finansielt gjeldskrav	6.34%	7.09%	7.63%	7.01%	4.87%	3.40%	3.39%	4.57%	5.76%	5.28%
NFG/NDK	0.48	0.54	0.63	0.69	0.64	0.62	0.67	0.75	0.67	0.66
Netto driftskrav	7.67%	7.67%	7.81%	7.42%	6.06%	5.70%	5.66%	5.79%	6.12%	6.33%

Tabell 58: Netto driftskrav for Solstad

Tabell 58 illustrerer et redusert krav til netto driftskapital gjennom analyseperioden. I år 2010 hadde en et netto driftskrav på 7,81 prosent, mens en i 2015 hadde 5,79 prosent. Det vektete snittet for hele analyseperioden er 6,33 prosent. For å sørge for konsistens med beregning av lønnsomhet i kapittel åtte er de ulike vektene basert på gjennomsnittlig kapital.

$$\text{Gjennomsnittlig kapital} = \text{inngående kapital} + \frac{(\text{endring i kapital} - \text{nettores. til kapitalen})}{2}$$

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

Kreditor vil kreve kompensasjon for økt risiko i form av økt rente dersom markedet har redusert tiltro til at Solstad evner å oppfylle sine lånebetingelser. I en slik situasjon kan markedsverdien av gjelden reduseres. Den videre effekten dette vil ha på det vektete netto driftskravet vil avhenge av økningen i gjeldsrente sammenlignet med reduksjonen av gjeldens markedsverdi. Obligasjonslån omsettes på børs og en kan av den grunn observere markedsverdien. Når det gjelder annen gjeld er det vanskelig å anslå virkelig verdi.

Solstad har et obligasjonslån som prises til 64 prosent av pålydende verdi, jamfør delkapittel 4.5.2. Dette gir en indikasjon på at kreditorene forventer mislighold av obligasjonsgjelden i dagens marked gitt uendrede lånebetingelser. Det kan argumenteres for at banklånene dermed trolig har en virkelig verdi som er lavere enn balanseført verdi.

Normalt vil det ikke bli foretatt justeringer i forholdet mellom markedsverdi og balanseført verdi av gjeld. Dette fordi det krever høy grad av innsikt og kunnskap om både kreditor og debitor. På bakgrunn av dette blir det ikke foretatt noen justering.

8. Lønnsomhetsanalyse

Etter å ha omgruppert og normalisert regnskapet, vurdert risikobildet og diverse relevante avkastningskrav, gjenstår det bare å analysere lønnsomheten til rederiet. Dette gjøres ved å gjennomføre en strategisk rentabilitetsanalyse (Knivsflå, 2016). Denne rentabilitetsmetoden skiller seg fra tradisjonell rentabilitetsanalyse ved at den måler egenkapitalrentabiliteten relativt til egenkapitalkravet. Differansen skal gi en indikasjon om hvordan den strategiske posisjonen er, og hvorvidt det eksisterer en strategisk fordel eller ulempe.

$$\textit{Strategisk fordel} = \textit{egenkapitalrentabilitet} - \textit{egenkapitalkrav}$$

Hvis egenkapitalrentabiliteten er større enn egenkapitalkravet foreligger det en strategisk fordel. Denne eventuelle strategiske fordelene blir skapt gjennom rederiets drift og finansieringsstruktur, jmfør kapittel 8.1 og 8.2 (Knivsflå, 2016). Disse to rentabilitetskildene blir videre dekomponert inn i en bransjedriftsfordel og ressursdriftsfordel.

Egenkapitalrentabiliteten er et mål på hvordan den faktiske lønnsomheten til rederiet er. De normaliserte regnskapstallene vil benyttes, jmfør kapittel 5.4. Dette vil som nevnt være mest fornuftig ettersom funnet i analysen skal anvendes til budsjettering og prognostisering av fremtidsregnskapet. Unormale poster er som nevnt ikke representativt for fremtiden ettersom en ikke forventer at dette vil gjenta seg kontinuerlig og med en stabil størrelse.

Det eksisterer mange teknikker for å beregne rentabilitet. Normalt beregnes rentabiliteten ut i fra resultatet dividert på kapitalen som har skapt fortjenesten/tapet. Hvordan denne kapitalen beregnes varierer. I det følgende legges etterskuddsvis kapital til grunn, ettersom en da vil få en kapital som er i samsvar med avkastningskravet som er etterskuddsvis (Knivsflå, 2016). Dette sikrer konsistens i analysen. Dette beregnes ved bruk av følgende formel:

$$\textit{Rentabilitet} = \frac{\textit{Normalisert nettoresultat}}{\textit{Inngående kapital} + \left(\frac{\Delta \textit{Kapital} - \textit{nettoresultat}}{2} \right)}$$

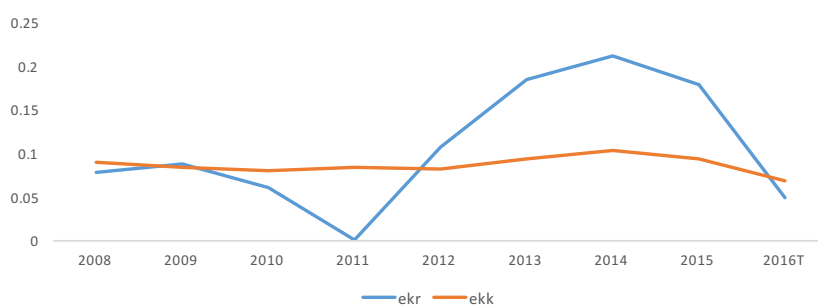
8.1 Strategisk fordel

Egenkapitalrentabiliteten måler avkastningen på kapitalen som eierne har investert i rederiet. Rentabiliteten viser avkastning til eierne etter at avdrag, renter, skatter og avgifter er betalt. Dersom netto driftskrav er lavere enn egenkapitalrentabilitet vil dette indikere at eierne tjener på lånt kapital. I denne sammenheng benyttes det normaliserte resultatet til egenkapitalen, dividert på etterskuddskapitalen. Kapitalen blir så justert for opptjent normalisert resultat for inneværende regnskapsperiode (Knivsflå, 2016). Formelen er som følger:

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

I tabell 59 illustreres Solstad sin strategiske fordel i analyseperioden.

Strategisk fordel		2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016T	Vektet snitt
Solstad	ekr	7.79%	8.79%	5.98%	0.10%	10.67%	18.47%	21.07%	17.78%	4.87%	10.93%
Næringen	ekr	7.67%	8.98%	4.02%	4.11%	4.11%	7.33%	8.92%	5.77%	3.67%	5.55%
Egenkapitalkrav	ekk	8.89%	8.35%	8.01%	8.29%	8.17%	9.41%	10.21%	9.32%	6.83%	8.44%
Strategisk fordel	SF	-1.10%	0.44%	-2.03%	-8.19%	2.50%	9.06%	10.87%	8.47%	-1.96%	2.49%



Tabell 59: Strategisk fordel

I perioden år 2008 til 2010 varierte Solstad mellom å ha en strategisk ulempe og fordel. Rederiet hadde i år 2011 en strategisk ulempe som hovedsakelig skyldtes et dårlig nettoresultat. I perioden år 2012 til 2015 hadde rederiet gode driftsmarginer sammenlignet med næringen. Den strategiske fordelten lå rundt ti prosent i tilsvarende periode. Imidlertid har den pågående nedgangskonjunkturen ført til en negativ utvikling i rentabiliteten fra 17,78 prosent til 4,87 prosent i henholdsvis år 2015 og 2016T. Relativt til næringen har imidlertid Solstad hatt en bedre rentabilitet med unntak av årene 2009 og 2011.

Rentabilitetsmålingene kan føre til målefeil i analysen. IFRS regnskapsstandarden er mer prinsippbasert enn NGRS, og tillater mer bruk av subjektive vurderinger knyttet til for eksempel av- og nedskrivninger, jamfør delkapittel 5.5.1.

8.2 Dekomponering av strategisk fordel

I dette kapittelet dekomponeres den strategiske fordelen identifisert i kapittel 8.1. Den strategiske fordelen genereres av to kilder: (1) drift og (2) finansiering. Hovedkilden blir av Knivslå (2016) vurdert til å være driften, ettersom det er her verdiskapningen i all hovedsak finner sted. Driftsfordelen vil derfor i utgangspunktet være mest forklarende for den strategiske fordelen. Dekomponeringen blir gjort på følgende måte:

$$SF = (ndr - ndk) * (1 + nfgg + mig) + (nfgk - nfggr) * nfgg + (mik - mir) * mig$$

$$\text{Driftsfordel (DF)} = (ndr - ndk) * (1 + nfgg + mig)$$

$$\text{Finansieringsfordel (FF)} = (nfgk - nfggr) * nfgg + (mik - mir) * mig$$

8.2.1 Analyse av driftsfordel

Driftsfordelen kan ytterligere dekomponeres inn i to deler: (1) strategisk fordel drift og (2) gearingfordel drift (Knivslå, 2016):

$$DF = (ndr - ndk) + (ndr - ndk) * (nfgg + mig)$$

$$\text{Strategisk fordel drift (SFD)} = (ndr - ndk)$$

$$\text{Gearingfordel drift (GFD)} = (ndr - ndk) * (nfgg + mig)$$

Den strategiske driftsfordelen er den ”rene driftsfordelen” som ikke inkluderer effekten av gearing i beregningen (Knivslå, 2016). Gearingfordel oppstår hvis driften er lønnsom, og har en positiv skalerende effekt på den strategiske fordelen. Den består av rederiets minoritetsinteressegrad og den netto finansielle gjeldsgraden. Kritikere argumenterer for at dette egentlig er en finansieringsfordel, men Knivslå (2016) hevder at denne finansieringskilden påvirker driften i selskapet.

Videre dekomponeres formelen over ytterligere for å identifisere kildene til driftsfordelen inn i: (1) bransjefordel og (2) ressursfordel (Knivslå, 2016). Forholdet som vurderes her er hvorvidt den strategiske fordelen blir skapt av eksterne faktorer eller interne ressurser. For eksempel er den maritime klyngen i Norge en mulig ekstern faktor, mens ledelsen til Solstad er en intern ressurs, jamfør kapittel 4.2 og 4.5. Formelen er som følger:

$$SFD = (ndr_b - ndk_b) + (ndr - ndr_b) + (ndk_b - ndk)$$

$$\text{Bransjefordel (BF)} = (ndr_b - ndk_b)$$

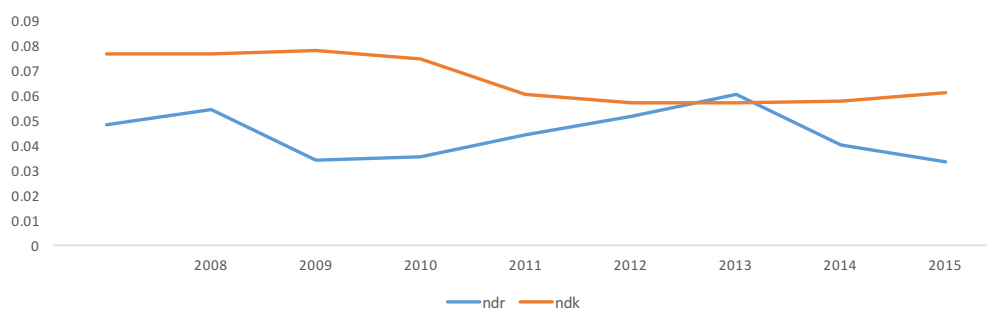
$$\text{Ressursfordel (RF)} = (ndr - ndr_b) + (ndk_b - ndk)$$

Driften til næringen og Solstad skal i utgangspunktet ”være tilnærmet lik, og bør derfor ha samme krav” (Knivsflå, 2016). Denne forutsetningen bygger på Miller og Modigliani sin første proposisjon om at finansieringsstrukturen ikke påvirker avkastningskravet, gitt et perfekt marked (Damodaran, 2012). På den annen side eksisterer det i realiteten transaksjonskostnader, skattekostnader og asymmetrisk informasjon, som fører til at påstanden ikke er helt korrekt. Knivsflå (2016) argumenterer for at dette kan beregnes, men at avviket vil være relativt lite, og derfor ikke hensiktsmessig. På bakgrunn av dette antas det at netto driftskrav til næringen og Solstad er lik i de påfølgende analysene ($ndk = ndr_b$).

8.2.2 Analyse av bransjefordel drift

Det eksisterer en bransjefordel dersom netto driftsrentabilitet i næringen er større enn netto driftskrav i næringen.

Bransjefordel drift		2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016T	Vektet snitt
Næringen	ndr	4.79%	5.39%	3.42%	3.49%	4.40%	5.15%	6.01%	4.01%	3.34%	4.22%
Netto driftskrav	ndk	7.67%	7.67%	7.81%	7.42%	6.06%	5.70%	5.66%	5.79%	6.12%	6.33%
Bransjefordel drift		-2.88%	-2.28%	-4.40%	-3.93%	-1.66%	-0.55%	0.35%	-1.78%	-2.78%	-2.11%



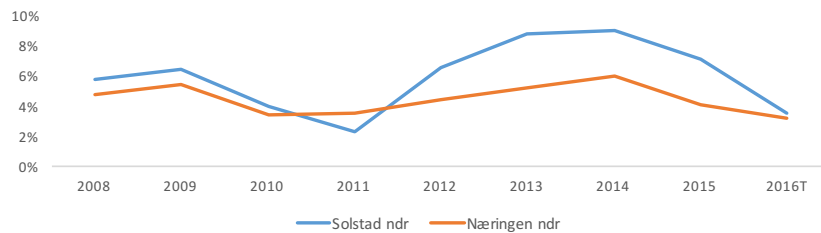
Tabell 60: Bransjefordel drift

Tabell 60 viser en bransjeulempe knyttet til driften for alle år med unntak av 2014. Den tidsvektede strategiske fordel som skyldes eksterne bransjefaktorer er -2,11 prosent. Dette kan skyldes den intense rivaliseringen i næringen, jmfør kapittel 4.2 og delkapittel 4.3.5. I tillegg kan det skyldes at rederiene har fokusert på organisk vekst ved å kontrahere et stort antall nye skip. Samlet sett har dette påvirket rederienes driftsmargin på en negativ måte.

8.2.3 Analyse av ressursfordel drift

Hvorvidt det eksisterer en strategisk fordel som skyldes de interne ressursene til Solstad avhenger om rederiet oppnår en høyere netto driftsrentabilitet enn næringen generelt. Med andre ord driftes Solstad bedre enn næringen generelt hvis det eksisterer en strategisk fordel.

Ressursfordel drift		2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016T	Vektet snitt
Solstad	ndr	5.79%	6.39%	3.99%	2.22%	6.47%	8.77%	8.95%	7.08%	3.50%	5.74%
Næringen	ndr	4.75%	5.39%	3.42%	3.49%	4.40%	5.15%	6.01%	4.01%	3.12%	4.17%
Ressursfordel	RF	1.04%	0.99%	0.57%	-1.28%	2.07%	3.62%	2.94%	3.07%	0.38%	1.57%



Tabell 61: Ressursfordel drift

Tidsvektet har Solstad hatt en strategisk ressursfordel som skyldes driften på 1,57 prosent. Rederiet har prestert bedre enn næringen med unntak av i år 2011 hvor selskapet erfarte en ressursulempe på 1,28 prosent. Av VRIO-analysen i delkapittel 4.5.4 fremkommer det at Solstad sine finansielle ressurser og ledelse gir en midlertidig konkurransefordel. Dette tyder på at funnene i tabell 61 er rimelige.

Videre dekomponeres ressursfordelen for å forstå hvilke interne ressurser som er kildene til den strategiske ressursfordelen (Knivsfå, 2016). Dette kan gjøres ved hjelp av Du-Pont modellen som deler ressursfordelen inn i netto driftsmargin (*ndm*) og netto driftseiendeler (*onde*). Formelen er som følger:

$$ndr = \frac{NDR}{DI} * \frac{DI}{NDE} = ndm * onde$$

Netto driftsmargin er et lønnsomhetsmål som måler et selskaps evne til å generere netto driftsresultat per krone driftsinntekt. På den annen side er omløpet til netto driftseiendeler et effektivitetsmål som sier noe om hvilken evne et selskap har til å generere driftsinntekt per krone investert i driften (Knivsfå, 2016). Ved å estimere ressursfordel drift (RFD) på bakgrunn av Du-Pont modellen blir analysen strategisk. Modellen måler marginfordel og omløpsfordel relativt til næringen. Dekomponering av den strategiske ressursfordelen er gitt ved følgende formel:

$$ndr - ndr_b = (ndm - ndm_b) * onde + ndm_b * (onde - onde_b)$$

$$\text{Marginfordel (MF)} = (ndm - ndm_b) * onde$$

$$\text{Omløpsfordel (OF)} = ndm_b * (onde - onde_b)$$

En marginfordel er kjennetegnet ved at selskapet har en lavere driftskostnad per krone i driftsinntekter sammenlignet med næringen. Rederiet vil da få en høyere driftsmargin.

Omløpsfordel er kjennetegnet ved at selskapet har en høyere driftsinntekt per krone de har investert. Omløpet til netto driftseiendeler (*onde*) er et viktig nøkkeltall som gir et godt bilde på kapitalbindingen i både rederiet og næringen. Et høyt *onde* viser til en lav kapitalbinding, mens et lavt *onde* viser til en høy kapitalbinding (Knivsflå, 2016).

Marginfordel		2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016T	Vektet snitt
Solstad	ndm	34.00%	21.03%	17.75%	10.19%	25.64%	30.22%	31.54%	27.94%	18.33%	23.57%
Næringen	ndm	26.56%	19.01%	13.63%	13.89%	15.89%	17.05%	18.71%	13.31%	12.26%	15.24%
Marginfordel uvektet		7.44%	2.02%	4.12%	-3.70%	9.75%	13.17%	12.84%	14.64%	6.07%	8.33%
Solstad	onde	30.25%	25.04%	19.14%	21.23%	25.50%	27.75%	25.15%	25.16%	19.15%	23.50%
Marginfordel		2.25%	0.50%	0.79%	-0.79%	2.49%	3.65%	3.23%	3.68%	1.16%	2.06%

Tabell 62: Marginfordel Solstad

Tabell 62 viser at Solstad hadde en tidsvektet marginfordel på 2,06 prosent for hele analyseperioden. Dette innebærer at Solstad har hatt lavere driftskostnader per krone i driftsinntekter enn næringen. Rederiet har som en konsekvens av dette oppnådd en høyere netto driftsmargin.

Omløpsfordel		2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016T	Vektet snitt
Solstad	onde	30.25%	25.04%	19.14%	21.23%	25.50%	27.75%	25.15%	25.16%	19.15%	23.50%
Næringen	onde	28.76%	24.64%	21.99%	23.73%	26.92%	29.02%	29.84%	29.35%	23.45%	26.45%
Omløpsfordel uvektet		1.49%	0.40%	-2.85%	-2.50%	-1.42%	-1.27%	-4.69%	-4.19%	-4.30%	-2.95%
Næringen	ndm	26.56%	19.01%	13.63%	13.89%	15.89%	17.05%	18.71%	13.31%	12.26%	15.24%
Omløpsfordel		0.39%	0.08%	-0.39%	-0.35%	-0.23%	-0.22%	-0.88%	-0.56%	-0.53%	-0.41%

Tabell 63: Omløpsfordel Solstad

Solstad hadde en omløpsfordel i år 2008 og 2009, mens de hadde en omløpsulempe de resterende årene. Tidsvektet oppnådde Solstad en omløpsfordel på -0,41 prosent for hele analyseperioden. Dette innebærer at driftsinntekten per krone investert var lavere for Solstad enn for næringen. Videre betyr dette at Solstad har benyttet kapitalen på en mindre effektiv måte enn de andre rederiene som inngår i analysen.

Omløpet til netto driftseiendeler for både Solstad og næringen viser at kapitalbindingen er høy, jamfør delkapittel 2.1.7. Dette skyldes i hovedsak at rederienes inntekter er lave

sammenlignet med skipsflåtens verdi. Samlet gir Solstad sin marginfordel og omløpfordel en tidsvektet ressursfordel på 1,65 prosent.

8.2.4 Analyse av gearingfordel

Gitt at selskapet har en strategisk driftsfordel, vil bruk av gearing gi en eskalerende effekt på driftsfordelen. Bruk av gearing vil trolig likevel ikke føre til økte verdier for eierne (Knivsflå, 2016). Basert på Miller og Modigliani sitt første teorem er verdien av et selskap uavhengig av dets finansieringsstruktur, jamfør delkapittel 8.2.1. En høyere gearing vil øke selskapets egenkapitalbeta, men vil ikke påvirke netto driftsbeta. Videre vil en høyere gearing føre til et høyere egenkapitalkrav. Solstad sin gearingfordel er gjengitt i tabell 64.

Gearingfordel drift	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016T	Vektet snitt
Strategisk fordel drift	-1.88%	-1.28%	-3.83%	-5.20%	0.41%	3.07%	3.29%	1.29%	-2.61%	-0.59%
Gearing nfgg	0.92	1.07	1.54	2.05	2.00	1.72	1.84	2.45	2.47	2.05
Gearingfordel drift	-1.74%	-1.37%	-5.90%	-10.67%	0.82%	5.27%	6.06%	3.16%	-6.45%	-1.28%

Tabell 64: Gearingfordel drift Solstad

Dersom en har en netto driftsrentabilitet som er høyere enn kravet vil netto finansiell gjeldsgrad gire slik at den øker i tilfeller hvor gjeldsgraden er større enn én. I motsatt fall vil gearing forsterke en strategisk ulempe knyttet til driften. Solstad har en gearingfordel knyttet til driften for årene 2013, 2014 og 2015. I de resterende årene bidrar gearing negativt. Rederiet har en høy gjeldsgrad. Det gjenspeiles gjennom en tidsvektet gearingfordel drift på -1,28 prosent.

8.3 Finansieringsfordel

Selskaper vil sjelden ha fordeler sammenlignet med sine konkurrenter når det gjelder finansieringsbetingelser (Knivsflå, 2016). En finansieringsfordel er lite strategisk og vil derfor ikke dekomponeres ytterligere. Ettersom konkurransen i kreditormarkedet er tøff, anses det som rimelig at rederiene vil oppnå de samme lånebetingelsene på sikt. Finansiering alene er sjelden en stor kilde til en strategisk fordel, men en eventuell gearingfordel kan ha stor betydning. I denne sammenheng vil netto finansiell gjeldsrente baseres på gjennomsnittlig kapital justert for resultatet til kapitalen. Finansieringsfordelen er gitt ved følgende formel:

$$\text{Finansieringsfordel} = (nfgk - nfgr) * nfgg + (mik - mir) * mig$$

$$\text{FFNFG} = (nfgk - nfgr) * nfgg$$

$$\text{FFMI} = (mik - mir) * mig$$

8.3.1 Finansieringsfordel netto finansiell gjeld

Finansieringsfordel netto finansiell gjeld består av netto finansiell gjeldsrentefordel multiplisert med netto finansiell gjeldsgrad. Solstad har en tidsvektet finansieringsfordel netto finansiell gjeld (FFNFG) på 3,48 prosent. Unntaket er år 2013, hvor rederiet hadde finansieringsulempe knyttet til netto finansiell gjeld på -0,29 prosent.

FFNFG		2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016T	Vektet snitt
Netto finansielt gjeldskrav	nfgk	6.34%	7.09%	7.63%	7.01%	4.87%	3.40%	3.39%	4.57%	5.76%	5.28%
Netto finansiell gjeldsrente	nfgr	5.81%	3.89%	3.21%	3.76%	4.15%	3.57%	3.36%	3.25%	3.31%	3.61%
Netto finansiell gjeldsrentefordel		0.53%	3.19%	4.42%	3.25%	0.72%	-0.17%	0.04%	1.31%	2.45%	1.67%
Netto finansiell gjeldsgrad	nfgg	0.92	1.07	1.54	2.05	2.00	1.72	1.84	2.45	2.47	2.05
FFNFG		0.49%	3.41%	6.81%	6.67%	1.44%	-0.29%	0.06%	3.22%	6.06%	3.48%

Tabell 65: Finansieringsfordel netto finansiell gjeld Solstad

8.3.2 Finansieringsfordel minoritetsinteresser

For majoritetseiere i et selskap er det positivt med minoritetsinteressenter dersom minoritetskravet er høyere enn rentabiliteten. Dersom dette er tilfellet bidrar minoritetsinteressentene til å dele et eventuelt økonomisk tap i datterselskap med majoritetseierne (Knivsflå, 2016).

FFMI		2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016T	Vektet snitt
Minoritetskrav	mik	10.4%	9.8%	9.5%	9.8%	9.7%	10.9%	11.7%	10.8%	8.3%	9.9%
Minoritetsresultat	mir	-116.9%	85.7%	-12.4%	-16.8%	47.8%	-12.8%	-43.4%	-20.3%	-48.7%	-20.9%
Minoritetsrentabilitetsfordel		127.3%	-75.8%	22.0%	26.6%	-38.2%	23.7%	55.1%	31.1%	57.0%	30.9%
Minoritetsgrad	mig	0.4%	0.4%	4.8%	5.4%	1.2%	1.0%	1.4%	2.4%	1.4%	2.0%
FFMI		0.6%	-0.3%	1.1%	1.4%	-0.4%	0.2%	0.8%	0.7%	0.8%	0.6%

Tabell 66: Finansieringsfordel minoritetsinteresser Solstad

Av tabell 66 fremkommer det at tidsvektet minoritetskrav er høyere enn minoritetsrentabilitet. Dette fører til at Solstad oppnår en tidsvektet finansieringsfordel knyttet til minoritetsinteresser på 0,6 prosent. Minoritetsinteressentene bidrar derfor til å dele økonomiske tap i datterselskap, ettersom de ikke kompenseres tilstrekkelig for driftsspesifikk- og finansiell risiko.

Samlet utgjør finansieringsfordel netto finansiell gjeld og finansieringsfordel minoritetsinteresser Solstad sin tidsvektet finansieringsfordel på 4,1 prosent.

Finansieringsfordel	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016T	Vektet snitt
FFNFG	0.5%	3.4%	6.8%	6.7%	1.4%	-0.3%	0.1%	3.2%	6.1%	3.5%
FFMI	0.6%	-0.3%	1.1%	1.4%	-0.4%	0.2%	0.8%	0.7%	0.8%	0.6%
FF	1.0%	3.1%	7.9%	8.1%	1.0%	-0.1%	0.8%	4.0%	6.9%	4.1%

Tabell 67: Finansieringsfordel Solstad

8.4 Oppsummering – (Historisk superrentabilitet)

Etter fullført dekomponering er fullstendig strategisk fordel gitt ved følgende formel (Knivsflå, 2016):

$$\text{Strategisk fordel} = \text{BFD} + \text{RFD} + \text{GFD} + \text{FF}$$

Strategisk fordel		2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016T	Vektet snitt
Bransjefordel drift	BFD	-2.9%	-2.3%	-4.4%	-3.9%	-1.7%	-0.5%	0.3%	-1.8%	-2.8%	-2.1%
Ressursfordel drift	RFD	1.0%	1.0%	0.6%	-1.3%	2.1%	3.6%	2.9%	3.1%	0.4%	1.6%
Strategisk fordel drift	SFD	-1.8%	-1.3%	-3.8%	-5.2%	0.4%	3.1%	3.3%	1.3%	-2.4%	-0.5%
Gearingfordel drift	GFD	-1.7%	-1.4%	-5.9%	-10.7%	0.8%	5.3%	6.1%	3.2%	-6.4%	-1.3%
Driftsfordel	DF	-3.6%	-2.7%	-9.7%	-15.9%	1.2%	8.3%	9.3%	4.5%	-8.8%	-1.8%
Finansieringsfordel	FF	1.0%	3.1%	7.9%	8.1%	1.0%	-0.1%	0.8%	4.0%	6.9%	4.1%
Strategisk fordel	SF	-2.5%	0.4%	-1.9%	-7.8%	2.2%	8.3%	10.2%	8.4%	-2.0%	2.3%

Tabell 68: Oppsummert strategisk fordel Solstad

Analysen viser at Solstad har en tidsvektet strategisk fordel på 2,3 prosent. Fordelen innebærer en tidsvektet strategisk ulempe knyttet til drift på 0,5 prosent. Dette er i tråd med den strategiske analysen, jamfør konkurranseanalysen i kapittel 4.3. Lavere lønnsomhet grunnet intens rivalisering blant offshoreservice rederiene har vært en medvirkende årsak til den strategiske ulempen knyttet til driften.

Videre har rivaliseringen medført en høy investeringstakt i kapitalkrevende skipsflåter. Her skiller Solstad seg ut sammenlignet med de andre rederiene i analysen med en tidsvektet ressursfordel knyttet til driften på 1,6 prosent. Lav onde indikerer høy kapitalbinding og vil være negativt for ressursfordelen. Den marginale ressursfordelen knyttet til driften er i tråd med den interne analysen, jamfør kapittel 4.5.

Solstad har en tidsvektet finansieringsfordel på 4,1 prosent i løpet av analyseperioden. Fordelen knyttet seg i hovedsak til netto finansiell gjeld, og kan ikke forventes å vedvare i fremtiden. På motsatt side bidrar gearing til å øke Solstad sin strategiske ulempe knyttet til driften. Dette fører også til en økt finansiell risiko for rederiet.

Samlet gir de nevnte faktorene Solstad en tidsvektet strategisk fordel på 2,3 prosent. Næringen har de siste årene opplevd en høykonjunktur med høy vekst. Stor grad av rivalisering blant offshore servicerederiere har lagt en demper på utviklingen, i tillegg har oljeprisfallet som startet i år 2014 hatt en negativ effekt, jamfør delkapittel 2.1.6. Resultatet

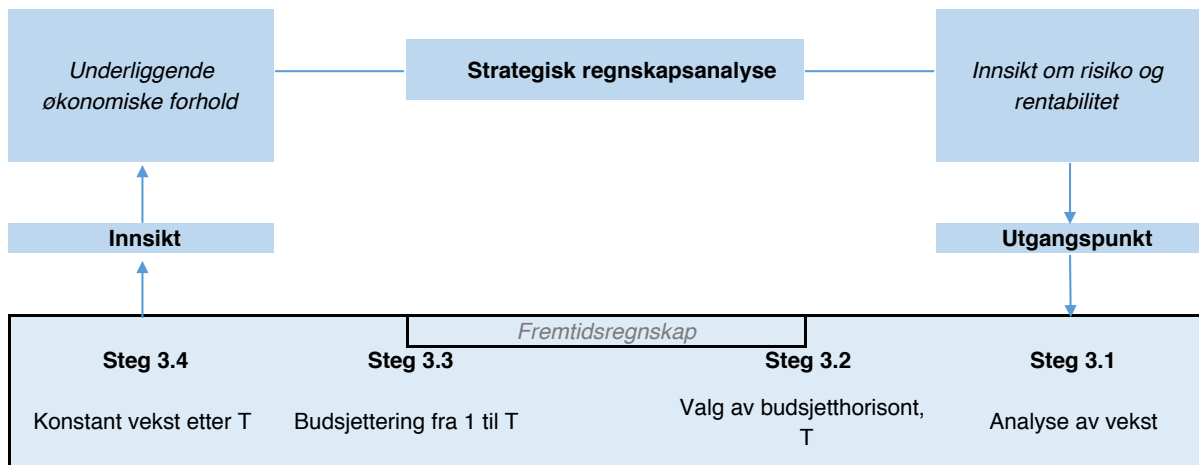
er i tråd med den strategiske analysen som indikerer at Solstad har et midlertidig konkurransefortrinn knyttet til finansielle ressurser og selskapets ledelse, jamfør delkapittel 4.5.4.

Det er viktig å påpeke at det kan foreligge målefeil i lønnsomhetsanalysen. Tidsvektingen påvirker dette ettersom en tillegger de seneste årene mer vekt i analysen, og Solstad har i løpet av årene 2011 til 2015 hatt relativt bedre lønnsomhetsmålinger. Eventuelle manglende nedskrivninger vil også påvirke lønnsomhetsmålingene, og kan tyde på at tallene er noe misvisende. Dette er faktorer som vektlegges i den videre utredningen. Likevel vurderes Solstad sin tidsvektet strategiske fordel på 2,3 prosent er rimelig. Det kan argumenteres for at dette er i tråd med den strategiske analyse, jamfør kapittel fire.

9. Fremtidsregnskap

Fremtidsregnskapet til Solstad vil danne grunnlaget for den fundamentale verdsettelsen av rederiets egenkapital. Det baseres i hovedsak på den strategiske analysen i kapittel fire og regnskapsanalysen i kapittel fem til åtte. I tillegg vil det historisk rate-, og oljeprisinformasjon benyttes for å kunne estimere fremtidig inntjening for de ulike skipene i Solstad sin flåte. Sentrale funn fra de nevnte analysene kombinert med skjønsmessige vurderinger vil anvendes for å kunne budsjettere fremtidig resultat, balanse og kontantstrøm.

9.1 Rammeverk



Figur 25: Rammeverk for fremtidsregnskap (Knivsflå, 2016)

Ved utarbeidelse av fremtidsregnskapet vil det første steget være å utføre en vekstanalyse. Driftsinntektsveksten er den grunnleggende budsjettdriveren for et selskap, og vil bli benyttet i inntektsprognosene. Veksten som legges til grunn vil være av stor betydning for størrelsen på rederiet i fremtiden (Knivsflå, 2016).

Steg nummer to er å fastsette en rimelig budsjettthorison, T. Budsjettthorisonen er vurdert som det året hvor budsjetteringen endres fra ”fullstendig” til forenklet fremskrivning (Knivsflå, 2016). I en forenklet fremskrivning vil alle budsjett drivere bli holdt konstant, og omtales som ”*steady state*”. En benytter kortere budsjettthorison for selskaper som har nær konstant vekst.

Det er viktig å vurdere hvilket detaljnivå som er hensiktsmessig når en budsjetterer frem til budsjettthorisonen. De enkelte postene er forbundet med stor usikkerhet, og det vil derfor ikke være hensiktsmessig å budsjettere hver enkelt post. Det er viktig å være klar over at

usikkerheten vil øke ved lengre budsjettperioder, og av den grunn vil det være fornuftig å vektlegge de mest sentrale verdidriverne i fremtidsregnskapet på et aggregert nivå (Penman, 2013). Etter år "T" legges det til grunn konstant vekst. I den sammenheng blir T+1 og T+2 lagt til fremtidsregnskapet for å se til at konstant vekst oppnås.

I fremtidsregnskapet estimeres rentabilitet og omløp basert på inngående kapital. Dette skiller fremtidsregnskapet fra regnskapsanalysen ettersom det forutsettes at alle kontantstrømmer forventes å inntreffe 31.12. hvert enkelt år. Regnskapsanalysen i kapittel fem legger til grunn gjennomsnittlig kapital, hvor kontantstrømmene inntreffer midt i det enkelte år.

9.2 Vekstanalyse

Analyse av historisk vekst er av stor betydning for å kunne prognostisere rederiets fremtidige utvikling. Den historiske veksten er en viktig driver for størrelsen på rederiet i fremtiden. I det følgende undersøkes vekstfaktorer både på kort og lang sikt.

9.2.1 Vekstfaktorer på kort sikt

Veksten på kort sikt avhenger av bransjens vekst og de interne ressursene på selskapsnivå. Vekst i driftsinntekter er en grunnleggende faktor for fremtidig vekst. Driftsinntektsveksten (div) er definert som den prosentvise endringen i driftsinntektene i perioden. Driftsinntektsveksten er gitt ved følgende formel:

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

Driftsinntektsvekst	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016T	Vektet snitt
PSV	-15.6 %	1.6 %	21.5 %	11.9 %	9.2 %	0.5 %	5.7 %	-20.3 %	-72.7 %	-19.1 %
AHTS	9.2 %	6.9 %	-13.9 %	11.0 %	5.2 %	-2.8 %	7.1 %	-31.1 %	-42.2 %	-14.6 %
CSV	-2.5 %	44.8 %	21.5 %	17.1 %	15.6 %	15.2 %	7.1 %	16.0 %	-10.4 %	9.3 %
Totale driftsinntekter	-3.3 %	17.9 %	3.4 %	13.8 %	10.6 %	9.2 %	6.5 %	-5.3 %	-26.7 %	-2.8 %
Næringen	2.5 %	7.2 %	11.5 %	15.6 %	13.3 %	10.4 %	12.1 %	-1.7 %	-22.5 %	0.2 %

Tabell 69: Driftsinntektsvekst for Solstad per segment og næringen

Av tabell 69 fremkommer det at Solstad hadde en negativ tidsvektet driftsinntektsvekst på 2,8 prosent i analyseperioden, mens næringen hadde en tidsvektet driftsinntektsvekst på 0,2 prosent i samme periode. Veksten har fluktuert kraftig, og i så måte reflekterer dette at næringen er syklisk, jamfør delkapittel 2.1.5. Disse svingningene skyldes i hovedsak varierende rater i tillegg til ny tonnasje. Dette er i tråd med den strategiske analyse i kapittel fire som indikerer at rederiene opplever overkapasitet og effektene av reduserte

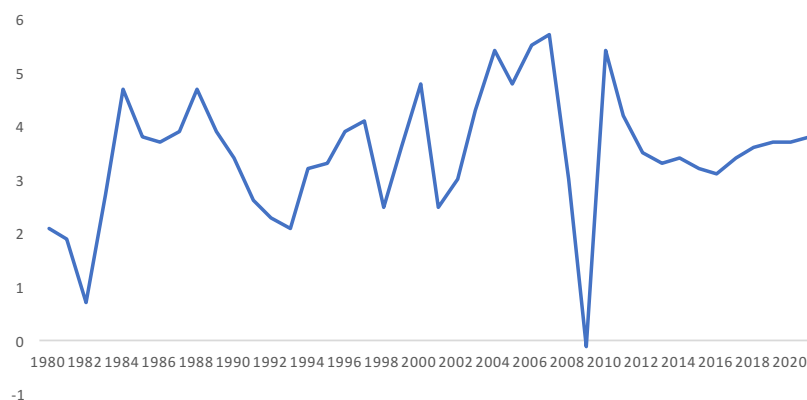
oljeinvesteringer. Dette gir utslag i en negativ driftsinntektsvekst for årene 2015 og 2016T for både næringen og Solstad.

På kort og mellomlang sikt er det den generelle veksten og selskapets interne ressurser som utgjør rederiets kilder til vekst. Dersom næringen er i en vekstfase vil det være mulig å øke selskapets størrelse uten å måtte ta markedsandeler fra konkurrenter. I en markedsituasjon uten vekst vil selskaper bare kunne øke i størrelse ved å nettopp ta markedsandeler fra konkurrenter. I den videre analysen legges det til grunn en negativ driftsinntektsvekst på kort sikt.

9.2.2 Vekstfaktorer på lang sikt

På lang sikt avhenger veksten av makroøkonomiske vekstmodeller. Konkurranseskraftene fører til at ingen selskaper kan oppnå høyere vekst enn den samlede økonomien på lang sikt (Knivsflå, 2016). Om en forutsetter at et selskap vil vokse i et høyere tempo enn verdensøkonomien, vil det innebære at selskapet på sikt vil være verdensøkonomien. Empiri viser at veksten har en tendens til å vende tilbake mot gjennomsnittet, såkalt ”mean reversion” (Penman, 2013). Dette vil føre til at en eventuell strategisk fordel vil drives av konkurranseskraftene, slik at rentabiliteten over tid beveger seg mot kravet.

Langsiktig nominell vekst i verdensøkonomien er summen av realveksten i BNP og forventet inflasjon. Figur 26 under viser realveksten i verdensøkonomien fra 1980 til 2016, i tillegg til prognoser frem til år 2020 (IMF, 2016). Gjennomsnittlig historisk realvekst i BNP er på 3,46 prosent fra 1980 til 2016, og forventet gjennomsnittlig realvekst for 2017 til 2020 er på 3,64 prosent. I den videre utredningen legges det til grunn 3,5 prosent som forventet realvekst i BNP.



Figur 26: Historisk/prognose for realvekst BNP (IMF, 2016)

Som et mål på fremtidig inflasjon benyttes Norges Bank sitt inflasjonsmål på 2,5 prosent (Norges Bank, 2016b). På bakgrunn av dette forutsettes det en langsiktig nominell vekst på seks prosent per år. Denne inneholder realvekst i BNP på 3,5 prosent og inflasjonsmålet til Norges Bank på 2,5 prosent.

9.3 Budsjetthorisont

Budsjetthorisonen er som tidligere nevnt den perioden det eksplisitt budsjetteres for før Solstad går over til konstant vekst, såkalt steady state. Når et selskap befinner seg i steady state forutsettes det at selskapet vokser konstant for evig. Kaldestad og Møller (2011) påpeker imidlertid at steady state er en urealistisk teoretisk tilstand, men at den er viktig i verdivurderingsøyemed. Et selskap i konstant vekst vokser med en fast andel av netto driftsresultat som blir reinvestert i driften hvert enkelt år. I tillegg har selskapet en konstant rentabilitet på både ny og eksisterende kapital (Koller, Goedhart, & Wessels, 2010). Knivsflå (2016) argumenterer for at det kan være hensiktsmessig med en budsjetthorisont på mellom ti til 15 år. Det er også viktig å påpeke at det for selskaper som opplever sterk vekst, eller som opererer i sykliske næringer kan være mer hensiktsmessig med en lang budsjetthorisont, jamfør delkapittel 2.1.5.

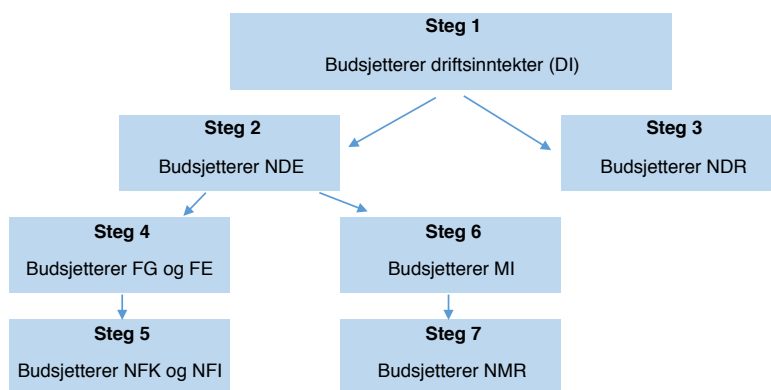
Som nevnt vil det være en implikasjon med forutsetningen om steady state etter budsjettperioden, hvor en i teorien forutsetter at Solstad vil eksistere i all fremtid. Dette er en forenklet fremstilling som blant annet ikke tar hensyn til at olje- og gass er naturressurser som på et fremtidig tidspunkt vil ta slutt. Det er vanskelig å fastslå når dette vil skje, ettersom det fortsatt oppdages nye forekomster av olje og gass, og teknologien som brukes i forbindelse med utvinning og produksjon bedres. Som nevnt i kapittel fire er Solstad sine kunder i hovedsak knyttet til petroleumsnæringen, og det forutsettes derfor et vedvarende marked i hele budsjettperioden.

En annen viktig faktor for valg av budsjetthorisont er kvaliteten på regnskapsføringen (Knivsflå, 2016). Dersom selskapet benytter en mer verdibasert regnskapsføring vil budsjetthorisonen bruke kortere tid på å fange opp verdiene i selskapet. Solstad fører regnskap etter IFRS-rammeverket som er verdibasert. Dette kan tale for en kortere budsjetthorisont.

I den videre utredningen vektlegges det at Solstad befinner seg i en syklisk næring. Budsjetthorisonten er satt til tolv år. Tidsrommet som legges til grunn er fra år 2017 til 2028, hvor år 2029 og 2030 er henholdsvis T+1 og T+2.

9.4 Budsjettering

Budsjetteringen gjennomføres på bakgrunn av syv steg, med til sammen ni ulike budsjett drivere som illustrert i figur 26 (Knivsflå, 2016). De ulike budsjett driverne gir et godt utgangspunkt for å kunne budsjettere Solstad sitt fremtidsregnskap basert på historisk utvikling. Egenkapitalen og netto betalt utbytte blir fastsatt residualt. I kapittel elleve blir det utført en sensitivitetsanalyse. Dette blir gjort for å ta hensyn til at budsjetteringen gjennomføres på et aggregert nivå. Det kan føre til feilaktige estimater og tilfeldige sammenhenger.



Figur 27: Budsjettering av fremtidsregnskap rammeverk

9.4.1 Driftsinntektsvekst (div)

Budsjettert driftsinntektsvekst er gitt ved formelen (Knivsflå, 2016):

$$DI_t = (1 + div_t) * DI_{t-1}$$

I det følgende estimeres driftsinntektsveksten for Solstad sine ulike skipssegmenter for budsjettperioden. I delkapittel 9.2.1 fremkommer det at Solstad har hatt en negativ driftsinntektsvekst i årene 2015 og 2016T innen både PSV- og AHTS-segmentet. CSV-segmentet har ikke opplevd en tilsvarende nedgang i samme periode. Det kan argumenteres for at bruk av driftsinntektsvekst vil være lite gunstig for å estimere fremtidige inntekter til PSV og AHTS, ettersom begge skipssegmentene har vært utsatt for en stor nedgang. På den

annen side vil det for CSV-segmentet benyttes en skjønnsmessig driftsinntektsvekst, ettersom 13 av 20 skip har kontrakt eller opsjon i år 2017.

På bakgrunn av dette estimeres fremtidige driftsinntekter for hvert enkelt skip innen PSV og AHTS med utgangspunkt i historiske dagrater, jamfør kapittel 5.3. Dataene er justert for valutaforskjeller i dollar og pund, samt oljepris. Tabell 70 gir en oversikt over de ulike dagratene som ligger til grunn for beregningene i årene 2017 til 2030 (T+2). Dagraterne er oppgitt i NOK.

	Small	Large
PSV	90,060	135,471
AHTS	150,346	226,878

Tabell 70: Gjennomsnittlige dagrater 1990-2016 (Clarkson Research Services, 2016)

Det forutsettes at Solstad vil ha en konstant flåte i hele budsjettperioden, til tross for at dette er lite realistisk. Videre ekskluderes eventuelle effekter av enkelthendelser, som for eksempel investeringer eller salg av skip. I tillegg benyttes Solstad sin kontraktsdekningsoversikt (Solstad Offshore ASA, 2016b). Veksten i spotratene settes til fem prosent årlig, hvor den konvergerer lineært mot veksten i steady state på fire prosent.

PSV

Solstad hadde ved utgangen av tredje kvartal seks av ni PSV i opplag (Solstad Offshore ASA, 2016b). Det forutsettes at disse skipene vil være i opplag i årene 2017 og 2018 grunnet vedvarende lav aktivitet. For år 2017 er det kun Normand Flipper som har kontrakt (opsjon). I den sammenheng forutsettes det at denne opsjonen blir benyttet av kunden og det legges til grunn en driftsinntekt på NOK 49,4 millioner for år 2017. Videre forutsettes det også at Normand Artic og Normand Aurora vil genere driftsinntekter på NOK 16,3 millioner per skip. I den forbindelse antas det en utnyttelsesgrad på en tredjedel ved å operere i spotmarkedet.

For år 2018 legges det til grunn at Normand Artic og Normand Aurora vil være i aktivitet i 120 dager, mens Normand Flipper vil være i aktivitet i 240 dager. Samlet gir dette Solstad en driftsinntekt på NOK 68,3 millioner.

I år 2019 forventes det økt aktivitet innen PSV, med flere oppdrag for skip som tidligere har ligget i opplag. Dette begrunnes blant annet med IEA sine forventninger om stigende oljepris og dermed økt aktivitet for offshore servicenæringen, jamfør delkapittel 2.1.6. Her legges det

til grunn en flåteutnyttelse på 55 prosent, og en samlet driftsinntekt på NOK 124,4 millioner, sammenlignet med 57 prosent (67 prosent inkludert opsjoner) for år 2015, jamfør delkapittel 2.2.3.

Fra og med år 2020 regner en med at aktiviteten tar seg opp ytterligere, hvor Solstad vil få flere skip på langsiktige kontrakter. År 2020 isolert sett gir en flåteutnyttelse på 67 prosent og en driftsinntekt på NOK 252,4 millioner. Frem mot steady state legges det til grunn en flåteutnyttelse på 88 prosent, hvor en liten andel av skipene opererer i spotmarkedet i 120 dager. For år 2028 estimeres det med en driftsinntekt for PSV totalt på NOK 371 millioner. Dette er et inntektsnivå som er lavere enn omsetningen til PSV-segmentet i analyseperioden, og vurderes derfor som et fornuftig anslag.

PSV	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	T+1	T+2
Normand Arctic	16.3	17.1	44.8	50.5	51.7	53.1	54.6	56.2	58.0	60.0	62.1	64.6	67.2	69.9
Normand Vibran			9.9	33.6	34.4	35.3	36.3	37.4	38.6	39.9	41.3	43.0	44.7	46.5
Normand Corona			9.9	33.6	34.4	35.3	36.3	37.4	38.6	39.9	41.3	43.0	44.7	46.5
Normand Trym				50.5	51.7	53.1	54.6	56.2	58.0	60.0	62.1	64.6	67.2	69.9
Normand Aurora	16.3	17.1			17.0	17.5	17.9	18.5	19.1	19.7	20.4	21.2	22.1	23.0
Normand Skipper														
Normand Flipper	49.4	34.1	44.8	50.5	51.7	53.1	54.6	56.2	58.0	60.0	62.1	64.6	67.2	69.9
Normand Vester			14.9	33.6	34.4	35.3	36.3	37.4	38.6	39.9	41.3	43.0	44.7	46.5
Normand Carrier							11.5	23.4	24.1	25.0	25.9	26.9	28.0	29.1
Sum PSV	82.0	68.3	124.4	252.4	275.5	282.6	302.0	322.6	333.0	344.3	356.7	371.0	385.8	401.2

Tabell 71: Budsjetterte driftsinntekter for PSV

AHTS

Solstad hadde ved utgangen av tredje kvartal syv av 15 AHTS i opplag (Solstad Offshore ASA, 2016b). Det legges til grunn at disse skipene vil forbli i opplag i hele 2017 og 2018 grunnet vedvarende lav aktivitet. For år 2017 er det kun skipene Normand Ferking, Normand Titan og Normand Master som opererer på kontrakter. Av de resterende skipene som ikke ligger i opplag regner en med at Normand Ranger, Nor Captain og Nor Spring vil operere i spotmarkedet. Samlet antas en driftsinntekt på NOK 274,2 millioner for hele 2017.

I 2019 regnes det med en liten økning i aktiviteten for AHTS. Det legges til grunn at syv av selskapets 15 skip vil opererer på kontrakter med varierende lengde. Blant annet vil Normand Titan og Nor Star operere i spotmarkedet 120 dager hver. Samlet for år 2019 estimeres en driftsinntekt på NOK 305 millioner.

Fra og med år 2020 vil aktiviteten ta seg opp ytterligere. Flere av skipene som lå i opplag vil bli hentet inn for å utføre arbeid for kunder. Det legges til grunn en utnyttelsesgrad på 60 prosent for år 2020, mens den for år 2017 kun utgjør 40 prosent. I år 2028 estimeres det med en samlet driftsinntekt på NOK 770 millioner for AHTS-segmentet. Forventet økning i

aktivitet begrunnes med forhold som er beskrevet over for PSV-segmentet, og vurderes derfor som rimelige anslag.

AHTS	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	T+1	T+2
Smaller AHTS														
Nor Chief									65.9	68.1	70.6	73.4	76.3	79.4
Nor Spring	18.0	18.9	19.9	57.4	58.8	60.3	62.0	63.8						
Nor Captain	36.1	18.9	39.8	57.4	58.8	60.3	62.0	63.8	65.9	68.1	70.6	73.4	76.3	79.4
Nor Tigerfish				18.9	19.3	19.8	20.4	21.0	65.9	68.1	70.6	73.4	76.3	79.4
Nor Star			18.6											
Large AHTS														
Normand Ranger	27.2	27.6		86.6	88.7	91.0	93.5	96.3	99.4	102.8	106.5	110.8	115.2	119.8
Normand Prosper			85.3	86.6	88.7	91.0	93.5	96.3	99.4	102.8	106.5	110.8	115.2	119.8
Normand Ferking														
Normand Titan	82.8	84.1	28.0		27.2	27.9	28.7	29.6	30.5	31.6	32.7	34.0	35.4	36.8
Normand Master	82.8	55.3		86.6	88.7	91.0	93.5	96.3	99.4	102.8	106.5	110.8	115.2	119.8
Normand Mariner			85.3	86.6	88.7	91.0	93.5	96.3	99.4	102.8	35.0	36.4	37.9	39.4
Normand Ivan	27.2	27.6		28.5	29.2	29.9	30.7	31.7	32.7	33.8	35.0	36.4		
Normand Borg														
Normand Atlantic				86.6	88.7	91.0	93.5	96.3	99.4	102.8	106.5	110.8	115.2	119.8
Normand Neptun			28.0										35.3	36.7
Sum AHTS	274.2	232.5	305.0	595.1	636.6	653.1	671.4	691.6	757.9	783.7	740.4	770.0	798.3	830.2

Tabell 72: Budsjetterte driftsinntekter for AHTS

CSV

Den historiske vekstanalyse viser at Solstad har hatt en tidsvektet driftsinntektsvekst for CSV-segmentet på 9,3 prosent. CSV er rederiets hovedsegment, og flere av skipene opererer på lange kontrakter, jamfør delkapittel 2.2.3. Totalt hadde Solstad 14 av 20 skip på kontrakt ved utgangen av tredje kvartal (Solstad Offshore ASA, 2016b).

Driftsinntektsveksten for CSV i 2017 fastsettes som et budsjettpunkt hvor det forventes en reduksjon på tolv prosent. Dette begrunnes med de negative prognosene for segmentet, jamfør kapittel 2.1.8. Aktiviteten forventes å reduseres ytterligere i årene 2018 og 2019 med henholdsvis minus ti prosent og minus tre prosent. Det legges videre til grunn en lineær utvikling i driftsinntektsvekst for CSV på to prosent i år 2020, til fire prosent i steady state.

CSV	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	T+1	T+2
div	-16.0 %	-10.0 %	-3.0 %	2.0 %	2.3 %	2.5 %	2.8 %	3.0 %	3.3 %	3.5 %	3.8 %	4.0 %	4.0 %	4.0 %
Driftsinntekter	1,706	1,535	1,489	1,519	1,553	1,592	1,636	1,685	1,740	1,800	1,868	1,943	2,020	2,101
Sum CSV	1706	1535	1489	1519	1553	1592	1636	1685	1740	1800	1868	1943	2020	2101

Tabell 73: Budsjetterte driftsinntekter for CSV

Oppsummering driftsinntektsvekst (div)

Tabell 74 oppsummerer driftsinntektene per segment og gir en samlet driftsinntektsvekst for Solstad i budsjettperioden. Utviklingen er i tråd med forventinger om oppgang i olje- og gasssektoren for 2019, som vil resultere i økt etterspørsel etter offshoreservice skip, jamfør delkapittel 2.1.6. Dette illustreres tydelig med en driftsinntektsvekst fra 2019 til 2020 på 23,3 prosent.

DI	2016T	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	T+1	T+2
PSV	102	82	68	124	252	275	283	302	323	333	344	357	371	386	401
AHTS	525	274	232	305	595	637	653	671	692	758	784	740	770	798	830
CSV	2,031	1,706	1,535	1,489	1,519	1,553	1,592	1,636	1,685	1,740	1,800	1,868	1,943	2,020	2,101
Sum DI	2,657	2,062	1,836	1,918	2,366	2,465	2,528	2,609	2,699	2,830	2,928	2,965	3,084	3,204	3,333
div	-26.7 %	-22.4 %	-11.0 %	4.5 %	23.3 %	4.2 %	2.5 %	3.2 %	3.4 %	4.9 %	3.5 %	1.3 %	4%	4%	4%

Tabell 74: Budsjetterte driftsinntekter for Solstad

9.4.2 Omløpet til netto driftseiendeler

Det neste steget er å beregne omløpet til netto driftseiendeler (*onde*). Formelen er presentert under (Knivsflå, 2016):

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

I tabell 76 beregnes det historiske omløpet til netto driftseiendeler for Solstad og næringen. Dette er gjort med utgangspunkt i den inngående balansen, og ikke i den utgående balansen slik det ble gjort i kapittel åtte. Det antas også at Solstad sitt omløp til netto driftseiendeler beveger seg mot næringen med tiden (Knivsflå, 2016).

* IB balanse

Onde	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016T	Vektet snitt
Solstad onde	36.0%	35.7%	25.9%	21.8%	23.5%	27.9%	29.6%	23.8%	18.4%	24.5%
Næringen onde	32.4%	31.0%	27.8%	26.0%	27.4%	30.1%	33.0%	29.3%	23.2%	27.9%

Tabell 75: Historisk omløp til netto driftseiendeler for Solstad og næringen

Som tabell 75 viser har onde blitt redusert fra 2008 til 2016T for Solstad. Fra og med år 2010 har næringen hatt et høyere omløp på netto driftseiendeler. Det tidsvektede gjennomsnittet til Solstad og næringen er på henholdsvis 24,5 og 27,9 prosent. Årsaken til at forholdstallet er relativt lavt kan begrunnes med den høye kapitalbindingen som eksisterer i sammenheng med næringens historiske investeringsvillighet, jmfør delkapittel 4.3.1.

Foruten allerede kontraherte skip er det ikke rimelig å anta at flåtestørrelsene vil vokse i budsjettperioden, verken for næringen eller Solstad. Dette sett i sammenheng med den lave utlånsvilligheten hos kreditorene, jmfør delkapittel 2.1.5, og tilbudsoverskuddet som eksisterer, jmfør delkapittel 2.1.8. Markedssituasjonen viser at flåtestørrelsen må ned før et eventuelt skift kan starte. På bakgrunn av dette skulle en kunne argumentere for at onde vil øke, men reduksjonen i tilførselen av ny tonnasje blir kompensert med reduserte ratenivåer og da følgelig lavere driftsinntekt.

Fra år 2016T til 2017 reduseres onde fra 0,18 til 0,15 som et resultat av reduserte driftsinntekter. Det antas at ratenivået vil ta seg opp i år 2020, jmfør delkapittel 9.4.1, og

onde øker i år 2019. Onde vil deretter bevege seg lineært mot 0,31 i steady state. Samtidig opererer Solstad i alle tre hovedsegmentene, jamfør delkapittel 2.1.2, og kan på grunn av sin fleksibilitet sikre en høy utnyttelsesgrad. Det vil kunne ha en økende effekt på onde.

De sammenlignbare rederiene har hatt et relativt stabilt nivå, men onde har blitt redusert betydelig fra og med år 2014. Det skyldes nedgangen i markedet, og at rederiene har sett det nødvendig å legge skip i opplag, jamfør delkapittel 2.1.8. Når markedet snur er det rimelig å anta at onde også vil øke for næringen. På lang sikt forutsettes det at forskjellen mellom Solstad og næringen sin onde blir tilnærmet lik null. Gitt disse forutsetningene får en følgende netto driftseiendeler i budsjettperioden:

NDE og onde	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	T+1	T+2
DI t+1	1,836	1,918	2,366	2,465	2,528	2,609	2,699	2,830	2,928	2,965	3,084	3,204	3,333	3,466
onde t+1	0.15	0.17	0.22	0.23	0.24	0.25	0.26	0.27	0.28	0.29	0.30	0.31	0.31	0.31
NDEt	12,240	11,285	10,756	10,718	10,532	10,436	10,381	10,483	10,459	10,224	10,279	10,337	10,750	11,180

Tabell 76: NDE og onde i budsjettperioden

9.4.3 Netto driftsresultat

Steg nummer tre er å beregne netto driftsresultatet ved bruk av følgende formel (Knivsfå, 2016):

$$NDR_t = ndm_t * DI_t \quad \rightarrow \quad ndm = \frac{NDR_t}{DI_t}$$

Driftsinntektene er budsjettert i delkapittel 9.4.1, og de historiske netto driftsmarginene er presentert i delkapittel 8.2.3, jamfør tabell 62. Tidsvektet for Solstad og næringen var netto driftsmargin henholdsvis 23,57 og 15,24 prosent. På lang sikt kan det argumenteres for at konkurransekraftene vil føre til at Solstad sine høye marginer vil vende tilbake til bransjegjennomsnittet i steady state (Knivsfå, 2016).

I analyseperioden har Solstad kapitalisert på et høyt aktivitetsnivå og gode rater som implisitt skyldes oljeprisen, jamfør delkapittel 2.1.6. Dette har følgelig resultert i høye driftsmarginer. Det vurderes derfor som rimelig å anta at nedgangen i netto driftsmargin i årene 2015 og 2016T vil fortsette frem til år 2019. Denne reduksjonen er forventet å bli dempet som følge av de kostnadsbesparelestiltakene ledelsen til Solstad har implementert for å tilpasse seg markedsforholdene, jamfør delkapittel 4.5.3.

Fra og med år 2020 antar en at netto driftsmarginene begynner å øke på bakgrunn av både høyere rater og en bedre flåteutnyttelsesgrad, jamfør delkapittel 9.4.1. Samtidig kan det

argumenteres for at de kostnadseffektiviserende tiltakene, og reduksjonen i kostnadsnivået i næringen generelt vil ha en positiv effekt på Solstad sine marginer. Det antas på bakgrunn av dette at netto driftsmarginen øker lineært frem til steady state på 20 prosent.

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	T+1	T+2
DI	2,062	1,836	1,918	2,366	2,465	2,528	2,609	2,699	2,830	2,928	2,965	3,084	3,204	3,333
ndm	16 %	15 %	16 %	17 %	17 %	18 %	18 %	19 %	19 %	19 %	20 %	20 %	20 %	20 %
NDR	330	275	297	402	428	449	473	499	534	564	582	617	641	667

Tabell 77: Netto driftsresultat budsjettert

9.4.4 Finansiell gjeld og finansielle eiendeler

Det fjerde steget er å budsjettere utviklingen for den finansielle gjelden og de finansielle eiendelene. Dette er gjort med følgende formler (Knivsfå, 2016):

$$FE_t = fed_t * NDE_t \quad \rightarrow \quad fed = \text{finansiell eiendelsdel}$$

$$FG_t = fgd_t * NDE_t \quad \rightarrow \quad fgd = \text{finansiell gjeldsdel}$$

Det vektete snittet for finansiell eiendelsdel er nokså likt mellom Solstad og næringen på henholdsvis 7,6 og 7,9 prosent. Tabellen gjenspeiler en nedgående trend som i all hovedsak skyldes at både Solstad og næringen har investert mye i skipsflåten. De finansielle eiendelene består for det meste av bankinnskudd og kontantekvivalenter, og er ikke uventet redusert som en konsekvens av at bunnlinjen presses.

fed	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016T	Vektet snitt
Solstad	18.9 %	12.3 %	6.0 %	5.0 %	6.4 %	8.8 %	7.9 %	6.7 %	6.2 %	7.6 %
Næringen	14.2 %	11.2 %	9.8 %	7.1 %	7.7 %	8.6 %	9.1 %	7.5 %	5.4 %	7.9 %

Tabell 78: Finansielle eiendeler historisk

I analyseperioden har Solstad et lavere vektet gjennomsnitt enn de sammenlignbare konkurrentene med en finansiell gjeldsdel på henholdsvis 65,1 mot 70,7 prosent. Faktoren økte fra år 2014 til 2015 på grunn av gjennomførte nedskrivninger, jamfør delkapittel 2.2.4. I år 2016T har det kortsiktige finansielle presset blitt redusert ved vellykket reforhandlinger og nedbetalinger av gjeldsforpliktelse og ett av to obligasjonslån, jamfør delkapittel 2.2.4. Det har resultert i en differanse for Solstad mot næringen på tolv prosent i 2016T.

fgd	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016T	Vektet snitt
Solstad	52.2 %	56.9 %	61.7 %	66.3 %	62.6 %	62.1 %	65.2 %	72.8 %	65.3 %	65.1 %
Næringen	59.5 %	55.3 %	63.0 %	66.3 %	66.9 %	69.1 %	70.4 %	76.1 %	77.3 %	70.7 %

Tabell 79: Finansiell gjeld historisk

Solstad sine restruktureringsforhandlinger var vellykket. Dette har blant annet resultert i utsatte avdragsforpliktelser som er med på å lette det finansielle presset. Implisitt i avtalene ligger det en forventning om at markedet vil snu rundt år 2020, hvor økt aktivitet og ratenivå vil føre til en positiv kontantstrøm. Det legges til grunn en lineær reduksjon for fgd fra år 2020 til steady state, hvor den da vil være lik 60 prosent. Dette er høyere enn gjennomsnittet for finansiell gjeldsandel på Oslo Børs, som er på 50 prosent (Knivsflå, 2016). Imidlertid er det rimelig å anta at rederier i offshore servicenæringen vil ha ett høyere nivå enn selskaper i andre bransjer med tanke på den kapitalintensive naturen, jamfør delkapittel 4.3.1.

Det forutsettes at fed vil øke til 15 prosent i steady state. Dette er blant annet basert på antagelsen om at skipsflåten ikke vil øke i budsjettperioden, jamfør kapittel 9.4. Videre har den finansielle situasjonen blitt bedret som et resultat av at Aker har kommet inn på eiersiden, og at det i den sammenheng har blitt innskutt NOK 150 millioner med frisk kapital og NOK 250 millioner i konvertible lån, jamfør delkapittel 2.2.5. Det er også forventet at bankinnskudd og kontantekvivalenter vil øke etter hvert som driftsinntektene stiger og utnyttelsesgraden øker, jamfør delkapittel 9.4.1.

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	T+1	T+2
NDE	12,240	11,285	10,756	10,718	10,532	10,436	10,381	10,483	10,459	10,224	10,279	10,337	10,750	11,180
fgd	70.0 %	69.0 %	67.0 %	66.2 %	65.4 %	64.7 %	63.9 %	63.1 %	62.3 %	61.6 %	60.8 %	60.0 %	60.0 %	60.0 %
FG	8,568	7,787	7,207	7,098	6,893	6,749	6,632	6,616	6,519	6,294	6,247	6,202	6,450	6,708
NDE	12,240	11,285	10,756	10,718	10,532	10,436	10,381	10,483	10,459	10,224	10,279	10,337	10,750	11,180
fge	7.2 %	8.1 %	9.0 %	9.7 %	10.4 %	11.0 %	11.7 %	12.4 %	13.0 %	13.7 %	14.4 %	15.0 %	15%	15%
FE	877	914	971	1,039	1,091	1,151	1,214	1,296	1,362	1,400	1,476	1,551	1,613	1,677
NFG	7,691	6,873	6,236	6,059	5,802	5,598	5,418	5,320	5,157	4,894	4,771	4,652	4,838	5,031

Tabell 80: Budsjetterte FE, FG og NFG

9.4.5 Netto finanskostnad og netto finansinntekt

For å beregne netto finanskostnader og netto finansinntekter brukes følgende formler (Knivsflå, 2016):

$$NFI = fer * FE_{t-1} \quad \rightarrow \quad fer = \text{fremskrevet finansiell eiendelsrentabilitet}$$

$$NFK = fgr_t * FG_{t-1} \quad \rightarrow \quad fgr = \text{fremskrevet finansiell gjeldsrente}$$

I delkapittel 8.2.1 ble det redegjort for at kapitalmarkedet er effisient. Dette innebærer at Solstad på sikt vil få tilnærmet like lånebetingelser som næringen forøvrig. Denne påstanden er gyldig hvis netto finansiell gjeldsrentabilitet er lik netto finansielt gjeldskrav ($ndr = ndk$). På den annen side fremkommer det av tabell 66 at Solstad har hatt en historisk tidsvektet finanseringsfordel av netto finansiell gjeld på 3,48 prosent.

Dette kan ifølge Knivsflå (2016) indikere at den balanseførte finansielle gjelden til Solstad er overvurdert. Imidlertid vil det ikke bli foretatt noen balansejusteringer i den forbindelse ettersom det er vanskelig å vurdere hvorvidt det faktisk eksisterer en finanseringsfordel, eller hvorvidt det skyldes en overvurdering av balansen. Dermed antas det at den balanseførte finansielle gjelden representerer den virkelige verdien. Videre antas det at de bokførte finansielle eiendelene er presentert i balansen til virkelig verdi, jmfør delkapittel 10.2.

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	T+1	T+2
FG t-1	10293	8568	7787	7207	7098	6893	6749	6632	6616	6519	6294	6247	6202	6450
fgr t	5.39%	5.59%	5.79%	4.61%	4.74%	4.87%	5.00%	5.13%	5.26%	5.38%	5.51%	5.64%	5.64%	5.64%
NFK t	555	479	451	333	337	336	337	340	348	351	347	352	350	364

Tabell 81: Budsjettert netto finanskostnader

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	T+1	T+2
FE t-1	982	877	914	971	1039	1091	1151	1214	1296	1362	1400	1476	1551	1613
fer t	1.4 %	1.6 %	1.7 %	1.8 %	2.0 %	2.1 %	2.2 %	2.3 %	2.4 %	2.6 %	2.5 %	2.8 %	2.8 %	2.8 %
NFI t	14	14	16	18	20	23	25	28	32	35	35	41	44	45

Tabell 82: Budsjettert netto finansinntekter

9.4.6 Minoritetsandel

For å budsjettere minoritetsinteressene fremskrives minoritetsdelen mid_t , som i utgangspunktet baserer seg på minoritetsdelen fra den strategiske regnskapsanalysen. Formelen for minoritetsinteressene er gitt som (Knivsflå, 2016):

$$MI = mid_t * NDE_t \quad \rightarrow \quad mid_t = \frac{MI_t}{NDE_t}$$

Av tabell 83 fremkommer det at Solstad har hatt en forholdsvis lav minoritetsdel sammenlignet med resten av næringen. I år 2010 hadde Solstad høyest minoritetsdel med 3,11 prosent. Tidsvektet for analyseperioden hadde Solstad en minoritetsdel på 0,5 prosent. For å fastsette optimal minoritetsdel i steady state mener Knivsflå (2016) at en bør ta utgangspunkt i tidsvektet historisk gjennomsnitt for enten selskapet eller næringen. I delkapittel 8.3.2 så en at Solstad har hatt en tidsvektet finansieringsfordel knyttet til minoritetsinteressene på 0,6 prosent. Det legges derfor til grunn at minoritetsinteressene vil ønske å selge seg ut av rederiet på sikt.

mid	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016T	Vektet snitt
Solstad	0.22%	0.18%	3.11%	0.44%	0.32%	0.38%	0.58%	0.80%	0.02%	0.5 %
Næringen	6.76%	6.20%	5.86%	4.81%	5.34%	5.03%	5.33%	5.13%	5.20%	5.3 %

Tabell 83: Minoritetsdel for Solstad og næringen i analyseperioden

Et moment som støtter opp om at minoritetsinteressene ikke vil ønske å selge er skatteeffekten knyttet til realisasjon. Basert på dette er det vurdert som sannsynlig at minoritetsandelen i Solstad vil øke i fremtiden. Det legges til grunn en minoritetsdel på to prosent i steady state.

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	T+1	T+2
mid	0.18%	0.35%	0.51%	0.68%	0.84%	1.01%	1.17%	1.34%	1.50%	1.67%	1.83%	2.00%	2.00%	2.00%
NDE	12,240	11,285	10,756	10,718	10,532	10,436	10,381	10,483	10,459	10,224	10,279	10,337	10,750	11,180
MI	23	39	55	73	89	105	122	140	157	171	189	207	215	224

Tabell 84: Budsjetterte minoritetsinteresser

9.4.7 Netto minoritetsresultat

Til slutt vurderes budsjettdriveren netto minoritetsresultat som er gitt ved følgende formel (Knivsflå, 2016):

$$NMR_t = mir_t * MI_t - 1 \quad \rightarrow \quad mir_t = \frac{NMR_t}{MI_t}$$

I delkapittel 8.3.2 fremkommer det at minoritetsrentabiliteten har vært lavere enn minoritetskravet. Dette kan ifølge Knivsflå (2016) tyde på at minoritetsinteressene er overvurdert. Det anses som rimelig at mir vil konvergere lineært mot mik i steady state.

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	T+1	T+2
MI t-1	2.6	22.5	39.4	55.3	72.8	88.9	105.3	121.9	140.4	157.3	170.6	188.5	206.6	215
mir t	4%	4.5%	4.9%	5.4%	5.9%	6.3%	6.8%	7.3%	7.7%	8.2%	8.6%	9.1%	9.3%	9.3%
NMR t	0.11	1.01	1.94	2.98	4.26	5.62	7.15	8.84	10.83	12.87	14.75	17.17	19.21	19.99

Tabell 85: Budsjettert netto minoritetsresultat

9.5 Fremtidsregnskap- og fri kontantsstrøm

Basert på budsjettdriverne i kapittel 9.4 vil det nå utarbeides fremtidsregnskap, fremtidsbalanse og fremtidig kontantstrøm for Solstad. Budsjetthorisonen settes til tolv år, og det forutsettes steady state og konstant vekst fra år 2029, jamfør kapittel 9.3. Størrelsen netto betalt utbytte fastsettes residualt basert på endringen i egenkapital og fullstendig nettoresultat til egenkapital. Videre beregnes egenkapitalen residualt som differansen mellom netto driftskapital, netto finansiell gjeld og minoritetsinteresser.

Fremtidsregnskapet er utarbeidet på bakgrunn av den historiske utviklingen i næringen, forventninger om fremtidig utvikling og skjønsmessige vurderinger. En av hovedutfordringene i forbindelse med utarbeidelse av fremtidig kontantstrøm er usikkerheten som knytter seg til det fremtidige aktivitetsnivået i næringen. Den historiske utviklingen gjenspeiler et høyt aktivitetsnivå preget av sterk intern rivalisering mellom rederiene. Denne

rivaliseringen har påvirket historisk lønnsomhet. På grunn av de høye utgangsbarrierene i næringen, jamfør delkapittel 4.3.1, forventes det en vedvarende sterk intern rivalisering også i fremtiden. Dette reflekteres gjennom en lavere budsjettet lønnsomhet for hele budsjettperioden.

Til tross for lavere lønnsomhet legges det til grunn en relativt optimistisk vurdering med hensyn til teknologisk utvikling, konsolidering og effektivisering av næringen. Det antas at dette vil føre til en lavere kapitalbinding og bedre driftsmargin. Dette gjenspeiles i fremtidsregnskapet gjennom en budsjettet økning i onde og ndm frem mot steady state.

På grunn av økningen i onde og ndm vil netto driftseiendeler reduseres i budsjettperioden. En reduksjon i netto driftseiendeler som er større en avskrivningsbeløpet indikerer at Solstad selger skip til bokført verdi. Denne forutsetningen må kunne sies å være lite rimelig på bakgrunn av det historiske markedet for kjøp og salg av offshoreskip. Et marked som har vært lite aktivt i både høy- og lavkonjunkturer. I det følgende presenteres Solstad sitt fremtidsregnskap, fremtidsbalanse og fremtidig kontantstrøm.

	2016T	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	T+1	T+2
DI	2657	2062	1836	1918	2366	2465	2528	2609	2699	2830	2928	2965	3084	3204	3333
NDR	487	330	275	297	402	428	449	473	499	534	564	582	617	641	667
NFI	6	14	14	16	18	20	23	25	28	32	35	35	41	44	45
NRS	494	344	289	313	420	449	471	498	528	566	599	617	658	684	712
NFK	338	555	479	451	333	337	336	337	340	348	351	347	352	350	364
NMR	-38	0	1	2	3	4	6	7	9	11	13	15	17	19	20
NRE	193	-211	-191	-139	85	108	130	154	179	207	235	255	289	315	328
UNDR	-147														
UNFR	357														
UNMR															
FNR	403	-211	-191	-139	85	108	130	154	179	207	235	255	289	315	328
NBU	-497	-172	-37	-232	-37	53	39	46	-3	85	219	96	129	96	100
ΔEK	900	-39	-154	92	121	55	91	108	182	122	16	159	160	219	228

Tabell 86: Budsjettet fremtidsregnskap

	2016T	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	T+1	T+2
NDE	13878	12240	11285	10756	10718	10532	10436	10381	10483	10459	10224	10279	10337	10750	11180
FE	982	877	914	971	1039	1091	1151	1214	1296	1362	1400	1476	1551	1613	1677
SSE	14861	13117	12199	11727	11757	11623	11587	11594	11779	11821	11624	11755	11887	12363	12857
EK	4565	4526	4373	4465	4586	4642	4733	4840	5022	5144	5160	5319	5479	5698	5926
MI	3	23	39	55	73	89	105	122	140	157	171	189	207	215	224
FG	10293	8568	7787	7207	7098	6893	6749	6632	6616	6519	6294	6247	6202	6450	6708
SSK	14861	13117	12199	11727	11757	11623	11587	11594	11779	11821	11624	11755	11887	12363	12857
NDE	13878	12240	11285	10756	10718	10532	10436	10381	10483	10459	10224	10279	10337	10750	11180
EK	4565	4526	4373	4465	4586	4642	4733	4840	5022	5144	5160	5319	5479	5698	5926
MI	3	23	39	55	73	89	105	122	140	157	171	189	207	215	224
NFG	9310	7691	6873	6236	6059	5802	5598	5418	5320	5157	4894	4771	4652	4838	5031
NDK	13878	12240	11285	10756	10718	10532	10436	10381	10483	10459	10224	10279	10337	10750	11180

Tabell 87: Budsjettet fremtidsbalanse

	2016T	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	T+1	T+2
NDR	487	330	275	297	402	428	449	473	499	534	564	582	617	641	667
UNDR	-147														
ΔNDE	-529	-1639	-954	-529	-38	-186	-95	-56	102	-24	-234	55	58	413	430
FKD	869	1969	1230	826	441	614	544	529	397	559	798	527	559	227	237
NFI	6	14	14	16	18	20	23	25	28	32	35	35	41	44	45
UNFI	525														
ΔFE	-105	-105	37	57	68	52	60	63	82	67	38	76	75	62	65
FKS	1506	2088	1207	785	390	583	507	491	343	524	795	487	525	209	217
NFK	338	555	479	451	333	337	336	337	340	348	351	347	352	350	364
UNFK	-168														
ΔFG	-1535	-1725	-781	-580	-109	-205	-144	-117	-16	-97	-226	-46	-45	248	258
NMR	-38	0	1	2	3	4	6	7	9	11	13	15	17	19	20
UNMR	0														
ΔMI	-112	20	17	16	17	16	16	17	18	17	13	18	18	8	9
FKE	-273	-172	-37	-232	-37	53	39	46	-3	85	219	96	129	96	100

Tabell 88: Budsjettert fri kontantstrøm til egenkapitalen

10. Fremtidskrav og strategisk fordel

I det følgende vil det estimeres et fremtidig avkastningskrav for budsjettperioden. Dette estimerte fremtidige avkastningskravet vil anvendes som diskonteringsfaktor for å finne verdien til egenkapitalen til Solstad, jamfør kapittel elleve. Egenkapitalkravet består av kravene til investorene, kreditorene og minoritetsinteressentene. De ulike kravene er egenkapitalkravet, kravet til netto finansiell gjeld og minoritetskravet.

Ifølge Knivsflå (2016) skal diskonteringsrenten være basert på verdivekter av balansen, samt at denne balansen tar utgangspunkt i virkelig verdi estimerer og ikke historisk kost. Dette lar seg vanskelig gjennomføre før en verdivurdering er utført, ettersom diskonteringsrenten baserer seg på det balanseførte forholdet mellom egenkapital, minoritet og gjeld. Det vektes derfor med det budsjetterte regnskapet. Dette vil bli tatt hensyn til i kapittel elleve, hvor det gjennomføres en konvergeringsprosess på verdivektene mot et likt verdiestimat.

I forbindelse med det budsjetterte fremtidsregnskapet vil det også gjennomføres en analyse og vurdering av om det foreligger en fremtidig strategisk fordel for Solstad. Her vil det imidlertid være hensiktsmessig å benytte seg av de budsjetterte vektene, ettersom det sikrer konsistens mellom kravene og rentabiliteten (Knivsflå, 2016). Resultatet av analysen vil fungere som et mål på hvor rimelig fremtidsregnskapet- og kravene er. Hvis forholdet mellom disse to faktorene avviker vesentlig bør årsaken evalueres, og eventuelle justeringer bør foretas. Dette illustrerer at bruk av subjektive vurderinger har betydning for verdiestimatet.

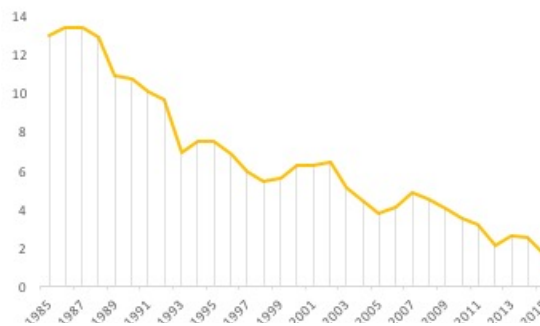
10.1 Fremtidskrav for egenkapital

For å estimere det fremtidige egenkapitalkravet benyttes kapitalverdimodellen, jamfør kapittel 7.1.

$$ekk = r_f * (1 - s) + \beta_{EK} * mrp + ilp$$

10.1.1 Risikofri rente

I beregningen av den risikofrie renten vil den tiårige norske statsobligasjonen fortsatt brukes, jamfør delkapittel 7.1.1. Det er verdt å merke seg at rentenivået er historisk lavt, og spørsmålet som oppstår i den forbindelse er hvor representativt dagens nivå er for fremtiden. I tillegg tas det hensyn til ”mean-reversion”, jamfør delkapittel 9.2.2. Dette innebærer at renten på sikt vil vende tilbake til gjennomsnittet. Det historiske gjennomsnittet for tidsperioden 1996 til 27.07.2016 er 4,27 prosent for tiårige norske statsobligasjoner (Norges Bank, 2016c).



Figur 28: Tiårige norske statsobligasjoner

Gjennomsnittet i 2016 var per 27. juli beregnet til å være 1,27 prosent. Det legges derfor til grunn 1,3 prosent som risikofri rente før skatt. Denne er satt til å vokse lineært frem til 1,8 prosent, som underbygges av Norges Bank sitt renteestimat for år 2019 (Norges Bank, 2016b). Dagens rente vektes med en tredjedel, og det historiske gjennomsnittet med to tredjedeler for å definere risikofrie rente i steady state. Samlet utgjør den risikofrie renten før skatt på 3,3 prosent i steady state.

I Statsbudsjettet for år 2017 er det fastsatt at skattesatsen skal reduseres til 24 prosent fra 25 prosent i år 2016. Denne satsen skal reduseres videre i år 2018 til 23 prosent. Det er ikke gitt noen indikasjoner på hvorvidt denne satsen skal settes ytterligere ned. Det legges dermed til grunn en konstant skattesats på 23 prosent fra og med år 2018 til steady state. Som det fremkommer av tabell 90, er den risikofrie renten etter skatt lik 2,5 prosent i steady state.

	2016T	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	T+1	T+2
rf før skatt	1.3 %	1.3 %	1.6 %	1.8 %	2.0 %	2.1 %	2.3 %	2.5 %	2.6 %	2.8 %	3.0 %	3.1 %	3.3 %	3.3 %	3.3 %
Skattesats	25.0 %	24.0 %	23.0 %	23.0 %	23.0 %	23.0 %	23.0 %	23.0 %	23.0 %	23.0 %	23.0 %	23.0 %	23.0 %	23.0 %	23.0 %
Skatt	0.3 %	0.3 %	0.4 %	0.4 %	0.5 %	0.5 %	0.5 %	0.6 %	0.6 %	0.6 %	0.7 %	0.7 %	0.8 %	0.8 %	0.8 %
rf etter skatt	1.0 %	1.0 %	1.2 %	1.4 %	1.5 %	1.6 %	1.8 %	1.9 %	2.0 %	2.2 %	2.3 %	2.4 %	2.5 %	2.5 %	2.5 %

Tabell 89: Budsjettetert risikofri rente

10.1.2 Markedsrisikopremie

Dagens markedsrisikopremie på fem prosent legges til grunn i beregningen og vil være konstant for hele budsjettperioden, jamfør delkapittel 7.1.2. Denne antagelsen kan underbygges av Knivsflå (2016), som argumenterer for at dagens nivå skal legges til grunn når en skal estimere fremtiden.

10.1.3 Illikviditetspremie

Historisk illikviditetspremie for majoritet og minoritet, på henholdsvis 1,5 og tre prosent vil benyttes ved fastsettelsen av fremtidig avkastningskrav. Det vil ikke være hensiktsmessig å legge til grunn endringer i illikviditetspremien ettersom en ikke kan anta at den tilhørende objektivitetsrisikoen har endret seg vesentlig, jamfør diskusjon i delkapittel 7.1.3. Det vurderes derfor som rimelig å være konsistent med det som er lagt til grunn tidligere i utredningen.

10.1.4 Egenkapitalbeta

Solstad sin egenkapitalbeta vil variere med rederiets finansielle risiko i fremtidsregnskapet. Som nevnt i delkapittel 7.1.6 antas det at netto driftsbeta vil være konstant så lenge rederiet ikke er i en finansiell krise. En konstant netto driftsbeta er i henhold til Miller og Modigliani første proposisjon. Det vil benyttes samme fremgangsmåte som i kapittel syv for å beregne fremtidig egenkapitalbeta. Ved å benytte fremtidig syntetisk rating kan netto finansiell gjeldsbeta estimeres, og deretter fastsettes egenkapitalbetaen residualt. Netto finansiell gjeldsbeta estimeres med utgangspunkt i vektene til finansiell gjeldsbeta og finansiell eiendelsbeta.

For årene 2017, 2018 og 2019 anses det som rimelig at ratingen på enkelte forholdstall vil reduseres litt. Dette er i tråd med forventninger om redusert aktivitet og lav oljepris, jamfør kapittel 4.1. Rentedeckningsgraden er lagget ett år for å unngå endogenitet. Netto driftsrentabilitet settes til B frem til år 2019, for så å økes til BB frem mot steady state. Gjennomsnittlig rating for Solstad forventes å være BB i steady state.

	2016T	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	T+1	T+2
Likviditetsgrad 1	BBB	BB	BB	BB	BB	BB	BB	BB	BB	BB	BB	BB	BB	BB	BB
Rentedekningsgrad	BBB	BBB	BB	BB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB
Egenkapitalprosent	BB	B	B	B	BB	BB	BB	BB	BB	BB	BB	BB	BB	BB	BB
Netto driftsrentabilitet	B	B	B	B	BB	BB	BB	BB	BB	BB	BB	BB	BB	BB	BB
Gjennomsnittlig rating	BB	B	B	B	BB	BB	BB	BB	BB	BB	BB	BB	BB	BB	BB

Tabell 90: Budsjettert fremtidig syntetisk rating

Det legges til grunn gjennomsnittlig syntetisk rating for å beregne finansiell gjeldsbeta og finansiell eiendelsbeta. Samlet utgjør disse vektet netto finansiell gjeldsbeta og presenteres i tabell 91.

	2016T	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	T+1	T+2
FG-beta	0.35	0.32	0.30	0.28	0.24	0.24	0.24	0.24	0.24	0.24	0.24	0.24	0.24	0.24	0.24
Finansiell gjeldsvekt	1.10	1.11	1.13	1.16	1.17	1.19	1.21	1.22	1.24	1.26	1.29	1.31	1.33	1.33	1.33
FE-beta	0.14	0.10	0.11	0.11	0.12	0.12	0.12	0.12	0.12	0.12	0.12	0.12	0.12	0.12	0.12
Finansiell eiendelsvekt	0.10	0.11	0.13	0.16	0.17	0.19	0.21	0.22	0.24	0.26	0.29	0.31	0.33	0.33	0.33
NFG-beta	0.37	0.35	0.33	0.31	0.26	0.26	0.26	0.27	0.27	0.27	0.27	0.28	0.28	0.28	0.28

Tabell 91: Budsjettert fremtidig netto finansiell gjeldsbeta

Det påpekes at en egenkapitalbeta på 0,75 i steady state er noe lavt for et selskap som Solstad. Gitt forutsetningen om konstant netto driftsbeta anvendes likevel egenkapitalbetaen for videre beregning og verdsettelse.

	2016T	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	T+1	T+2
Netto driftsbeta	0.54	0.54	0.54	0.54	0.54	0.54	0.54	0.54	0.54	0.54	0.54	0.54	0.54	0.54	0.54
NDK/(EK+MI)	3.04	3.04	2.69	2.56	2.38	2.30	2.23	2.16	2.09	2.03	1.97	1.92	1.87	1.82	1.82
NFG-beta	0.37	0.35	0.33	0.31	0.26	0.26	0.26	0.27	0.27	0.27	0.27	0.28	0.28	0.28	0.28
NFG/(EK+MI)	2.04	2.04	1.69	1.56	1.38	1.30	1.23	1.16	1.09	1.03	0.97	0.92	0.87	0.82	0.82
EK-beta	0.87	0.93	0.90	0.90	0.92	0.90	0.88	0.85	0.83	0.81	0.80	0.78	0.76	0.75	0.75

Tabell 92: Budsjettert fremtidig egenkapitalbeta

10.1.5 Egenkapitalkrav

Estimatene fra delkapittel 10.1.4 benyttes videre i kapitalverdimodellen for å beregne fremtidig egenkapitalkrav og fremtidig minoritetskrav. Det fremtidige budsjetterte egenkapitalkravet er på 7,8 prosent, mens fremtidig budsjettert minoritetskrav er på 9,3 prosent.

	2016T	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	T+1	T+2
rf etter skatt	1.0 %	1.0 %	1.2 %	1.4 %	1.5 %	1.6 %	1.8 %	1.9 %	2.0 %	2.2 %	2.3 %	2.4 %	2.5 %	2.5 %	2.5 %
EK-beta	0.87	0.93	0.90	0.90	0.92	0.90	0.88	0.85	0.83	0.81	0.80	0.78	0.76	0.75	0.75
mrp	5.0 %	5.0 %	5.0 %	5.0 %	5.0 %	5.0 %	5.0 %	5.0 %	5.0 %	5.0 %	5.0 %	5.0 %	5.0 %	5.0 %	5.0 %
ilp	1.5 %	1.5 %	1.5 %	1.5 %	1.5 %	1.5 %	1.5 %	1.5 %	1.5 %	1.5 %	1.5 %	1.5 %	1.5 %	1.5 %	1.5 %
ekk etter skatt	6.8 %	7.2 %	7.2 %	7.4 %	7.6 %	7.6 %	7.6 %	7.7 %	7.7 %	7.7 %	7.8 %	7.8 %	7.9 %	7.8 %	7.8 %

Tabell 93: Budsjettert fremtidig egenkapitalkrav etter skatt

	2016T	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	T+1	T+2
ekk etter skatt	6.8 %	7.2 %	7.2 %	7.4 %	7.6 %	7.6 %	7.6 %	7.7 %	7.7 %	7.7 %	7.8 %	7.8 %	7.9 %	7.8 %	7.8 %
ilp	1.5 %	1.5 %	1.5 %	1.5 %	1.5 %	1.5 %	1.5 %	1.5 %	1.5 %	1.5 %	1.5 %	1.5 %	1.5 %	1.5 %	1.5 %
Minoritetskrav	8.3 %	8.7 %	8.7 %	8.9 %	9.1 %	9.1 %	9.1 %	9.2 %	9.2 %	9.2 %	9.3 %	9.3 %	9.4 %	9.3 %	9.3 %

Tabell 94: Budsjettert fremtidig minoritetskrav etter skatt

10.2 Fremtidskrav til netto finansiell gjeld

Fremtidig krav til netto finansiell gjeld fastsettes som differansen mellom fremtidig finansielt gjeldskrav og fremtidig finansielt eiendelskrav, jmfør kapittel 7.3. Det finansielle gjeldskravet beregnes som summen av risikofri rente og kredittrisikopremien. Videre benyttes fremtidig syntetisk rating fra delkapittel 10.1.4 for å estimere lang kredittrisikopremie. Som i delkapittel 7.1.5 anvendes rating-systemet i MRR413a, som baserer seg på Standard & Poor's anslag.

	2016T	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	T+1	T+2
rf etter skatt	1.0 %	1.0 %	1.2 %	1.4 %	1.5 %	1.6 %	1.8 %	1.9 %	2.0 %	2.2 %	2.3 %	2.4 %	2.5 %	2.5 %	2.5 %
Kreditrisikopremie	3.1 %	4.4 %	4.4 %	4.4 %	3.1 %	3.1 %	3.1 %	3.1 %	3.1 %	3.1 %	3.1 %	3.1 %	3.1 %	3.1 %	3.1 %
fgk	4.1 %	5.4 %	5.6 %	5.8 %	4.6 %	4.7 %	4.9 %	5.0 %	5.1 %	5.3 %	5.4 %	5.5 %	5.6 %	5.6 %	5.6 %

Tabell 95: Budsjettert fremtidig finansielt gjeldskrav

Fremtidig finansielt eiendelskrav er basert på at Solstad sine fordringer opprettholder en kredittrating på BBB gjennom hele analyseperioden. Kontantkravet er risikofri rente.

	2016T	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	T+1	T+2
Kontantkrav	1.0 %	1.0 %	1.2 %	1.4 %	1.5 %	1.6 %	1.8 %	1.9 %	2.0 %	2.2 %	2.3 %	2.4 %	2.5 %	2.5 %	2.5 %
KON/FE	0.57	0.57	0.58	0.59	0.6	0.61	0.62	0.63	0.64	0.65	0.66	0.6	0.68	0.69	0.69
Forringskrav	2.0 %	2.0 %	2.1 %	2.2 %	2.4 %	2.5 %	2.6 %	2.8 %	2.9 %	3.0 %	3.2 %	3.3 %	3.5 %	3.5 %	3.5 %
FOR/FE	0.43	0.43	0.42	0.41	0.40	0.39	0.37	0.36	0.35	0.34	0.33	0.32	0.31	0.3	0.3
Investeringskrav	7.0 %	7.0 %	7.0 %	7.1 %	7.2 %	7.3 %	7.4 %	7.5 %	7.5 %	7.6 %	7.7 %	7.8 %	7.9 %	8%	8%
INV/FE	0.02%	0.02%	0.03%	0.03%	0.04%	0.04%	0.05%	0.05%	0.06%	0.06%	0.07%	0.07%	0.08%	0.09%	0.09%
fek	1.4 %	1.4 %	1.6 %	1.7 %	1.8 %	2.0 %	2.1 %	2.2 %	2.3 %	2.4 %	2.6 %	2.5 %	2.8 %	2.8 %	2.8 %

Tabell 96: Budsjettert fremtidig finansielt eiendelskrav

Samlet utgjør finansielt gjeldskrav og finansielt eiendelskrav netto finansielt gjeldskrav og presenteres i tabell 97.

	2016T	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	T+1	T+2
fgk	4.1 %	5.4 %	5.6 %	5.8 %	4.6 %	4.7 %	4.9 %	5.0 %	5.1 %	5.3 %	5.4 %	5.5 %	5.6 %	5.6 %	5.6 %
FG/NFG t-1	1.10	1.11	1.11	1.13	1.16	1.17	1.19	1.21	1.22	1.24	1.26	1.29	1.31	1.33	1.33
fek	1.4 %	1.4 %	1.6 %	1.7 %	1.8 %	2.0 %	2.1 %	2.2 %	2.3 %	2.4 %	2.6 %	2.5 %	2.8 %	2.8 %	2.8 %
FE/NFG t-1	0.10	0.11	0.11	0.13	0.16	0.17	0.19	0.21	0.22	0.24	0.26	0.29	0.31	0.33	0.33
nfgk	4.3 %	5.8 %	6.1 %	6.3 %	5.0 %	5.2 %	5.4 %	5.6 %	5.8 %	5.9 %	6.1 %	6.4 %	6.5 %	6.6 %	6.6 %

Tabell 97: Budsjettert fremtidig netto finansielt gjeldskrav

10.3 Fremtidskrav til netto driftskapital

I tabell 98 blir fremtidskravet til netto driftskapital beregnet og presentert. Det gjøres ved å vekte avkastningskravet til både egenkapitalen, netto finansiell gjeld og minoritetsinteressentene. Avkastningskravet har en stigende kurve frem til steady state på 7,3 prosent.

	2016T	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	T+1	T+2
ekk	6.8 %	7.2 %	7.2 %	7.4 %	7.6 %	7.6 %	7.6 %	7.7 %	7.7 %	7.7 %	7.8 %	7.8 %	7.9 %	7.8 %	7.8 %
EK/NDK	0.33	0.37	0.39	0.42	0.43	0.44	0.45	0.47	0.48	0.49	0.50	0.52	0.53	0.53	0.53
mik	8.3 %	8.7 %	8.7 %	8.9 %	9.1 %	9.1 %	9.1 %	9.2 %	9.2 %	9.2 %	9.3 %	9.3 %	9.4 %	9.3 %	9.3 %
MI/NDK	0.00	0.00	0.00	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02
nfgk	4.3 %	5.8 %	6.1 %	6.3 %	5.0 %	5.2 %	5.4 %	5.6 %	5.8 %	5.9 %	6.1 %	6.4 %	6.5 %	6.6 %	6.6 %
NFG/NDK	0.67	0.63	0.61	0.58	0.57	0.55	0.54	0.52	0.51	0.49	0.48	0.46	0.45	0.45	0.45
ndk	5.1 %	6.3 %	6.5 %	6.8 %	6.2 %	6.3 %	6.5 %	6.6 %	6.7 %	6.9 %	7.0 %	7.2 %	7.3 %	7.3 %	7.3 %

Tabell 98: Budsjettert netto driftskrav

10.4 Analyse av budsjett – strategisk fordel

Det kan argumenteres for at en eventuell strategisk fordel vil gå mot null i steady state basert på antagelser om at en rasjonell investor ønsker å maksimere avkastningen sin. De selskapene som har en strategisk fordel er normalt vurdert som et mer attraktivt investeringsobjekt enn et selskap som ikke har det, og på den måte vil fordelene på sikt forsvinne (Knivsflå, 2016). Hvis det derimot eksisterer en strategisk ulempe vil det aktuelle selskapet være mindre attraktivt, og ifølge denne tankegangen vil selskapet på sikt legges ned.

Det forutsettes at det ikke eksisterer noen finansieringsfordel i steady state. Minoritetskravet- og rentabiliteten er i den sammenheng satt til å være lik i steady state, mens netto finansiell gjeldsrentabiliteten- og kravet er vurdert til å være lik over hele budsjettperioden.

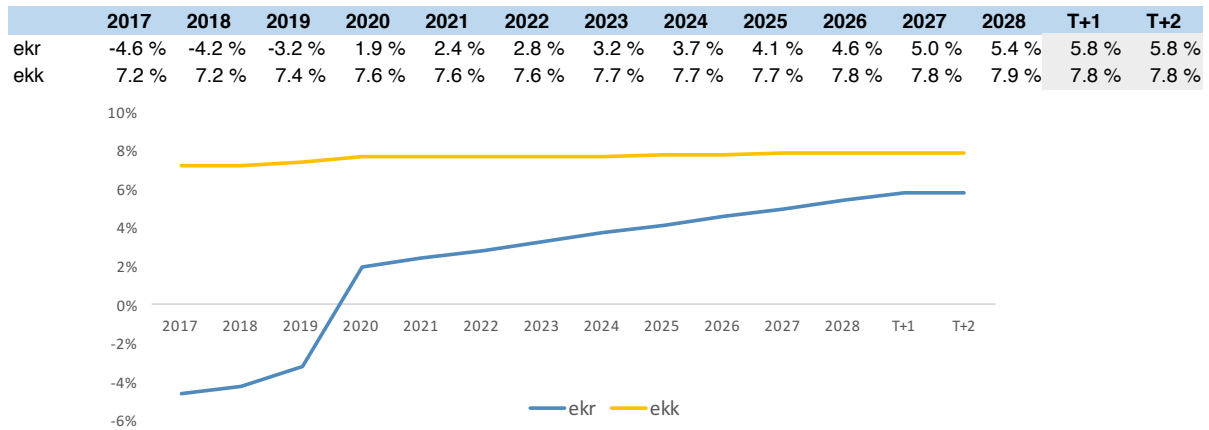
	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	T+1	T+2
ndr	2.4 %	2.3 %	2.6 %	3.7 %	4.0 %	4.3 %	4.5 %	4.8 %	5.1 %	5.4 %	5.7 %	6.0 %	6.2 %	6.2 %
ndk	6.3 %	6.5 %	6.8 %	6.2 %	6.3 %	6.5 %	6.6 %	6.7 %	6.9 %	7.0 %	7.2 %	7.3 %	7.3 %	7.3 %
SFD	-3.9 %	-4.3 %	-4.1 %	-2.4 %	-2.3 %	-2.2 %	-2.1 %	-1.9 %	-1.8 %	-1.6 %	-1.5 %	-1.3 %	-1.1 %	-1.1 %
gearing	1.70	1.57	1.40	1.32	1.25	1.18	1.12	1.06	1.00	0.95	0.90	0.85	0.85	0.85
GFD	-6.7 %	-6.7 %	-5.8 %	-3.2 %	-2.9 %	-2.6 %	-2.3 %	-2.0 %	-1.8 %	-1.5 %	-1.3 %	-1.1 %	-0.9 %	-0.9 %
DF	-10.6 %	-10.9 %	-9.9 %	-5.7 %	-5.2 %	-4.8 %	-4.4 %	-4.0 %	-3.5 %	-3.2 %	-2.8 %	-2.4 %	-2.0 %	-2.0 %
nfg-rnfgk	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
NFG/EK	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
FFNFG	0.0 %	0.0 %	0.0 %	0.0 %	0.0 %	0.0 %	0.0 %	0.0 %	0.0 %	0.0 %	0.0 %	0.0 %	0.0 %	0.0 %
mik	8.7 %	8.7 %	8.9 %	9.1 %	9.1 %	9.1 %	9.2 %	9.2 %	9.2 %	9.3 %	9.3 %	9.4 %	9.3 %	9.3 %
mir	4.0 %	4.5 %	4.9 %	5.4 %	5.9 %	6.3 %	6.8 %	7.3 %	7.7 %	8.2 %	8.6 %	9.1 %	9.3 %	9.3 %
MI/EK	0.5 %	0.9 %	1.2 %	1.6 %	1.9 %	2.2 %	2.5 %	2.8 %	3.1 %	3.3 %	3.5 %	3.8 %	3.8 %	3.8 %
FFMI	0.0 %	0.0 %	0.0 %	0.1 %	0.1 %	0.1 %	0.1 %	0.1 %	0.0 %	0.0 %	0.0 %	0.0 %	0.0 %	0.0 %
FF	0.0 %	0.0 %	0.0 %	0.1 %	0.1 %	0.1 %	0.1 %	0.1 %	0.0 %	0.0 %	0.0 %	0.0 %	0.0 %	0.0 %
SF (DF+FF)	-10.6 %	-10.9 %	-9.9 %	-5.6 %	-5.2 %	-4.7 %	-4.3 %	-3.9 %	-3.5 %	-3.1 %	-2.8 %	-2.4 %	-2.0 %	-2.0 %

Tabell 99: Strategisk fordel i budsjettperioden

Over analyseperioden hadde Solstad en tidsvektet strategisk fordel på 2,3 prosent, jmfør kapittel 8.4. Dette skyldes hovedsakelig et lønnsomt marked, som ble forsterket av en høy gjeldsgrad. Situasjonen er imidlertid forventet å endres i fremtiden. I tråd med den strategiske analysen i kapittel fire vil konkurransen i markedet øke både på grunn av lavere aktivitet. I tillegg ventes det en rekke konsolideringer i næringen. Dermed vil det være færre og større rederier med en sterkere økonomisk bunnlinje som vil påvirke konkurransesituasjonen i næringen. Effekten av tilbudsoverskuddet i markedet vil videre bli påvirket av den høye gjeldsgraden som eksisterer.

Imidlertid er det lagt til grunn en antagelse om at markedsforholdene vil begynne å snu i år 2020, jmfør delkapittel 9.4.1. Det fremkommer av tabell 99 at den strategiske fordelene i år 2017 er på -10,6 prosent, og vil på bakgrunn av endringene i markedet gå mot -2,0 prosent i

steady state. Gitt at forutsetningene nevnt i starten av dette delkapittelet, om en rasjonell og profittmaksimerende investor, vil Solstad på sikt legges ned. Imidlertid kan det argumenteres for at dette er forenklete antagelser som ikke er holdbar i realiteten. Det legges derfor til grunn fortsatt drift i fremtiden, uavhengig av den strategiske ulempen i steady state.



Figur 29: Budsjettert utvikling ekk og ekr

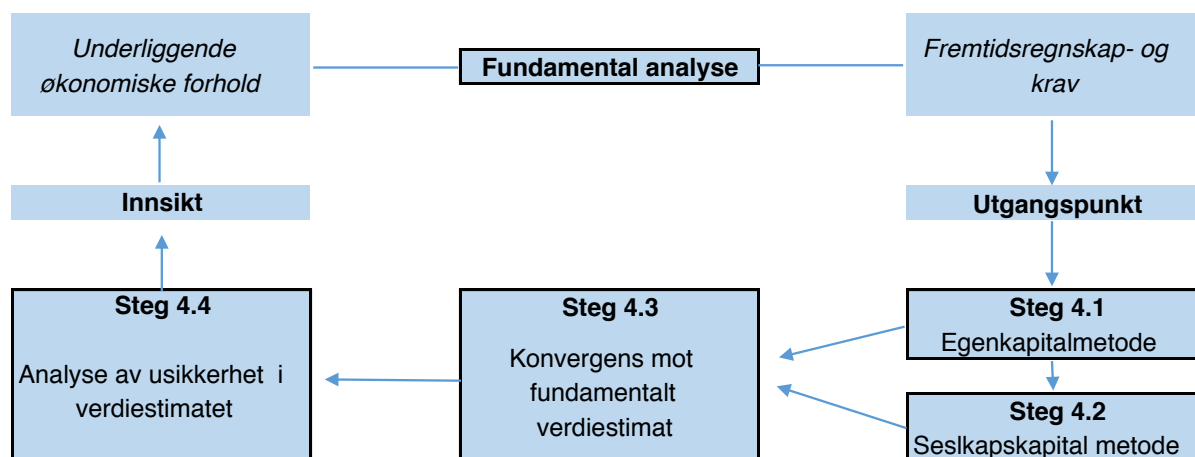
Avviket mellom egenkapitalkravet og egenkapitalrentabiliteten utgjør den strategiske fordelene, jmfør kapittel 8.1. Historisk har Solstad hatt en høyere ekr enn ekk. I den sammenheng kan det argumenteres for at ekr i budsjettperioden burde være høyere enn ekk, basert på historikken. På den annen side var rederiet i en høykonjunktur med svært gode marginer og et høyt aktivitetsnivå. Selv om det er forventet at markedet vil snu i år 2020, legges det til grunn at en ikke vil oppleve en tilsvarende lønnsomhet som i toppårene 2013 og 2014. Lønnsomhetsreduksjonen vurderes derfor som rimelig i budsjettperioden, selv om en rasjonell investor med dette som utgangspunkt ville lagt ned rederiet (Knivsflå, 2016).

Et annet sentral forhold for fremtidsregnskapet er mulige målefeil, jmfør delkapittel 5.5.1. Den fremtidige rentabiliteten kan i stor grad bli påvirket av manglende nedskrivninger. Det vil ha en effekt i året nedskrivningen utføres, men også for de påfølgende årene. Feilaktig eller manglende korrigerende nedskrivninger fører til en for høy rentabilitetsmåling, og en for lav lønnsomhet etterskuddsvis. Dette skyldes at netto driftseiendeler er balanseført med en for høy verdi. Konsekvensen av denne målefeilen er at den strategiske ulempen i steady state er undervurdert. Utredningen legger til grunn at omgivelsene og de øvrige konkurranseforholdene ikke vil endre seg i fremtidsregnskapet, og dette medfører at konklusjonen ikke vil bli påvirket av eventuelle målefeil.

11. Fundamental verdsettelse

I dette kapitlet gjennomføres en verdsettelse ved bruk av den fundamentale verdsettelsesteknikken, jamfør kapittel 3.3. Dette vil være hovedteknikken anvendt i utredningen, supplementert av komparativ verdsettelsesteknikk, jamfør delkapittel 3.1.1. Figur 30 illustrerer rammeverket for den fundamentale verdsettelsesteknikken. Utgangspunktet for metoden er de underliggende økonomiske forholdene, sett i sammenheng med forhold fra kvalitative faktorer fra den strategiske analysen, jamfør kapittel fire. Denne informasjonen kan brukes som input i to forskjellige teknikker: (1) egenkapitalmetoden og (2) selskapskapitalmetoden.

Disse to teknikkene skal i teorien gi et likt verdiestimat ved konsistent bruk, for eksempel gjennom like verdivekter ved budsjettering av kravene. En beregner først verdivektene med budsjetterte vekter, før det blir utført iterative oppdateringer gjennom en konvergeringsprosess. Hensikten er at vektene etter hvert konvergerer mot et likt verdiestimat. Formålet ved å benytte to forskjellige teknikker er å styrke fundamentet til verdsettelsen, og styrke argumentasjonen knyttet til den verdien en har kommet frem til.



Figur 30: Rammeverk for fundamental verdivurdering (Knivsflå, 2016)

For å analysere usikkerheten til verdsettelsen vil det utføres en sensitivitetsanalyse og simulering. Ved å endre kritiske drivere i budsjettet, som for eksempel driftsinntekter, er det mulig å evaluere hvordan dette påvirker verdiestimatet (Knivsflå, 2016). Dette supplementeres av en simulering som gir en indikasjon på hvordan fordelingen til verdiestimatet er, gitt endringer i ulike parametere. Ved å benytte en slik statistisk fremgangsmåte vil det være mulig å undersøke hvor sannsynlig det er at verdiestimatet ligger innenfor ønsket intervall.

11.1 Egenkapitalmetoden

Egenkapitalmetoden er en direkte verdsettelsesteknikk hvor en finner nåverdien til egenkapitalen ved å diskontere den fremtidige kontantstrømmen til egenkapitalen (Knivsflå, 2016). Dette gjøres ved å diskontere med det risikojusterte avkastningskravet. Det eksisterer fire forskjellige fremgangsmåter, som ved konsistent bruk skal gi et identisk verdiestimat:

1. *Utbyttmodellen (NBU)*
2. *Fri kontantstrøm-modellen (FKE)*
3. *Superprofittmodellen (SPE)*
4. *Endring-Superprofittmodellen (Δ SPE)*

I utredningen blir FKE-modellen og SPE-modellen benyttet. Hvor hensiktsmessig det er å anvende flere beregningsmetoder kan diskuteres. Dette gjøres for å kontrollere riktig bruk av teknikkene. Utbyttmodellen vil ikke være like relevant for Solstad ettersom rederiet har gitt indikasjoner på at det ikke vil bli utbetalt noe utbytte før markedssituasjonen har endret seg.

11.1.1 Fri kontantstrøm-modellen

Denne metoden tar utgangspunkt i den frie kontantstrømmen til egenkapital, ekvivalent til netto betalt utbytte (Knivsflå, 2016). Egenkapitalkravet legges til grunn som diskonteringsfaktor over den fastsatte budsjett horisonten, jamfør delkapittel 10.1. Formelen er som følger:

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

Ved bruk av fri kontantstrøm til egenkapital metoden gir dette et verdiestimat per aksje på NOK 25,65. Verdien kommer hovedsakelig fra horisontleddet, men det genereres også verdier i budsjettperioden.

FKE-metoden		2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	T+1	T+2
FKE		-172.1	-37.3	-231.8	-36.6	52.7	38.7	46.3	-3.2	85.3	219.2	96.4	128.9	96.4	100.1
Diskonteringsfaktor		1.1	1.1	1.2	1.3	1.4	1.5	1.7	1.8	1.9	2.1	2.2	2.4	2.6	2.8
Nåverdi fra 1 til T+1	-36.3	-160.6	-32.5	-187.9	-27.5	36.9	25.1	27.9	-1.8	44.4	105.9	43.2	53.5	37.1	35.8
Nåverdi av horisontledd	1015.9														
Verdien av egenkapital	979.7														
Antall aksjer	38.2														
Verdiestimat per aksje	25.65														

Tabell 100: Verdiestimat av egenkapital ved FKE-metoden

11.1.2 Superprofittmodellen

Superprofittmodellen tar utgangspunkt i den balanseførte verdien til egenkapitalen for år 2016T før det adderes med en forventet superprofitt som er diskontert med det samme egenkapitalkravet over den prognostiserte tidshorisonten. Forenklet er verdien av egenkapitalen summen av den fremtidige forventede strategiske fordelen og verdien av egenkapitalen som eksisterer i rederiet i dag.

Superprofitt til egenkapitalen er gitt ved følgende formel (Knivsfå, 2016):

$$SPE_t = (ekrt - ekkt) * EK_{t-1}$$

Formelen som i denne forbindelse er benyttet er gitt ved følgende:

$$VEK_0 = EK_0 + \sum_{t=1}^T \frac{SPE_t}{(1 + ekk_1) * \dots * (1 + ekk_t)} + \frac{SPE_{T+1}}{(1 + ekk_1) * \dots * (1 + ekk_T) * (ekk - ekv)}$$

Dette gir oss et verdiestimat per aksje på NOK 25,65. Det er konsistent med resultatet i FKE-modellen, jamfør tabell 101. Forskjellen er at den bokførte egenkapitalen er hovedkilden til verdien av egenkapitalen.

Superprofittmodellen	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	T+1	T+2
Balanseført EK	4565.3													
Superprofitt til EK	-537.8	-516.5	-462.6	-256.0	-242.3	-224.9	-209.2	-193.8	-180.7	-164.7	-147.5	-129.4	-111.7	-116.2
Diskonteringsfaktor	1.1	1.1	1.2	1.3	1.4	1.5	1.7	1.8	1.9	2.1	2.2	2.4	2.6	2.8
Nåverdi fra 1 til T+1	-2406.5	-501.9	-449.7	-375.0	-192.8	-169.5	-146.2	-126.3	-108.7	-94.1	-79.5	-66.1	-53.7	-43.0
Nåverdi av horisontledd	-1179.1													
Verdien av egenkapital	979.7													
Antall aksjer	38.2													
Verdiestimat per aksje	25.65													

Tabell 101: Verdiestimat per aksje ved SPE-metoden

11.2 Selskapskapitalmetoden

Selskapskapitalmetoden er en mer indirekte fremgangsmåte i motsetning til egenkapitalmetoden. Først estimeres den totale verdien av rederiet, før verdien av gjeld og verdien til minoritetsinteresser trekkes fra, og en vil dermed sitte igjen med verdien til egenkapitalen (Knivsfå, 2016). Det legges til grunn en netto driftskapitalmetode, istedenfor sysselsatt kapital for å være konsistent med den øvrige utredningen. Formlene benyttet er som følger:

$$VEK_0 = VNDK_0 - VNFG_0 - VMI_0$$

VNDK	=	Verdi av netto driftskapital
VNFG	=	Verdien av netto finansiell gjeld
VMI	=	Verdien av minoritetsinteresser

Som fremgangsmåte kan en velge mellom å benytte en superprofitt til drift modell (SPD), fri kontantstrøm til drift modell (FKD) eller en superprofittvekst fra drift modell ΔSPE. I utredningen anvendes SPD- og FKD-modellen. Etersom det tidligere er forutsatt at det ikke er noen forskjell mellom det finansielle gjeldskravet og gjeldsrenten vil den bokførte verdien til netto finansiell gjeld representere den virkelige verdien, jamfør delkapittel 9.4.4. Dette gjelder ikke for minoritetsinteressene. Av den grunn estimeres den virkelige verdien til minoritetsinteressen.

11.2.1 Verdien av minoritetsinteressene (VMI)

$$VMI_0 = MI_0 + \sum_{t=1}^T \frac{SPMI_t}{(1 + mik_1) * \dots * (1 + mik_t)} + \frac{SPMI_{T+1}}{(1 + mik_1) * \dots * (1 + mik_T) * \dots * (mik - miv)}$$

Superprofitt til minoritetsinteresser (Knivsflå, 2016):

$$SPMI_t = (mir_t - mik_t) * MI_{t-1}$$

$$VMI_0 = \sum_{t=1}^T \frac{FKMI_t}{(1 + mik_1) * \dots * (1 + mik_t)} + \frac{FKMI_{T+1}}{(1 + mik_1) * \dots * (1 + mik_T) * \dots * (mik - miv)}$$

Beregningene er presentert i tabellene 102 og 103.

SPMI-modellen		2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	T+1	T+2
Balansført MI år 0	2.63														
Superprofitt til MI		-0.1	-1.0	-1.6	-2.1	-2.4	-2.5	-2.5	-2.4	-2.1	-1.7	-1.1	-0.5	0.0	0.0
Diskonteringsfaktor		1.1	1.2	1.3	1.4	1.5	1.7	1.8	2.0	2.2	2.4	2.6	2.8	3.1	3.4
Nåverdi fra 1 til T+1	-11.52	-0.1	-0.8	-1.2	-1.5	-1.6	-1.5	-1.4	-1.2	-1.0	-0.7	-0.4	-0.2	0.0	0.0
Nåverdi av horisontledd	0.00														
Verdi av MI	-8.89														

Tabell 102: Superprofitt til minoritetsinteresser metoden

FKMI-modellen		2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	T+1	T+2
FKE		-19.8	-15.9	-14.0	-14.5	-11.9	-10.8	-9.4	-9.7	-6.1	-0.5	-3.1	-0.9	10.8	11.4
Diskonteringsfaktor		1.1	1.2	1.3	1.4	1.5	1.7	1.8	2.0	2.2	2.4	2.6	2.8	3.1	3.4
Nåverdi fra 1 til T+1	-78.08	-18.2	-13.4	-10.9	-10.3	-7.7	-6.5	-5.2	-4.8	-2.8	-0.2	-1.2	-0.3	3.5	3.4
Nåverdi av horisontledd	69.19														
Verdi av MI	-8.89														

Tabell 103: Fri kontantstrøm til minoritetsinteresser metoden

Verdien av minoritetsinteressene er negativ tilsvarende en verdi på NOK -8.89 millioner for begge modellene. Et resultat som er betydelig lavere enn det som er bokført i regnskapet.

Normalt er dette en indikasjon på at den balanseførte verdien er overvurdert. Det kan skyldes at *mik* er større enn *mir* tidsvektet. Forholdet blir presentert i delkapittel 8.3.2. Imidlertid er minoritetsinteressene relativt lavt bokført, og det er begrenset hvor mye verdien kan være undervurdert.

11.2.2 Verdien av netto driftskapital (VNDK)

Fri kontantstrøm til netto driftskapital-metoden beregner verdien til netto driftskapital ved bruk av følgende formel (Knivsfå, 2016):

$$VNDK_0 = \sum_{t=1}^T \frac{FKD_t}{(1 + ndk_1) * \dots * (1 + ndk_t)} + \frac{FKD_{T+1}}{(1 + ndk_1) * \dots * (1 + ndk_T) * (ndk - ndv)}$$

FKD-modellen		2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	T+1	T+2
FKD		1968.6	1229.8	826.3	440.5	614.3	544.2	528.7	397.0	558.7	798.0	527.4	558.6	227.4	236.5
Diskonteringsfaktor		1.1	1.1	1.2	1.3	1.4	1.5	1.5	1.7	1.8	1.9	2.0	2.2	2.3	2.5
Nåverdi fra 1 til T+1	6724.0	1851.7	1086.2	683.4	343.1	450.1	374.5	341.4	240.2	316.3	422.2	260.3	257.0	97.5	94.6
Nåverdi av horisontledd	3092.0														
Verdi av NDK	9816.0														
Netto finansiell gjeld	9310.3														
Verdien av MI	-8.9														
Verdien av EK	514.5														
Antall aksjer	38.2														
Verdiestimat per aksje	13.47														

Tabell 104: Verdiestimat per aksje ved FKD-metoden

Formelen til superprofitt til netto driftskapital-metoden for å beregne verdien til netto driftskapital er som følger (Knivsfå, 2016):

$$VNDK_0 = NDK_0 + \sum_{t=1}^T \frac{SPD_t}{(1 + ndk_1) * \dots * (1 + ndk_t)} + \frac{SPD_{T+1}}{(1 + ndk_1) * \dots * (1 + ndk_T) * (ndk - ndv)}$$

Superprofitt til drift (Knivsfå, 2016):

$$SPD = (ndr_t - ndk_t) * NDE_{t-1}$$

SPD-modellen		2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	T+1	T+2
Balanseført NDK	13878														
Superprofitt fra NDK		-546.2	-520.5	-467.9	-262.3	-248.7	-231.1	-215.1	-199.4	-185.8	-169.2	-151.1	-132.1	-111.7	-116.2
Diskonteringsfaktor		1.1	1.1	1.2	1.3	1.4	1.5	1.5	1.7	1.8	1.9	2.0	2.2	2.3	2.5
Nåverdi fra 1 til T+1	-2543.5	-513.8	-459.7	-387.0	-204.3	-182.2	-159.1	-138.9	-120.6	-105.2	-89.5	-74.6	-60.8	-47.9	-46.4
Nåverdi av horisontledd	-1518.7														
Verdien av NDK	9816.0														
NFG	9310.3														
Verdien av MI	-8.9														
Verdi av EK	514.5														
Antall aksjer	38.2														
Verdiestimat per aksje	13.47														

Tabell 105: Verdiestimat per aksje ved SPD-metoden

Begge de anvendte teknikkene etter selskapskapitalmetoden gir et verdiestimat per aksje på NOK 13,47. Dette avviker fra egenkapitalmetoden og vil bli gjort rede for i kapittel 11.3.

11.3 Verdikonvergens

Avviket mellom egenkapital- og selskapskapitalmetoden presentert i kapittel 11.2 skyldes at det er anvendt budsjetterte vekter i beregningene. I den forbindelse vil det gjennomføres en iterativ konvergeringsprosess med formål å tilpasse vektene løpende ut i fra nye verdiestimat (Knivsflå, 2016). Prosessen består av ” n ” steg, og er fullstendig når de to metodene gir et likt verdiestimat.

Steg 0

Det første steget er å estimere et gjennomsnittlig verdiestimat for verdien til egenkapitalen funnet i kapittel 11.3 og 11.4.

Steg 1

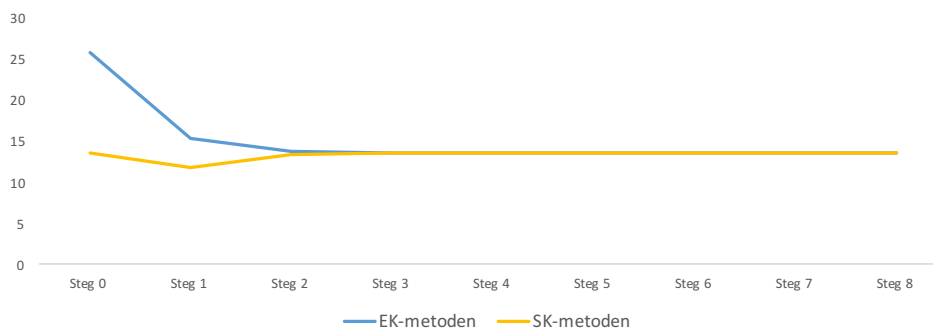
Videre beregnes en ny diskonteringsrente ved å oppdatere vektene benyttet i steg null. En får dermed et nytt gjennomsnittlig verdiestimat for verdien til egenkapitalen basert på samme metodikk og de samme balanseførte verdiene som i steg null, hvor forskjellen oppstår ved anvendelse av den oppdaterte diskonteringsrenten.

Steg N

Prosessen beskrevet i steg 1 gjentas kontinuerlig frem til aksjeprisen til Solstad er lik ved bruk av egenkapital- og selskapskapitalmetoden.

Av figur 31 fremkommer det at verdiestimatet per aksje blir NOK 13,50. Dette er et vesentlig avvik sammenlignet med verdiestimatene funnet i kapittel 11.1 og 11.2. Verdiestimatene konvergerer i steg fire. Det gjennomføres åtte steg for å eliminere avviket.

	Steg 0	Steg 1	Steg 2	Steg 3	Steg 4	Steg 5	Steg 6	Steg 7	Steg 8
Verdiestimat per aksje (NOK)									
EK-metoden	25.65	15.35	13.70	13.53	13.50	13.50	13.50	13.50	13.50
SK-metoden	13.47	11.71	13.31	13.46	13.50	13.50	13.50	13.50	13.50
Avvik	12.18	3.64	0.38	0.07	0.01	0.00	0.00	0.00	0.00
Verdiestimat EK (MNOK)									
EK-metoden	979.69	586.35	523.13	516.90	515.83	515.70	515.68	515.68	515.68
SK-metoden	514.55	447.45	508.60	514.24	515.49	515.64	515.67	515.68	515.68
Avvik	465.14	138.90	14.52	2.66	0.34	0.06	0.00	0.00	0.00
Avvik i prosent	47%	24%	3%	1%	0.066 %	0.012 %	0.001 %	0.000 %	0.000 %



Figur 31: Verdikonvergering

11.4 Usikkerhet i verdiestimatet

Verdidriverne i fremtidsregnskapet er basert en rekke subjektive antagelser som har utgangspunkt i de kvalitative og kvantitative forhold identifisert i de ulike analysene i utredningen. Det vil alltid eksistere usikkerhet knyttet til fremtidsestimater, uansett hvor selvsikker en er på sine egne antagelser. For å vurdere sentrale verdidrivere sin påvirkning på verdiestimatet gjennomføres det en sensitivitetsanalyse. Dette skal gi en indikasjon på hvordan den underliggende usikkerheten knyttet til verdiestimatet er.

11.4.1 Konkursrisiko

Det første steget er å justere verdiestimatet funnet i kapittel 11.3 for konkursrisiko. Fremtidsregnskapet i kapittel ni er basert på en antagelse om fortsatt drift. Det utføres i den forbindelse en separat beregning av konkursscenarioet (Knivsflå, 2016). Alternativt kan denne konkursrisikoen blir hensyntatt i fremtidsregnskapet, men det vil ikke være hensiktsmessig i denne utredningen. Formelen for å beregne konkursrisikoen separat er:

$$VEK = (1 - p) * FVEK + p * (LVEK)$$

p	=	sannsynligheten for fremtidig konkurs
FVEK	=	fundamental verdi basert på fortsatt drift
LVEK	=	likvidasjonsverdi i nåverdi av egenkapital

Likvidasjonsverdien er definert som den verdien eierne mottar hvis eiendelene må likvideres raskt. Denne verdien er ofte tilnærmet lik null ettersom kreditorer har rett til å få dekket sine tap først (Knivsflå, 2016). Selskaper på randen av konkurs har ofte høy finansiell gjeld, og salg av eiendeler er som regel ikke tilstrekkelig for å dekke investorene eller kreditorene sine krav. Rask likvidering kan også føre til at eiendelene blir solgt til en rabattert pris.

Fundamentalverdien basert på fortsatt drift er verdiestimatet på NOK 13,50 hentet fra kapittel 11.3. Videre vil kortsiktig konkurrisiko tas hensyn til ettersom FVEK ikke er justert for konkurrisiko. Dette gjøres ved å ta utgangspunkt i den syntetiske ratingen for år 2017, jamfør delkapittel 10.1.5. Solstad sin rating på B gir en konkurrisiko på 4,93 prosent. Verdiestimatet per aksje justert for konkurrisiko er NOK 12,83 og er presentert i tabell 106.

Konkurrisiko	
Verdi av fortsatt drift	13,50
Sannsynlighet fortsatt drift	0,9507
Likvidasjonsverdi	0
Sannsynlighet for konkurs	0,0493
Verdiestimat per aksje	12,83

Tabell 106: Verdiestimat per aksje justert for konkurrisiko

11.4.2 Sensitivitetsanalyse

Sensitivitetsanalysen utføres for å undersøke effekten av endringer av de ulike budsjettdriverne som ligger til grunn for verdiestimatet. De nevnte budsjettdriverne er fastsatt på bakgrunn av historiske data, og egne skjønnsmessige vurderinger av fremtidsutsiktene. Det kan eksistere betydelig usikkerhet i en verdivurdering, og derfor gjennomføres sensitivitetsanalysen for å undersøke usikkerheten knyttet til verdiestimatet. Dette gjøres ved å foreta realistiske endringer i de ulike budsjettdriverne for å undersøke hvilke effekt de har på verdiestimatet.

De mest kritiske faktorene verdivurderingen bygger på er knyttet til selve driften av selskapet (Knivsflå, 2016). I det følgende undersøkes budsjettdriverne driftsinntektsvekst, omløpet til netto driftseiendeler og netto driftsmargin. I tillegg vil det bli foretatt en analyse av endringer i markedets risikopremie og den risikofrie renten. Sensitivitetsanalysen vil bli foretatt for budsjettpunktene årene 2017, 2018, 2020, og for steady state.

Driftsinntektsvekst

Driftsinntektsveksten er normalt en av de viktigste budsjettdriverne. For år 2017 og år 2018 forventes en relativt kraftig reduksjon i driftsinntektene for alle skipssegmenter som følge av

lavere aktivitet i næringen, jmfør delkapittel 9.4.1. Dersom driftsinntektsveksten for 2017 reduseres med ytterligere fire prosent vil dette gi et verdiestimat per aksje på NOK 17,82. Dette innebærer et positivt avvik på 32 prosent. En økning i driftsinntektsvekst på to prosent for 2018 vil gi et verdiestimat per aksje på NOK 11,43. Dette tilsvarer et negativt avvik på 15,3 prosent.

Driftsinntektsvekst, 2017					
Prosentvekst	-26,4 %	-24,4 %	-22,4 %	-20,4 %	-18,4 %
Verdiestimat per aksje	17,82	15,66	13,50	11,34	9,17
Avvik	32,0 %	16,0 %	0,0 %	-16,0 %	-32,0 %

Tabell 107: Sensitivitetsanalyse av driftsinntektsvekst for 2017

Driftsinntektsvekst, 2018					
Prosentvekst	-13,0 %	-12,0 %	-11,0 %	-10,0 %	-9,0 %
Verdiestimat per aksje	15,56	14,53	13,50	12,47	11,43
Avvik	15,3 %	7,6 %	0,0 %	-7,6 %	-15,3 %

Tabell 108: Sensitivitetsanalyse av driftsinntektsvekst for 2018

Driftsinntektsveksten i år 2020 innebærer vesentlig usikkerhet. Gitt en ytterligere reduksjon i driftsinntektsveksten på ti prosent, vil dette gi et verdiestimat per aksje på NOK 18,98, som tilsvarer et avvik på 40,6 prosent. En økning i driftsinntektsveksten på ti prosent vil gi et redusert verdiestimat per aksje på NOK 8,07. Driftsinntektsveksten i steady state er også sensitiv for endringer. Gitt en økning i driftsinntektsveksten fra fire til fem prosent vil dette gi et verdiestimat per aksje på NOK 12,96.

Driftsinntektsvekst, 2020					
Prosentvekst	13,3 %	21,3 %	23,3 %	25,3 %	33,3 %
Verdiestimat per aksje	18,98	14,59	13,50	12,41	8,07
Avvik	40,6 %	8,1 %	0,0 %	-8,1 %	-40,2 %

Tabell 109: Sensitivitetsanalyse av driftsinntektsvekst for 2020

Driftsinntektsvekst, steady state					
Prosentvekst	3,0 %	3,40 %	4,0 %	4,60 %	5,0 %
Verdiestimat per aksje	14,00	13,79	13,50	13,17	12,96
Avvik	3,7 %	2,1 %	0,0 %	-2,5 %	-4,0 %

Tabell 110: Sensitivitetsanalyse av driftsinntektsvekst for steady state

Av funnene er det tydelig at budsjettdriveren er sensitiv for endringer både på kort og lang sikt. Budsjettestimaterne er i hovedsak fastsatt på bakgrunn av skjønnsmessige vurderinger av fremtidsutsiktene, fremfor den historiske driftsinntektsveksten. Ifølge en intuitiv tankegang skal verdien per aksje stige hvis driftsinntektsveksten øker. Dette er imidlertid ikke tilfellet. En redusert driftsinntekt fører i modellen til reduserte netto driftseiendeler. Gitt en lik netto driftsmargin øker en resultatgraden og effektiviteten i rederiet. Blant annet vil reduserte netto

driftseiendeler gi mindre avskrivninger, som skyldes et lavere avskrivningsgrunnlag. På bakgrunn av dette vil en redusert driftsinntektsvekst gi et høyere verdiestimat per aksje.

Omløpet til netto driftseiendeler

Verdiestimatet per aksje er svært sensitivt for små endringer i omløpet til netto driftseiendeler. For år 2017 ser en at en økning i onde til 16 prosent gir et verdiestimat per aksje på NOK 14,73, noe som tilsvarer et avvik på 9,1 prosent. Under presenteres resultatene av sensitivitetsanalysen for omløpet til netto driftseiendeler for år 2017 og år 2018.

Onde, 2017					
Prosentstas	13,0 %	14,0 %	15,0 %	16,0 %	17,0 %
Verdiestimat per aksje	10,53	12,11	13,50	14,73	15,84
Avvik	-22,0 %	-10,3 %	0,0 %	9,1 %	17,3 %

Tabell 111: Sensitivitetsanalyse av omløpet til netto driftseiendeler for 2017

Onde, 2018					
Prosentstas	15,0 %	16,0 %	17,0 %	18,0 %	19,0 %
Verdiestimat per aksje	11,18	12,41	13,50	14,49	15,39
Avvik	-17,2 %	-8,1 %	0,0 %	7,3 %	14,0 %

Tabell 112: Sensitivitetsanalyse av omløpet til netto driftseiendeler for 2018

Endringer i steady state gir store utslag, hvor en endring fra 31 prosent til 29 prosent gir et verdiestimat per aksje på NOK -1,57. En slik endring tilsvarer et negativt avvik på 111,6 prosent. Et slikt negativt verdiestimat per aksje er imidlertid riktig, ettersom en aksjonær i selskapet ikke kan tape mer enn sitt eget innskudd. Med andre ord kan aldri verdien av et aksjeselskap bli mindre enn null. I tabell 113 og 114 presenteres resultatene av sensitivitetsanalysen av omløpet til netto driftseiendeler for år 2020 og for steady state.

Onde, 2020					
Prosentstas	21,0 %	22,0 %	23,0 %	24,0 %	25,0 %
Verdiestimat per aksje	12,25	12,90	13,50	14,06	14,58
Avvik	-9,3 %	-4,5 %	0,0 %	4,2 %	8,0 %

Tabell 113: Sensitivitetsanalyse av omløpet til netto driftseiendeler for 2020

Onde, steady state					
Prosentstas	29,0 %	30,0 %	31,0 %	32,0 %	33,0 %
Verdiestimat per aksje	-1,57	6,95	13,50	19,73	25,66
Avvik	-111,6 %	-48,5 %	0,0 %	46,1 %	90,1 %

Tabell 114: Sensitivitetsanalyse av omløpet til netto driftseiendeler for steady state

Netto driftsmargin

Verdiestimatet per aksje er i tillegg sensitivt for endringer i netto driftsmargin i de ulike budsjettpunktene. En økning i ndm for 2017 til 18 prosent gir et verdiestimat per aksje på NOK 14,51, mens en reduksjon til 14 prosent gir et verdiestimat per aksje på NOK 12,49.

Netto driftsmargin, 2017					
Prosentmargin	14,0 %	15,0 %	16,0 %	17,0 %	18,0 %
Verdiestimat per aksje	12,49	12,99	13,50	14,01	14,51
Avvik	-7,5 %	-3,7 %	0,0 %	3,7 %	7,5 %

Tabell 115: Sensitivitetsanalyse av netto driftsmargin for 2017

Netto driftsmargin, 2018					
Prosentmargin	13,0 %	14,0 %	15,0 %	16,0 %	17,0 %
Verdiestimat per aksje	12,66	13,08	13,50	13,92	14,34
Avvik	-6,2 %	-3,1 %	0,0 %	3,1 %	6,2 %

Tabell 116: Sensitivitetsanalyse av netto driftsmargin for 2018

En reduksjon i netto driftsmargin i steady state på to prosent gir et negativt verdiestimat per aksje på NOK 3,89, mens en økning på to prosent gir et økt verdiestimat per aksje på NOK 31,09. Disse endringene innebærer avvik på henholdsvis -128,8 prosent og 130,3 prosent sammenlignet med det opprinnelige verdiestimatet per aksje på NOK 13,50.

Netto driftsmargin, 2020					
Prosentmargin	15,0 %	16,0 %	17,0 %	18,0 %	19,0 %
Verdiestimat per aksje	12,59	13,04	13,50	13,96	14,41
Avvik	-6,8 %	-3,4 %	0,0 %	3,4 %	6,8 %

Tabell 117: Sensitivitetsanalyse av netto driftsmargin for 2020

Netto driftsmargin, steady state					
Prosentmargin	18,0 %	19,0 %	20,0 %	21,0 %	22,0 %
Verdiestimat per aksje	-3,89	4,60	13,50	22,32	31,09
Avvik	-128,8 %	-65,9 %	0,0 %	65,4 %	130,3 %

Tabell 118: Sensitivitetsanalyse av netto driftsmargin for steady state

Risikofri rente

En endring i den risikofrie renten i steady state vil ha stor innvirkning på verdien av selskapet. I kapittel syv fremkommer det at den historiske risikofrie renten har variert mye de siste 20 årene. Det kan derfor argumenteres for at endringer i risikofri rente vil være av relevans i en sensitivitetsanalyse. Dersom den risikofrie renten etter skatt reduseres til to prosent vil verdiestimatet per aksje økes til NOK 26,38, noe som innebærer et positivt avvik på 95,4 prosent. Tilsvarende vil en økning i den risikofrie renten etter skatt til tre prosent gi et redusert verdiestimat på NOK 5,10.

Risikofri rente, steady state			
Risikofri rente etter skatt	2,0 %	2,5 %	3,0 %
Verdiestimat per aksje	26,38	13,50	5,10
Avvik	95,4 %	0,0 %	-62,2 %

Tabell 119: Sensitivitetsanalyse av risikofri rente i steady state

Markedets risikopremie

Sensitivitetsanalysen viser at verdiestimatet per aksje er sensitivt for endringer i markedets risikopremie. En økning til 5,5 prosent reduserer verdiestimat per aksje til NOK 9,27 og tilsvarer et negativt avvik på 31,3 prosent. Resultatet av sensitivitetsanalysen av markedets risikopremie er presentert i tabell 120.

Markedets risikopremie					
mrp	4,0 %	4,5 %	5,0 %	5,5 %	6,0 %
Verdiestimat per aksje	24,98	18,62	13,50	9,27	5,70
Avvik	85,0 %	37,9 %	0,0 %	-31,3 %	-57,8 %

Tabell 120: Sensitivitetsanalyse av markedets risikopremie

Oppsummering

Resultatene fra sensitivitetsanalysen viser at verdiestimatet per aksje er sensitivt for marginale endringer i alle de nevnte budsjettdriverne. Slike små endringer i fremtidskrav og fremtidsbudsjett kan resultere i et langt høyere eller lavere verdiestimat per aksje. En svakhet ved analysen er at intervallene svinger rundt de fastsatte budsjettestimaterne, og på den måten vil ikke usikkerheten i antakelser som skiller seg fra våre bli analysert.

11.4.3 Simulering

For å ta hensyn til at fremtidsbudsjettet er basert på en lineær utvikling mellom budsjettpunktene foretas en simulering. En slik lineær utvikling kan ikke anses som realistisk gitt den historiske utvikling og næringens sykliske natur, jamfør delkapittel 2.1.5. Før simuleringen vil de kritiske verdi- og budsjettdriverne gjøres om til stokastiske variabler for å kunne forme en sannsynlighetsfordeling for verdiestimatet (Knivsflå, 2016). Det gjennomføres en Monte Carlo-simulering ved hjelp av Crystal Ball i Microsoft Excel, og som illustrerer sannsynligheten for forskjellige utfall av usikre variabler.

I utgangspunktet bør simuleringen baseres på uavhengige variabler. Dette begrunner Damodaran (2012) med at en budsjettdriver sjelden kun har en isolert effekt, uten å påvirke andre faktorer i fremtidsregnskapet. I tillegg bør en være oppmerksom på at synergieffekter mellom to budsjettdrivere kan føre til at summen av endring i to ulike parametere isolert sett kan avvike fra summen av de to parameterne separat, gitt at endringen skjer samtidig. Videre

fører dette til at trekning av en enkelt parameter har en påvirkning på trekning av en eller flere andre parametere (Knivsflå, 2016).

Det må skjønnsmessig vurderes hvorvidt eventuelle korrelasjoner er rimelige før en tar hensyn til disse i simuleringen. Driftsinntekstvekst og markedets risikopremie vil i mange tilfeller korrelere ettersom en høyere vekst gir et høyere krav. Dette er rimelig ettersom et høyere krav fører til at alternativkostnaden for kapitalen øker. Knivsflå (2016) sin vurdering anses som rimelig, og det legges til grunn en korrelasjon på 0,2 mellom driftsinntekstvekst og markedets risikopremie i simuleringen. Omløpet til netto driftseiendeler og netto driftsmargin korrelerer med 0,53 i analyseperioden, og det legges derfor til grunn en svak korrelasjon på -0,20 i simuleringen.

Videre må en vurdere hvilken sannsynlighetsfordeling som er passende. En normalfordeling kan benyttes når forventet verdi varierer med standardavviket. Det bør benyttes en uniform fordeling hvor det antas en lik sannsynlighet for alle utfall innen et gitt intervall. I den forbindelse baseres maksimums- og minimumsverdier i intervallet på rimelige skjønnsmessige vurderinger som er i tråd med den historiske analysen.

I simuleringen vil det benyttes en uniform fordeling for alle variablene med unntak av dem i steady state. Dette begrunnes med at det eksisterer stor usikkerhet i de fastsatte budsjettdriverne og deres utvikling mot steady state. I steady state benyttes en triangulær fordeling, ettersom estimatet er vurdert til å være det mest sannsynlige, med reduserte sannsynligheter mot nedre og øvre grense av intervallet. I tillegg er det historisk standardavviket påvirket av at enkelte budsjettdriverne har vært svært volatile. Det historiske standardavviket vurderes derfor som mindre egnet i analysen. Simuleringen vil bli gjennomført i budsjettpunktene 2017, 2018, 2020 og i steady state.

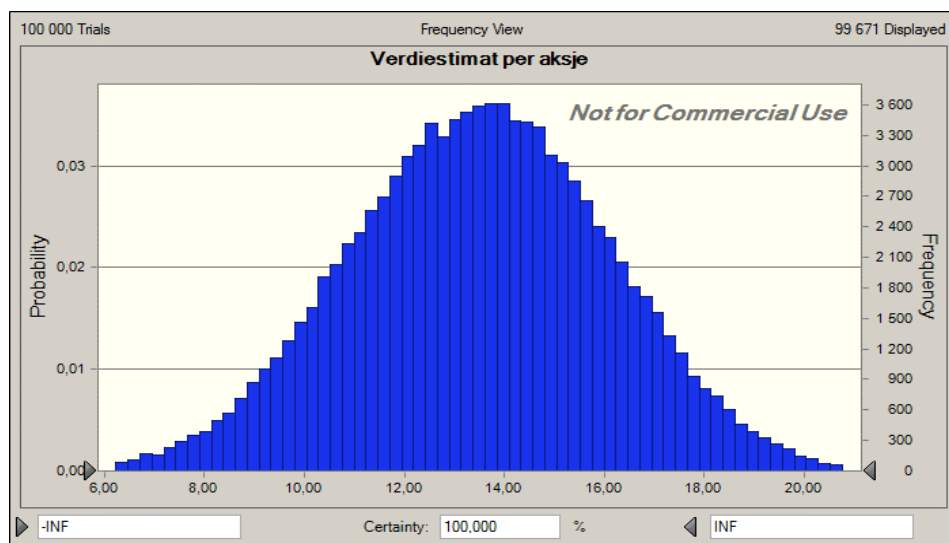
I det følgende fastsettes intervallene for å redusere feilkilden knyttet til verdiestimatet som er basert på de ulike budsjettdriverne. Fordelingen er presentert i tabell 121.

	Fordeling	Nedre grense	Normal	Øvre grense
div 2017	uniform	-24,4 %	-22,4 %	-20,4 %
div 2018	uniform	-12,0 %	-11,0 %	-10,0 %
div 2020	uniform	21,3 %	23,3 %	25,3 %
div T	triangular	3,0 %	4,0 %	5,0 %
ndm 2017	uniform	15,0 %	16,0 %	17 %
ndm 2018	uniform	14 %	15,0 %	16 %
ndm 2020	uniform	15 %	17,0 %	19 %
ndm T	triangular	18 %	20,0 %	22 %
onde 2017	uniform	14 %	15,0 %	16 %
onde 2018	uniform	15 %	17,0 %	10 %
onde 2020	uniform	21 %	23,0 %	25 %
onde T	triangular	29,0 %	31,0 %	33,0 %
mrp T	triangular	4,5 %	5,0 %	5,5 %
rf T	triangular	2,0 %	2,5 %	3,0 %

Tabell 121: Stokastiske variabler til Monte Carlo-simulering

Resultat av simulering

Simuleringen gir et gjennomsnittlig verdiestimat per aksje på NOK 13,49 og er basert på 100.000 forsøk. Medianverdien for verdiestimatet per aksje er på 13,52. Disse verdien er helt i tråd med verdiestimatet på 13,50 fra kapittel elleve. Standardavviket er på 2,59 og er i så måte på et akseptabelt nivå som gjenspeiler usikkerheten i estimatet. Figur 32 viser fordelingen av simuleringen, mens tabell 122 viser de statistiske resultatene.



Figur 32: Sannsynlighetsfordeling av simuleringen i Crystal Ball

Forecast: Verdiestimat per aksje	
Statistic	Forecast values
Trials	100 000
Base Case	13,50
Mean	13,49
Median	13,52
Mode	
Standard Deviation	2,59
Variance	6,73
Skewness	-0,0531
Kurtosis	2,82
Coeff. of Variation	0,1923
Minimum	3,45
Maximum	23,07
Mean Std. Error	0,01

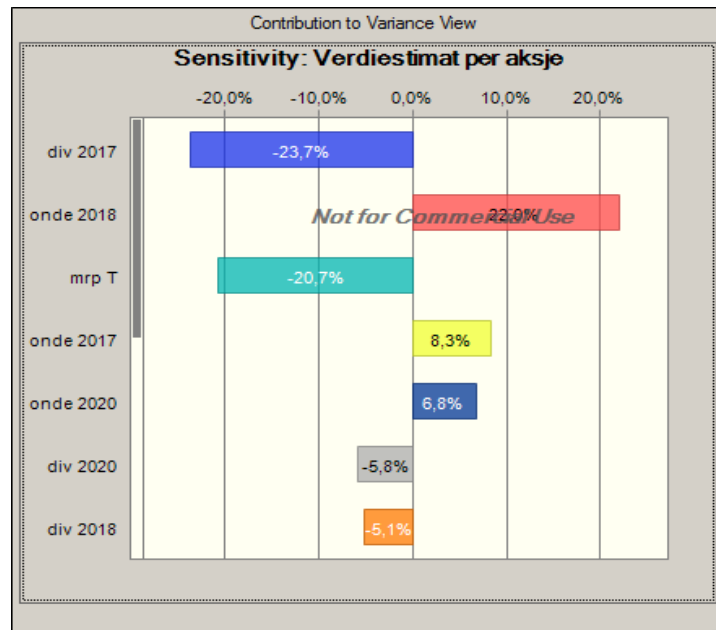
Tabell 122: Statistiske resultater av simuleringen i Crystal Ball

”Skewness” viser i hvilken grad utvalget er symmetrisk fordelt. Resultatet gir en negativ verdi på -0,0531. Det indikerer at utvalget er skjevt fordelt mot venstre. Med andre ord er sannsynligheten marginalt høyere for at verdiestimatet er lavere enn gjennomsnittsverdien. ”Kurtosis” viser hvordan utvalget i simuleringen er fordelt. Av resultatene fremkommer det at kurtosis er positiv med en verdi på 2,82. Dette indikerer at utvalget er konsentrert mot midten. En negativ kurtosis ville på den annen side betydd at utvalget var relativt flatt, med flere ekstremverdier.

En perfekt normalfordeling ville gitt en kurtosis og skewness på null. Det er verdt å påpeke at resultatene er tilnærmet normalfordelt med lave tall for både kurtosis og skewness. Simuleringen gir laveste verdi på NOK 3,45 og høyeste verdi på NOK 23,07.

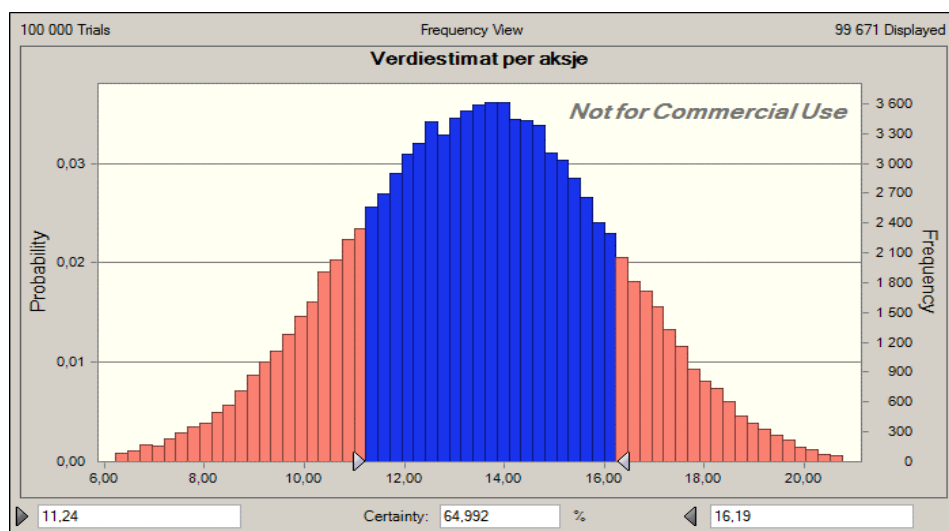
Sensitivitet i simuleringen

Resultatene fra figur 33 viser hvilke budsjett drivere som i størst grad påvirker verdiestimatet per aksje. Endringer i driftsinntekstvekst for 2017, omløpet til netto driftseiendeler i 2018 og markedets risikopremie i steady state påvirker verdiestimatet i størst grad. I tillegg påvirkes verdiestimatet av onde for de andre budsjett punktene, og driftsinntekstvekst for år 2018 og år 2020. Resultatene fra simuleringen er i tråd med sensitivitetsanalysen fra delkapittel 11.4.2.



Figur 33: Sensitivitet fra simuleringen i Crystal Ball

Videre kan resultatene fra simuleringen brukes for å ta hensyn til oppsidepotensiale og nedside risiko. For å regne ut sannsynligheten for oppsidepotensiale og nedside risiko anbefaler Knivslå (2016) at oppsidepotensiale beregnes til 120 prosent av det opprinnelige estimatet, mens nedside risiko beregnes som 80 prosent av det opprinnelige estimatet. Dette vurderes som en rimelige anbefaling. Figur 34 viser at det med 65 prosent sikkerhet er slik at en befinner seg innenfor intervallet NOK 11,24 og NOK 16,19 som verdiestimat per aksje.



Figur 34: Sannsynlighet for verdiestimat hensyntatt oppsidepotensiale og nedside risiko

Oppsidepotensiale er sannsynligheten for at verdien er større enn 120 prosent av verdiestimatet, og utgjør 15,3 prosent. Nedside risiko er sannsynligheten for at verdien er

mindre enn 80 prosent av verdiestimatet, og utgjør 19,7 prosent. Med andre ord er nedside risikoen marginalt høyere enn oppsidepotensiale.

Oppsummering og verdiestimat per aksje

I likhet med sensitivitetsanalysen viser Monte Carlo-simuleringen at verdiestimatet er sensitivt for endringer i de ulike budsjettdriverne. Størst effekt har budsjettdriverne driftsinntektsvekst og omløpet til netto driftseiendeler. Resultatene vil bære preg av subjektive skjønnsmessige vurderinger. Disse vurderingene vil ha en begrensende effekt med hensyn til nytten av sensitivitetsanalysen og simuleringen. Med andre ord vil utfall som avviker fra våre subjektive fremtidsvurderinger ikke fremkomme i disse analysene. Dette er en svakhet som tilfører økt usikkerhet til verdiestimatet per aksje for Solstad i utredningen.

Resultatene fra simuleringen er i tråd med det konvergente verdiestimatet per aksje, og avviket utgjør marginale NOK 0,01. På bakgrunn av dette legges det til grunn at verdien av Solstad sin egenkapital er NOK 13,50 per aksje. Samlet utgjør den totale egenkapitalen til rederiet NOK 515.677.000 per 27.07.2016.

12. Supplerende verdivurdering

I kapittel tre gjøres det rede for tre forskjellige verdsettelsesteknikker, samt hvor egnet de er for å gi et verdiestimat for Solstad. Det resulterte i at den fundamentale verdsettelsesteknikken har blitt anvendt som hovedteknikk i utredningen. For å ta hensyn til den nevnte usikkerheten knyttet til det verdiestimatet, jamfør kapittel 11.4, vil det være hensiktsmessig å benytte seg av en supplerende metode. Formålet med en alternativ metode er å vurdere hvorvidt verdiestimatet i den fundamentale metoden er noenlunde fornuftig.

Som det fremkommer i kapittel tre kan en komparativ verdsettelsesteknikk gjennomføres ved to ulike metoder: (1) multiplikatormodellen eller (2) substansverdimodellen. Ved førstnevnte vil en vurdere Solstad sin egenkapital eller selskapskapital opp mot sammenlignbare rederier (Knivsflå, 2016). Dette krever dermed at de sammenlignbare rederiene er børsnotert. Problematikken i denne sammenheng er at det verdiestimatet en kommer frem til vil bli påvirket av over- eller undervurderinger av de enkelte rederiene. Det blir med andre ord ikke justert for optimistiske eller pessimistiske vurderinger hos investorene i markedet. En kan argumentere for at denne problemstillingen er spesielt relevant for de børsnoterte offshore servicerederiene, som har vært utsatt for et kraftig børsfall siden markedet snudde i år 2014.

Alternativt vil en ved bruk av substansverdimodellen verdsette Solstad basert på markedsverdien til eiendelene, fratrukket for den netto rentebærende gjelden og eventuell latent skatt, jamfør delkapittel 3.1.1. Ettersom Solstad reguleres av IFRS-rammeverket vil IFRS 13 – ”Måling av virkelig verdi” være gjeldende for vurdering av markedsverdier. Ifølge standarden vil i utgangspunktet markedsverdien til skipene til Solstad være den prisen de ville fått i dagens marked. Denne antagelsen forutsetter et aktivt marked. Hvis det ikke skulle eksistere, vil en alternativt kunne anvende identifiserbare priser på lignende aktiva (Kaldestad & Møller, 2011). Ved en normal markedssituasjon ville en kunne observere verdiene til eiendelene til en viss grad i markedet. Dette er på den annen side ikke mulig ettersom at markedet for kjøp og salg av skip kan vurderes som ikke fungerende.

Som det ble nevnt i kapittel tre krever den opsjonsbaserte verdsettelsesteknikken en stor innsikt og forståelse av Solstad. Dette krever at rederiet er transparent, samt en god tilgang til den interne informasjonsflyten. Imidlertid er denne datatilgangen begrenset til

minimumskravene til noteopplysninger for årsregnskapet, og i den forbindelse vil ikke informasjonsgrunnlaget være tilstrekkelig for å gi et godt verdiestimat.

Basert på forholdene nevnt over er multiplikatormodellen vurdert som den mest hensiktsmessige. Det kan argumenteres for at den relativt sett har minst svakheter av de ulike teknikkene med tanke på den tilgjengelige informasjonen på verdsettelsestidspunktet. I den forbindelse vil identifisering og valg av sammenlignbare selskaper være ett av kjernepunktene i bruk av multiplikatormodeller ved verdsettelse (Dyrnes, 2004). Kvaliteten på verdiestimatet avhenger av hvor korrekt de komparative rederiene er priset. Videre vil de komparative rederiene benyttet i den fundamentale analysen også bli benyttet som sammenligningsgrunnlag i denne delen, jmfør kapittel 2.3. Vurderingsgrunnlaget er innhentet fra Oslo Børs på verdsettelsestidspunktet 27.07.2016.

12.1 Valg av basis og multiplikatorer

Det eksisterer to ulike komparative metoder som kan anvendes: (1) selskaps- og (2) egenkapitalmetoden. En fordel med selskapskapitalmetoden i forhold til egenkapitalmetoden er at den ikke blir påvirket av mulige forskjeller i kapitalstrukturen til rederiene (Damodaran, 2012). Dermed vil en få et mer konsistent verdiestimat ved å verdsette hele rederiet, for å så subtrahere netto rentebærende gjeld. Dette er en mer indirekte verdsettelsesteknikk, jmfør kapittel 11.2. I tillegg kan det argumenteres for at prognostiserte multiplikatorer som grunnlag istedenfor historiske multipler vil gi et mer nøyaktig verdiestimat (Knivsflå, 2016). Selskapskapitalmetoden vil av den grunn bli anvendt videre i utredningen. Verdien til egenkapitalen kan beregnes ved bruk følgende formel:

$$VEK = m_k * basis - NFG$$

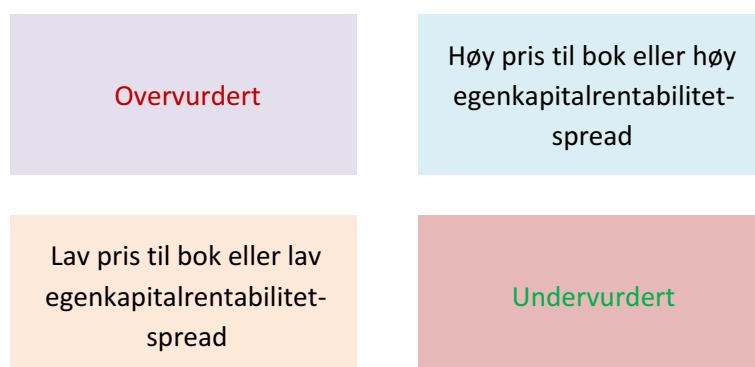
I en komparativ verdsettelse skilles det i praksis mellom to hovedgrupper av multiplikatorer (Dyrnes, 2004). P-multiplikatoren tar utgangspunkt i verdien av egenkapitalen eller pris per aksje og kjennetegnes ved at telleren i brøken har bokstaven P ("Pris"). Dette kan for eksempel gjøres ved P/Bok, P/Fortjeneste og P/Omsetning. Alternativet er EV-multiplikatoren ("Enterprise Value"). Her legges summen av egenkapitalen og netto rentebærende gjeld til grunn, hvor telleren i brøken er EV. For eksempel kan dette gjøres ved EV/EBIT og EV/EBITDA.

Ukritisk bruk av egenkapitalverdien til rederiene kan medføre en klar ulempe (Dyrnes, 2004). For eksempel bør identiske virksomheter som har ulik kapitalstruktur ikke ha den samme P-multiplikatoren. I denne sammenheng bør virksomheten som har den høyeste egenkapitalprosenten, ha den høyeste P-multiplikatoren. Med andre ord eksisterer det en svakhet knyttet til multiplikatorer med utgangspunkt i bransjegjennomsnittet. I slike tilfeller kan en korrigerer for ulik kapitalstruktur ved å anvende median verdi fremfor gjennomsnitt. Dette tar hensyn til eventuelle ekstremverdier. Videre argumenterer Dyrnes (2004) for at unormale transaksjoner og hendelser bør justeres for. De normaliserte regnskapstallene fra kapittel fem vil i den sammenheng bli benyttet.

12.1.1 Pris/Bok

P/B-forholdet er i praksis ofte anvendt fordi den nødvendige informasjonen er lett tilgjengelig og kostnadseffektiv (Dyrnes, 2004). Den vurderer forholdet mellom spesifikke bokførte verdier og markedsverdien til egenkapitalen til de relevante børsnoterte selskapene. Metoden tar imidlertid ikke hensyn til ulike regnskapsmessige forhold som kan skyldes forskjeller i ledelsens skjønnsmessige vurderinger med tanke på for eksempel hvordan skipsflåten skal avskrives, eller hvor høy en eventuell nedskrivningen skal være (Kaldestad & Møller, 2011). Eller om den bokførte finansielle gjelden reflekterer markedsverdien. For eksempel blir obligasjonslån handlet til veldig reduserte priser selv om balansen ikke reflekter dette, jamfør delkapittel 2.1.7. Det vil dermed påvirke nøyaktigheten til multiplikatoren negativt.

På den annen side kan P/B-forholdet til en viss grad reflektere hvilken forventning som eksisterer i markedet om virksomheten sin evne til å generere overskudd av eiendelene (Kaldestad & Møller, 2011). Imidlertid kan en høy multiplikator skyldes en overvurdering av aksjeprisen eller at inntjeningen er høyere enn næringen generelt. For å vurdere dette vil følgende rammeverk bli benyttet (Damodaran, 2012):



Figur 35: Rammeverk for å vurdere P/B-multiplikator (Damodaran, 2012)

I beregningene vil de normaliserte regnskapstallene benyttes, samt netto driftskapital og netto finansiell gjeld. Hensikten med dette er å redusere unøyaktigheter ved ulike kapitalstrukturer og uoverensstemmelser mellom regnskapsmessige forhold mellom rederiene. Ved bruk av selskapskapitalmetoden blir P/B-multiplikatoren beregnet med følgende formel (Knivsflå, 2016):

$$P/B = \frac{\text{Markedsverdi av EK} + \text{Balanseført NFG}}{\text{NDK}}$$

Pris / Bok	Solstad	Siem	Rem	Farstad	DOF
Aksjepris (27.07.16)	15,30	2,00	8,70	9,30	1,10
M.V.	584 429 400	1 684 042 760	177 000 000	362 700 000	1 636 988 320
+ NFG	9 310 331 000	8 715 038 976	4 071 189 000	10 740 308 000	21 713 000 000
/ NDK	13 878 230 000	14 081 695 488	6 289 269 000	15 084 385 000	26 885 000 000
= Multiplikator	0,71	0,74	0,68	0,74	0,87

Tabell 123: Pris/Bok-forhold sammenlignbare rederier

Multiplikatoren til Solstad er lavere enn de sammenlignbare rederiene med unntak av Rem, jmfør tabell 123. For å justere for avviket i multiplikatoren til DOF vil medianverdien anvendes istedenfor bransjegjennomsnittet. Dette resulterer i en multiplikator på 0,74. Ved bruk av selskapskapitalmetoden blir verdien av egenkapitalen beregnet med følgende formel (Knivsflå, 2016):

$$VEK = m_k * NDK - NFG$$

$$VEK = (0,74 * 13.878.230.000) - 9.310.331.000 = 921.684.998$$

Resultatet gir et verdiestimat per aksje på NOK 24,13, som gir et avvik på NOK 10,63 sammenlignet med den estimerte aksjeprisen ved den fundamentale metoden på NOK 13,50. Avviket er lavere sett opp mot den faktiske aksjeprisen på NOK 15,30 per 27.07.2016. For å vurdere hvorvidt verdiestimatet er over- eller undervurdert vil rammeverket i figur 35 bli tatt

i bruk. Ifølge rammeverket vil en vurdere en aksje som overvurdert hvis den strategiske fordelten eller den faktiske avkastningen er lik næringen generelt. I kapittel 8.4 fremkommer det at Solstad har hatt en tidsvektet strategisk fordel på 2,3 prosent. Dette indikerer at Solstad har en høyere verdiskapning enn næringen per investert krone. Basert på dette vurderes verdiesimatet ved bruk av P/B-multiplikator som relativt nøyaktig.

12.1.2 Pris/Fortjeneste

En alternativ multipl er Pris/Fortjeneste. Dette forholdstallet kan gi en indikasjon på hvordan den underliggende driften er mellom de forskjellige rederiene (Kaldestad & Møller, 2011). Imidlertid reflekteres ikke forskjeller i risikobildet. Denne problemstillingen er spesielt relevant for offshore servicenæringen, hvor flåteverdiene blir nedskrevet i stor grad. Her eksisterer det imidlertid ulike skjønnsmessige vurderinger på hvor mye det skal nedskrives, og i hvilken regnskapsperiode det skal bli gjennomført. Dette fører til en fortjeneste som ikke i tilstrekkelig grad reflekterer de underliggende økonomiske forholdene. Dette kan føre til inkonsistens i verdivurderingsgrunnlaget (Dyrnes, 2004).

Videre argumenterer Kaldestad og Møller (2011) for at denne multiplikatoren delvis tar hensyn til investeringsbehovet ved å inkludere avskrivninger. Den tillatte subjektiviteten i IFRS-rammeverket fører imidlertid til ulike avskrivningsplaner, som følgelig fører til regnskapsmessige forskjeller som vil påvirke fortjenesten, og dermed redusere sammenlignbarheten.

Problematikken nevnt over kan bli tatt hensyn til ved bruk av en Enterprise Value-multiplikator. For eksempel kan ulikheter i avskrivningsplaner bli fjernet (Damodaran, 2012). I tillegg blir forskjeller i skattekostnad og rentekostnader som skyldes ulike kapitalstrukturer og skatteforhold eliminert, samt vil det bli tatt hensyn til i hvilken grad rederiene besitter finansielle eiendeler. Dette er i tråd med Dyrnes (2004) sine vurderinger.

Det kan dermed argumenteres for at EV/EBITDA-multiplikatoren skal legges til grunn, men på grunn av markedssituasjonen i næringen og den høye gjeldsgraden vil en oppnå et negativt verdiesimat, jamfør tabell 126. Dermed anvendes P/F-forholdet likevel som en alternativ multiplikator, til tross for overnevnte svakheter. Dette gjøres ved følgende formel (Knivsflå, 2016):

$$P/F = \frac{\text{Markedsverdi EK} + \text{Balanseført NFG}}{\text{NDR}}$$

Pris / Fortjeneste					
	Solstad	Siem	Rem	Farstad	DOF
M.V.	584 429 400	1 684 042 760	177 000 000	362 700 000	1 636 988 320
+ NFG	9 310 331 000	8 715 038 976	4 071 189 000	10 740 308 000	21 713 000 000
/ NDR	487 115 061	83 520 011	344 855 969	432 260 384	1 124 020 087
= Multiplikator	20,31	124,51	12,32	25,69	20,77

Tabell 124: Pris/Fortjeneste-forhold sammenlignbare rederier

Siem får en ekstrem verdi på sin multiplikator. Det gjør at medianen til de komparative rederiene legges til grunn istedenfor et snitt. Median og gjennomsnittet er på henholdsvis 23,23 og 45,82. Følgende formel benyttes (Knivsflå, 2016):

$$VEK = m_k * NDR - NFG$$

$$VEK = (23,23 * 487.115.061) - 9.310.331.000 = 2.005.245.945$$

Dette resulterer i et verdiestimat på egenkapitalen på omtrent NOK to milliarder, som tilsvarer et verdiestimat per aksje på NOK 52,50. Betydelig høyere enn resultatet i den fundamentale analysen, jamfør kapittel 11.2 og 11.3. Hvis Siem ekskluderes fra analysen vil gjennomsnittet bli 19,59 som ville gitt et verdiestimat per aksje på NOK 6,12. For å være konsistent i utredningen gjøres imidlertid ikke dette. P/F-multiplikatoren fører til et verdiestimat som vurderes som mindre representativt enn det som fremkommer av P/B-multiplikatoren.

12.1.3 Implisitt multiplikator

Basert på det fundamentale verdiestimat per aksje presenteres de implisitte multiplikatorene. Gitt disse får en store avvik i verdiestimat per aksje. Blant annet vil EV/EBITDA gi et avvik på -194 prosent, mens P/F gir et avvik på 289 prosent. Dette illustrerer hvor sensitivt verdiestimatet er for relativt små endringer i multiplikatorene.

Multiplikator	Implisitt	Virkelig	Avvik i aksjepris	Avvik i %
P/B	0,708	0,7373	10,63	79 %
P/F	20,17	23,23	39,00	289 %
EV/EBITDA	8,96	7,95	-26,16	-194 %

Tabell 125: Implisitte multiplikatorer basert på fundamental verdiestimat

12.1.4 Oppsummering

Resultatet fra de tre forskjellige multiplikatorene benyttet i den komparative verdsettelsen er oppsummert i tabell 126.

	P/B	P/F	EV/EBITDA
VEK	921 684 998	2 005 245 945	- 483 647 001
<i>Verdiestimat per aksje</i>	<i>24,13</i>	<i>52,50</i>	<i>-12,66</i>

Tabell 126: VEK og verdiestimat per aksje Solstad

Som det fremkommer av resultatene i tabellen vil verdiestimatet per aksje variere i stor grad ut fra hvilken multiplikator som legges til grunn, samt hvor påvirket disse blir av de forskjellige feilkildene. En annen mulig feilkilde kan komme av illikviditet knyttet til rederiene sine aksjer. Det kan føre til at aksjeprisene er under- eller overpriset som fører til at den reelle verdien per aksje ikke blir reflektert.

Basert på de nevnte forholdene vurderes den komparative analysen å inneholde for mange usikkerhetsmomenter og mulige feilkilder, som blir forsterket av nedgangstiden i markedet. P/B-forholdet vil imidlertid være den multiplikatoren som fører til det mest rimelige verdiestimatet, men er vurdert for å være litt for optimistisk. Resultatene fra den fundamentale verdivurderingen i kapittel elleve blir derfor vurdert som mer nøyaktig, og mer representativt for de underliggende økonomiske forholdene.

13. Handlingsstrategi

Hovedformålet med den fundamentale verdivurderingen var å estimere markedsverdien for egenkapitalen til Solstad per 27.07.2016. I den sammenheng ble det benyttet metodikk for å kunne gi en kjøps-, hold- eller salgsstrategi for aksjen.

Utredningen bygger på en fundamental verdsettelse av egenkapitalen i Solstad, i tillegg til en supplerende komparativ verdivurdering for å vurdere rimeligheten av verdiestimatet per aksje. Det påpekes at det eksisterer usikkerhet knyttet til verdien av aksjene i Solstad som blant annet skyldes at rederiet opererer i en syklisk næring.

Den strategiske analysen har gitt verdifull informasjon om grunnleggende forhold som påvirker Solstad og næringen forøvrig. Blant annet vil makroøkonomiske faktorer som oljeprisen og aktivitetsnivået i petroleumsnæringen påvirke etterspørselen etter rederienes tjenester. I tillegg påvirkes offshore servicerederiene av eventuelle miljøreguleringer, handelshindringer og sanksjoner. Analyseperioden kjennetegnes av høy verdiskapning, innovasjon og stor grad av investeringer. Til tross for dette har lønnsomheten vært presset som følge av intens rivalisering blant de mange offshore servicerederiene.

Resultatene fra den strategiske analysen er i tråd med den strategiske regnskapsanalysen som indikerer at Solstad har hatt en tidsvektet strategisk fordel i analyseperioden på 2,3 prosent. Den strategiske fordel skyldes i hovedsak en ressursfordel knyttet til driften av rederiet, samt gode finansielle ressurser, gjenspeilet gjennom en finansieringsfordel.

I utarbeidelsen av fremtidsregnskapet har vi lagt til grunn en negativ utvikling frem mot år 2019, hvor vi så forventer en bedring i markedet. På lengre sikt forventes det bedret lønnsomhet og en vekst som konvergerer mot veksten i verdensøkonomien. Det eksisterer betydelig usikkerhet knyttet til de estimerte fremtidige budsjettdriverne.

Verdiestimatet fra den fundamentale verdsettelsen har så blitt testet ved hjelp av en sensitivitetsanalyse og en Monte Carlo-simulering ved hjelp av programtillegget Crystal Ball i Microsoft Excel. Resultatene fra disse analysene fastslår at verdiestimatet per aksje er sensitiv for relativt små endringer i budsjettdriverne og de ulike forutsetningene som ligger til grunn for estimatet.

Gitt de nevnte faktorene anser vi Solstad for å være et lønnsomt rederi på lengre sikt. Virkelig aksjekurs per 27.07.2016 var NOK 15,30. Verdiestimatet fra den fundamentale analysen gir et verdiestimat per aksje på NOK 13,50. På grunn av usikkerheten i verdiestimatet velger vi å anbefale en hold-strategi for aksjen.

14. Oversikt over forkortelser brukt i formler

AM	=	anleggsmidler
AFR	=	annet fullstendig resultat
AHTS	=	ankerhåndteringsskip
B	=	bransje
BF	=	bransjefordel
BNP	=	bruttonasjonalprodukt
$Cov(R_i, R_m)$	=	kovarians aksje og markedsportefølje
CSV	=	konstruksjonsserviceskip
DAFR	=	driftsrelatert annet fullstendig resultat
DAM	=	driftsrelaterte anleggsmidler
DAK	=	driftsrelatert arbeidskapital
DDSP	=	driftsrelatert dirty surplus
DE	=	driftsrelaterte eiendeler
DF	=	driftsfordel
DG	=	driftsrelatert gjeld
DI	=	driftsinntekt
div	=	driftsinntektsvekst
DOM	=	driftsrelaterte omløpsmidler
DR	=	driftsresultat
DSK	=	driftsrelatert skattekostnad
DSP	=	dirty surplus
dss	=	driftsskattesats
EK	=	egenkapital
EKR/ekr	=	egenkapitalrentabilitet
EKK /ekk	=	egenkapitalkrav
ekp	=	egenkapitalprosent
EV	=	enterprise value
FAFR	=	finansrelatert annet fullstendig resultat
FAM	=	finansielle anleggsmidler
FE	=	finansielle eiendeler
fed	=	finansiell eiendelsdel

fek	=	finansielt eiendelskrav
fer	=	finansiell eiendelsrentabilitet
FF	=	finansieringsfordel
FFMI	=	finansieringsfordel minoritetsinteressenter
FFNFG	=	finansieringsfordel netto finansiell gjeld
FG	=	finansiell gjeld
fgd	=	finansiell gjeldsdel
fgk	=	finansielt gjeldskrav
fgr	=	finansiell gjeldsrente
FK	=	finanskostnad
FKD	=	fri kontantstrøm til drift-modellen
FKE	=	fri kontantstrøm til egenkapital-modellen
FI	=	finansinntekt
FNR	=	fullstendig nettoresultat
FOM	=	finansielle omløpsmidler
FOR	=	fordringer
FR	=	finansresultat
FVEK	=	fundamental verdi basert på fortsatt drift av egenkapital
fss	=	finansskattesats
GFD	=	gearingfordel drift
k	=	avkastningskrav
KDG	=	kortsiktig driftsrelatert gjeld
kfgg	=	kortsiktig finansiell gjeldsdekningsgrad
KG	=	kortsiktig gjeld
KON	=	kontanter
krp	=	kredittrisikopremie
KS	=	Kommanditselskap
IAS	=	International Accounting Standards
IFRS	=	International Financial Reporting Standards
INV	=	investeringer
ilp	=	illikviditetspremie
ISA	=	International Standards on Auditing
LDG	=	langsiktig driftsrelatert gjeld
LFG	=	langsiktig finansiell gjeld

lfgg	=	langsiktig finansiell gjeldsdekningsgrad
LG	=	langsiktig gjeld
LG1	=	likviditetsgrad 1
LG2	=	likviditetsgrad 2
LVEK	=	likvidasjonsverdi i nåverdi av egenkapital
MF	=	målefeil / marginfordel
MI	=	minoritetsinteressenter
mig	=	minoritetsgrad
mik	=	minoritetskravet
mir	=	minoritetsresultat
mrp	=	markedets risikopremie
NAM	=	netto anleggsmidler
NBU	=	netto betalt utbytte / utbyttemodellen
NDE	=	netto driftseiendeler
ndm	=	netto driftsmargin
NDK	=	netto driftskapital
ndk	=	netto driftskrav
ndr	=	netto driftsrentabilitet
NDR	=	netto driftsresultat
ndss	=	normalisert driftsrelatert skattesats
NFG	=	netto finansiell gjeld
nfgg	=	netto finansiell gjeldsgrad
nfgk	=	netto finansielt gjeldskrav
nfgr	=	netto finansiell gjeldsrentabilitet
NFK	=	netto finanskostnad
NFI	=	netto finansinntekt
NFR	=	netto finansresultat
NIS	=	Norsk Internasjonalt Skipsregister
NMR	=	netto minoritetsresultat
NOR	=	Norsk Ordinert Skipsregister
NRD	=	netto driftsresultat før unormale poster
NRE	=	nettoresultat til egenkapital
NRS	=	nettoresultat til sysselsatt kapital
NSK	=	normalt skattekostnad

OF	=	omløpsfordel
OM	=	omløpsmidler
onde	=	omløpet til netto driftseiendeler
P	=	sannsynlighet
P/B	=	Pris / Bok
P/F	=	Pris / Fortjeneste
PSV	=	plattformforsyningsskip
r	=	rentabilitet
RE	=	resultat til egenkapitalen
rdg	=	rentedekningsgrad
rf	=	risikofri rente
RF	=	ressursfordel
rm	=	markedsavkastning
SF	=	strategisk fordel
SFD	=	strategisk fordel drift
SPE	=	superprofittmodellen
SPMI	=	superprofitt til minoritetsinteresser
SSK	=	sysselsatt kapital
TK	=	total kapital
UDR	=	unormalt driftsresultat
UNDR	=	unormalt netto driftsresultat
UFR	=	unormalt finansresultat
UNFR	=	unormalt netto finansresultat
Var (R_m)	=	varians markedsportefølje
VEK	=	verdi egenkapital
VNDK	=	verdi av netto driftskapital
VNFG	=	verdien av netto finansiell gjeld
VMI	=	verdien av minoritetsinteresser
ÅRE	=	rapportert årsresultat
β	=	beta

15. Bibliografi

- Aftenposten. (2016, Januar 17). *Fem ting du må vite om opphevelsen av sanksjonene mot Iran*. Hentet Oktober 30, 2016 fra <http://www.aftenposten.no/verden/Fem-ting-du-ma-vite-om-opphevelsen-av-sanksjonene-mot-Iran-13036b.html>
- Association of Certified Fraud Examiners. (2016). *The Fraud Triangle*. Hentet 12 12, 2016 fra <http://www.acfe.com/fraud-triangle.aspx>
- Bøhren, Ø., & Gjørum, P. I. (2010). Bergen: Fagbokforlaget.
- Bøhren, Ø., & Michalsen, D. (2012). *Finansiell økonomi - teori og praksis*. Fagbokforlaget.
- Barney, J. (2011). *Gaining and sustaining competitive advantage*. Boston: Pearson.
- Bloomberg News. (2016, Januar 15). *As Oil Crashed, Renewables Attract Record \$329 Billion*. Hentet Oktober 31, 2016 fra <http://www.bloomberg.com/news/articles/2016-01-14/renewables-drew-record-329-billion-in-year-oil-prices-crashed>
- Caginalp, G., Porter, D., & Smith, V. L. (2000). Overreactions, Momentum Liquidity, and Price Bubbles in Laboratory and Field Asset Markets. *The Journal of Psychology and Financial Markets*(1).
- Clarkson Research Services. (2016). *Rådata skipssegmenter og oljepris*. Clarkson Platou.
- Dagens Næringsliv. (2015a, November 04). *Opec venter press på markedsandeler i flere år*. Hentet September 11, 2016 fra <http://www.dn.no/nyheter/energi/2015/11/04/1650/Opec/opec-venter-press-p-markedsandeler-i-flere-r>
- Dagens Næringsliv. (2016a, September 15). *Tror bankene tvinges til utlånstap*. Hentet September 19, 2016 fra <http://www.dn.no/nyheter/finans/2016/09/15/2103/Offshore/tror-bankene-tvinges-til-utlnstap>
- Dagens Næringsliv. (2016b, September 13). *Vil skrape ett av tre skip*. Hentet September 14, 2016 fra <http://www.dn.no/nyheter/naringsliv/2016/09/13/1917/Oljieservice/vil-skrape-ett-av-tre-skip>
- Dagens Næringsliv. (2016c, August 30). *Her er Farstad-sjefens kriseløsning*. Hentet September 23, 2016 fra <http://www.dn.no/nyheter/naringsliv/2016/08/30/1114/Farstad-Shipping/her-er-farstadsjefens-kriselsning>

- Dagens Næringsliv. (2016d, September 14). *Investorene er mer intelligente*. Hentet September 14, 2016 fra <http://www.dn.no/nyheter/2016/09/14/1619/Offshore/-investorene-er-mer-intelligente>
- Dagens Næringsliv. (2016e, September 28). *Kinesisk joker kan avgjøre oljeprisen*. Hentet Oktober 27, 2016 fra <http://www.dn.no/nyheter/utenriks/2016/09/28/0607/Asia-i-dag/kinesisk-joker-kan-avgjore-oljeprisen>
- Dagens Næringsliv. (2016e, Juni 08). *Tjener penger midt i krisen*. Hentet Oktober 31, 2016 fra <http://www.dn.no/nyheter/energi/2016/06/08/0816/Brasil/tjener-penger-midt-i-krisen>
- Damodaran. (2012). *Investment Valuation*. New Jersey: John Willey & Sons, Inc.
- Damodaran, A. (2016, Juli 25). Hentet November 9, 2016 fra http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html
- DNB Markets. (2016). *Økonomiske Utsikter - August 2016*. DNB. Hentet September 11, 2016
- DOF ASA. (2016). *Årsrapport 2015*. Hentet September 01, 2016 fra <http://www.dof.no/en-GB/Investor-Relations/Reports-Presentations.aspx>
- Dyrnes, S. (2004). Verdsettelse ved bruk av multiplikatorer. *Praktisk Økonomi & Finans*.
- EY. (2016). *Rederibeskatning*. EY. Hentet September 24, 2016 fra [http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/Rederibeskatning-2016/\\$FILE/EY-Rederibeskatning-2016.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/Rederibeskatning-2016/$FILE/EY-Rederibeskatning-2016.pdf)
- Farstad Shipping ASA. (2016a). *Årsrapport 2015*. Hentet fra <https://www.farstad.com/virksomheten/investor/finansielle-rapporter>
- Farstad Shipping ASA. (2016b). *Kvartalsrapport Q2 2016*. Hentet fra <https://www.farstad.com/virksomheten/investor/finansielle-rapporter>
- Fernandez, P., Ortiz, A., & Acin, I. F. (2016). *Market Risk Premium used in 71 countries in 2016*. IESE Business School. University of Navarra.
- Finanstilsynet. (2016). *Kontroll av finansiell rapportering DOF ASA*. Hentet Oktober 16, 2016 fra <http://www.finanstilsynet.no/no/Artikkelarkiv/Brev/2016/Avsluttende-brev/>
- Fjose, S., Gulbrandsen, M. U., Mellbye, C., Jakobsen, E., & Skogstrøm, J. F. (2013). *Er utvidet nettolønnsordning samfunnsøkonomisk lønnsomt?* Menon Economics. Hentet Oktober 29, 2016 fra <http://maritimt-forum.no/content/uploads/2013/05/Menon-Nettol%C3%B8nn-samfunns%C3%B8konomisk.pdf>
- Flaaten, G., & Andersen, S. R. (2014, 02 12). *Nettolønnsordningen*. Hentet September 20, 2016 fra <http://maritime.no/nyheter/dette-trenger-du-a-vite-om-nettolonnsordningen/>

- Flaaten, G., & Økland, J. (2016, Februar 25). Hentet fra Sysla:
http://sysla.no/2016/02/25/oljeenergi/dette-er-obligasjonslan_78811/
- FN. (2016, Juni 11). *Dette er Paris-avtalen*. Hentet 31 Oktober, 2016 fra
<http://www.fn.no/Tema/Klima/Klimaforhandlinger/Dette-er-Paris-avtalen>
- Gjesdal, F. (2007, Februar). Regnskapsanalyse: Omgruppering av regnskapet for eierkontroll og verdsettelse. *Praktisk Økonomi & Finans*(24).
- Hegnar. (2016, April 08). *Vil ha færre og større rederier*. Hentet September 19, 2016 fra
<http://www.hegnar.no/Nyheter/Boers-finans/2016/04/Vil-ha-faerre-og-stoerre-rederier>
- Heskestad, T. (2015). Forelesninger i MRR412 Finansregnskap. Norges Handelshøyskole.
- IMF. (2016). *Real GDP growth*. Hentet November 14, 2016 fra
<http://www.imf.org/external/datamapper/index.php>
- International Energy Agency. (2016). *Oil Market Report - September*. IEA. Hentet September 13, 2016
- International Maritime Organization. (2016). *About IMO*. Hentet Oktober 31, 2016 fra
<http://www.imo.org/en/About/Pages/Default.aspx>
- Jacobsen, E. W. (2011). *En Kunnskapsbasert Maritim Næring*. Strategi og logistikk. Oslo: Handelshøyskolen BI. Hentet September 15, 2016 fra
[http://web.bi.no/forskning/papers.nsf/0/bde96fcd8d205914c12578a800420bdf/\\$FILE/2011-05-jakobsen.pdf](http://web.bi.no/forskning/papers.nsf/0/bde96fcd8d205914c12578a800420bdf/$FILE/2011-05-jakobsen.pdf)
- Johnson, G., Whittington, R., & Scholes, K. (2012). *Fundamentals of Strategy* (2. utg.). Harlow; Pearson.
- Kaldestad, Y., & Møller, B. (2011). *Verdivurdering - Teoretiske modeller og praktiske teknikker for å verdsette selskaper*. Oslo: Revisorforeningen.
- Kassem, R., & Higson, A. W. (2016). *External Auditors and Corporate Corruption: Implications for External Audit Regulators*. University of Brighton; Loughborough University.
- Kirkeby, L. (2016). *Dette er alvorlig, både for långivere og aksjonærer*. Hentet September 19, 2016 fra http://sysla.no/2016/08/09/oljeenergi/dette-er-alvorlig-bade-for-langivere-og-aksjonaerer_137670/
- Knivsflå, K. H. (2016). Forelesninger i MRR413A ved NHH. Norges Handelshøyskole. Hentet fra <http://course.nhh.no/master/BUS440/>
- Koller, T., Goedhart, M., & Wessels, D. (2010). *Valuation - Measuring and managing the value of companies*. New Jersey: John Wiley and Sons Inc.

- KPMG. (2016, Januar 25). *Rederiskatteordningen*. Hentet September 24, 2016 fra <http://verdtavite.kpmg.no/rederiskatteordningen.aspx>
- Kvifte, S. S., Tofteland, A., & Bernhoft, A.-C. (2011). *Finansregnskap - God regnskapsskikk og IFRS* (2. utgave. utg.). Bergen: Fagbokforlaget.
- Løwendahl, B. R., Wenstøp, F. E., Fjeldstad, Ø. D., Kvålshaugen, R., & Lunnan, R. (2012). *Grunnbok i strategi* (3. utg.). Oslo: Cappelen Damm.
- Langberg, Ø. K. (2014, November 27). *Disse mennene bestemmer oljeprisen*. Hentet September 11, 2016 fra <http://www.aftenbladet.no/energi/olje/Disse-mennene-bestemmer-oljeprisen-3571647.html>
- Mülbradt, M. (2014, September 10). *Økende lavlønnskonkurranse til sjøs*. Hentet September 20, 2016 fra <http://www.arbeidslivet.no/Internasjonalisering/EU-og-EOS/Okende-lavlonnskonkurranse-til-sjos/>
- Maritim Forum. (2016, September 05). *708090*. Hentet fra <http://www.708090.no/bransjer/rederier>
- Maritimt Forum. (2012). *Utvikling av en konkurransedyktig nettolønnsordning*. Maritimt Forum. Hentet September 23, 2016 fra <http://www.nhosjofart.no/getfile.php/Dokumenter/Nettol%C3%B8nnsordningen.pdf>
- MSCI World. (2016). Hentet November 13, 2016 fra <https://www.msci.com/world>
- Nautikk.net. (2016). *Registrering og Flagging*. Hentet September 20, 2016 fra <http://nautikk.net/flagging/>
- Nærings- og fiskeridepartementet. (2015). *Maritime muligheter - blå vekst for grønn fremtid*. Hentet Oktober 28, 2016 fra https://www.regjeringen.no/contentassets/05c0e04689cf4fc895398bf8814ab04c/maritim-strategi_web290515.pdf
- NHO. (2011). *Handelspolitikk i en ny verdensorden*. Hentet Oktober 31, 2016 fra <https://www.nho.no/siteassets/nhos-filer-og-bilder/filer-og-dokumenter/internasjonalt/handelspolitikk-i-en-ny-verdensorden-pdf-til-web.pdf?id=15602>
- Norges Bank. (2016a). *Pengepolitisk rapport Q2*. Norges Bank. Hentet September 12, 2016
- Norges Bank. (2016b). *Pengepolitisk rapport Q3*. Norges Bank. Hentet Oktober 31, 2016 fra http://static.norges-bank.no/pages/105483/PPR_3_16.pdf?v=22092016122701&ft=.pdf

- Norges Bank. (2016c). *Statsobligasjoner årsgjennomsnitt*. Hentet Desember 03, 2016 fra <http://www.norges-bank.no/Statistikk/Rentestatistikk/Statsobligasjoner-Rente-Arsgjennomsnitt-av-daglige-noteringer/>
- Norges Rederiforbund. (2014). *Norske Offshorerederier - Skaper verdier lokalt, vinner globalt*. Norges Rederiforbund. Hentet September 05, 2016
- Norges Rederiforbund. (2015). *Norske offshorerederier - I krevende farvann*. Norges Rederiforbund. Hentet August 30, 2016
- Norges Rederiforbund. (2016a). *Konjunkturrapport 2016*. Norges Rederiforbund . Hentet August 30, 2016
- Norges Rederiforbund. (2016b, Mars 03). *Styrker NIS og nettolønn*. Hentet September 20, 2016 fra <https://www.rederi.no/aktuelt/2016/positivt-at-regjeringen-styrker-nis-og-nettolonn/>
- Norges Rederiforbund. (2016c, April 28). *ESA godkjenner tilskuddsordning for sjøfolk*. Hentet September 20, 2016 fra <https://www.rederi.no/aktuelt/2016/esa-godkjenner-tilskuddsordning-for-sjofolk/>
- Norsk olje & gass. (2016, September 11). *Norsk professor ber om større optimisme*. Hentet September 12, 2016 fra <http://www.norskoljeoggass.no/no/Nyheter/2016/Okonomiprofessor-ber-om-mer-optimisme-rundt-olje--og-gassnaringen/>
- Oslo Børs. (2016a, September 01). *Oslo Børs*. Hentet fra <https://www.oslobors.no/>
- Oslo Børs. (2016b, September 23). *Kursoversikt Solstad Offshore ASA*. Hentet fra <https://www.oslobors.no/markedsaktivitet/#/details/SOFF.OSE/overview>
- Oslo Børs. (2016c). *Kursoversikt DOF ASA*. Hentet September 14, 2016 fra <https://www.oslobors.no/markedsaktivitet/#/details/DOF.OSE/overview>
- Oslo Børs. (2016d). *Kursoversikt Siem Offshore ASA*. Hentet September 14, 2016 fra <https://www.oslobors.no/markedsaktivitet/#/details/SIOFF.OSE/overview>
- Oslo Børs. (2016e). *Kursoversikt Rem Offshore ASA*. Hentet September 30, 2016 fra <https://www.oslobors.no/markedsaktivitet/#/details/REM.OAX/overview>
- Oslo Børs. (2016f). *Kursoversikt Farstad Shipping ASA*. Hentet fra <https://www.oslobors.no/markedsaktivitet/#/details/FAR.OSE/overview>
- Palepu, K., Healy, P. M., & Peek, E. (2013). *Business Analysis and Valuation - IFRS Edition* (3. utgave. utg.). UK: Cengage Learning EMEA.
- Penman, S. (2013). *Financial Statement Analysis and Security Valuation* (5. utg.). New York: McGraw Hill.

- PwC. (2015, Desember). *Risikopremien i det norske markedet*. Hentet November 10, 2016 fra <https://www.pwc.no/no/publikasjoner/deals/rapport/risikopremie-2015.pdf>
- Rederiskatteutvalget. (2006). *Den maritime klyngen og kunnskap som produksjonsfaktor*. Hentet September 27, 2016 fra https://www.regjeringen.no/globalassets/upload/kilde/fin/hdk/2006/0016/ddd/pdfv/284091-45_vedlegg8.pdf
- Regjeringen. (2016, Mars 03). *Ny tilskotsordning for norske sjøfolk*. Hentet September 20, 2016 fra <https://www.regjeringen.no/no/aktuelt/ny-tilskotsordning-for-sjofolk/id2477833/>
- Rem Offshore ASA. (2016). *Årsrapport 2015*. Rem Offshore ASA.
- Rem Offshore ASA. (2016). *Kvartalsrapport Q2*. Hentet September 30, 2016 fra <http://www.rem-offshore.no/investor-relations/reports-and-presentations/35/0/>
- Reve, T., & Sasson, A. (2012). *Et kunnskapsbasert Norge*. Universitetsforlaget.
- Ross, Westerfield, & Jaffe. (2013). *Corporate Finance*. McGraw Hill.
- Schjølberg, O. (2009). Finanst teori anvendt i praksis: noen grunnleggende problemer illustrert av kapitalverdimodellen. *Tidsskrift for økonomi og ledelse*(12).
- Schroders. (2015). *The costly future of green shipping*. Hentet Oktober 31, 2016 fra <http://www.schroders.com/de/SysGlobalAssets/digital/insights/pdfs/the-costly-future-of-green-shipping-schroders.pdf>
- Services, C. R. (2016). *Rådata*. Clarkson Platou.
- Siem Offshore ASA. (2016). *Årsrapport 2015*. Hentet September 14, 2016 fra <http://www.siemoffshore.com/Default.aspx?ID=245>
- Sjøfartsdirektoratet. (2016). *Registrere næringsfartøy i NIS/NOR/BYGG*. Hentet September 20, 2016 fra <https://www.sjofartsdir.no/sjofart/registrere-naringsfartoy-i-nisnorbygg/>
- Solstad Offshore ASA. (2015a). *Årsrapport 2014*. Hentet fra <https://solstad.no/investor-relations/financial-reports/>
- Solstad Offshore ASA. (2015b). *Corporate Social Responsibility*. Solstad Offshore ASA. Hentet Oktober 25, 2016 fra http://solstad.no/wp-content/uploads/2013/12/Corporate_Social_Responsibility_Report_Solstad_Offshore_ASA_2014.pdf
- Solstad Offshore ASA. (2016a). *Årsrapport 2015*. Solstad Offshore ASA. Hentet August 29, 2016 fra <https://solstad.no/investor-relations/financial-reports/>
- Solstad Offshore ASA. (2016b). *Kvartalsrapport Q2*. Hentet fra <https://solstad.no/investor-relations/financial-reports/>

- Solstad Offshore ASA. (2016c). *Selskapspresentasjon Q2*. Hentet fra <https://solstad.no/investor-relations/financial-reports/>
- Solstad Offshore ASA. (2016d, Juli 28). *Børsmelding*. Hentet Oktober 27, 2016 fra <http://www.newsweb.no/index.jsp?messageId=406445>
- Solstad Offshore ASA. (2016e, Oktober 03). *Børsmelding*. Hentet Oktober 16, 2016 fra <https://solstad.no/investor-relations/company-disclosures/company-disclosure-archive/>
- SSB. (2016a). *Investeringer i olje og gass*. Hentet September 13, 2016 fra <http://www.ssb.no/energi-og-industri/statistikker/kis/kvartal/2016-08-24?fane=tabell&sort=nummer&tabell=267690>
- SSB. (2016b, August 24). *Investeringer i olje og gass*. Hentet September 13, 2016 fra <http://www.ssb.no/energi-og-industri/statistikker/kis/kvartal>
- Stopford, M. (2009). *Martime Economics* (3. utg.). New York: Routledge - Taylor & Francis Group. Hentet fra <https://docs.google.com/file/d/0B8MtLHcYnWCGZU8zbnB0cVN2VIE/preview>
- Sysla. (2016a). *Nå handles offshore-gjelden til misligholdspriser*. Hentet September 19, 2016 fra http://sysla.no/2016/03/02/oljeenergi/na-handles-offshore-gjelden-til-misligholdspriser_79617/
- Sysla. (2016b). *Nå kan det bli slutt på den hemmelige gjelden*. Hentet September 19, 2016 fra http://sysla.no/2016/03/01/oljeenergi/na-kan-det-bli-slutt-pa-den-hemmelige-gjelden_79237/
- Sysla. (2016c). *Bankene kan overta i Havila*. Hentet September 19, 2016 fra http://sysla.no/2016/02/15/maritim/om-noen-fa-timer-avgjores-havilas-skjebne_77280/?_ga=1.68695762.293869932.1472217361
- Sysla. (2016d). *Norges sanksjoner mot Russland opprettholdes*. Hentet Oktober 31, 2016 fra http://sysla.no/2016/07/06/oljeenergi/norges-russland-sanksjoner-oppretholdes_127311/
- Sysla. (2016e, Februar 25). *Aldri før har Offshore-Norge hatt så mye høyrisikogjeld*. Hentet September 30, 2016 fra http://sysla.no/2016/02/25/oljeenergi/aldri-for-har-offshore-norge-hatt-sa-mye-hoyrisikogjeld_78267/
- Sysla Maritime. (2016, August 24). *Opplagsregistreret*. Hentet September 01, 2016 fra <http://maritime.no/opplagsregisteret/>
- Transparency International. (2016). *Corruption Perception Index 2015*. Hentet November 08, 2016 fra <http://www.transparency.org/cpi2015/>

Øglænd System. (2016). *Verdens største offshore vindmøllepark innvidd*. Hentet September 22, 2016 fra <http://www.oglaend-system.com/siste-nytt/verdens-storste-offshore-vindmøllepark-innvidd-article25467-39698.html>