



Strategisk regnskapsanalyse og verdsettelse av SolstadFarstad ASA

Axel Rognerud Brynjulfsen og Martin Lysvik

Veileder: Leif Atle Beisland

Masterutredning i regnskap og revisjon

NORGES HANDELSHØYSKOLE

Dette 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 står inne for de metoder som er anvendt, resultater som er fremkommet eller konklusjoner som er trukket i arbeidet.

Sammendrag

Formålet med denne oppgaven er å verdsette egenkapitalen til SolstadFarstad per 31.12.2017. Vi benytter fundamental verdsettelse for å komme frem til egenkapitalestimatet. Kvalitative forhold som gjelder for både selskapet og bransjen, samt kvantitativ regnskapsinformasjon vil ligge til grunn for verdsettelsen. Den fundamentale verdsettelsen suppleres med komparativ verdsettelse for å vurdere rimeligheten av verdiestimatet.

I del 1 gjennomføres en strategisk analyse av selskapet og bransjen for øvrig. Vi kommer her fram til at rivaliseringen i bransjen har økt som følge av aktivitetsnedgangen i petroleumssektoren. SolstadFarstads nye eiersammensetning utgjør en midlertidig ressursfordel i forhold til bransjen. På en annen side er det forventet at fusjonen i SolstadFarstad vil påvirke kulturen i selskapet i negativ retning. Dette utgjør en konkurranseulempe for SolstadFarstad på kort sikt.

En strategisk lønnsomhetsanalyse gjennomføres i del 2. Her finner vi at SolstadFarstad har en strategisk ulempe på -7,58 %. Dette dekomponeres i en finansieringsfordel på 5,11 % og en driftsulempe på -12,69 %.

I del 3 utarbeider vi et fremtidsregnskap for SolstadFarstad. Vi beregner strategisk fordel i steady state til å være 0,13 % for selskapet. Vi estimerer at SolstadFarstad vil fortsette å ha en finansieringsfordel også i fremtiden, men at denne vil konvergere mot å bli 0 i steady state.

Fremtidsregnskapet med tilhørende fremtidskrav legges til grunn i verdivurderingen. Vi estimerer egenkapitalverdien til å være 2,56kr per aksje etter å ha hensyntatt den betydelige konkurrisikoen vi mener at foreligger. Det er betydelig usikkerhet knyttet til vårt estimat. Usikkerheten fremkommer både som en betydelig nedsiderisiko, men også som et oppsidepotensial. Vi mener derimot at risikoen for nedside er større enn oppsidepotensialet. Sammenholder vi vårt estimat med aksjekursen per 5. desember 2016 kommer vi frem til en salgsanbefaling for SolstadFarstad-aksjen.

Forord

Denne masterutredningen er skrevet som en del av vår mastergrad i regnskap og revisjon. Vi har valgt å skrive en oppgave innen verdsettelse. Grunnen til dette er at man i en verdsettelse kombinerer kvalitative vurderinger av selskap og bransje med kvantitative analyser av regnskap og annen økonomisk informasjon. Vi mener derfor at en verdsettelsesoppgave er en interessant måte å benytte den kunnskapen vi har tilegnet oss gjennom studieløpet ved Norges Handelshøyskole.

Videre mener vi verdsettelsesfaget er relevant for oss som fremtidige revisorer. Det å kombinere «tallenes tale» fra regnskapet med detaljert innsikt om bransje og selskap mener vi vil være relevant i fremtidige jobbsituasjoner.

Arbeidet med masterutredningen har vært en krevende prosess, mye takket være valg av en bransje i utfordrende økonomiske tider og et nylig fusjonert selskap. Prosessen har vært svært lærerik. Vi sitter igjen med kunnskap om en interessant bransje som har stor betydning for Norge.

Oppgaven vil basere seg på rammeverket for verdsettelse presentert av Kjell Henry Knivsflå i kurset MRR413A/BUS440 ved Norges Handelshøyskole.

Vi ønsker å takke vår veileder, Leif Atle Beisland, for gode råd og tilbakemeldinger underveis i arbeidet med denne oppgaven.

Bergen, desember 2017

Axel Rognerud Brynjulfsen og Martin Lysvik

Innhold

1. INTRODUKSJON	12
1.1 FORMÅL	12
1.2 BAKGRUNN FOR VALG AV SELSKAP	12
1.3 AVGRENSINGER.....	13
1.4 STRUKTUR.....	13
2. PRESENTASJON AV BRANSJE OG VIRKSOMHET	15
2.1 PRESENTASJON AV BRANSJEN.....	15
2.1.1 <i>Introduksjon til markedet</i>	15
2.1.2 <i>Relevante skipstyper</i>	17
2.1.3 <i>Skipsregistre</i>	18
2.1.4 <i>Sykliske trekk ved skipsfartsnæringen</i>	21
2.1.5 <i>Relevante tilbud- og etterspørselsdrivere</i>	25
2.1.6 <i>Sentrale finansieringsforhold</i>	30
2.1.7 <i>Dagens markedstilstand</i>	33
2.2 OM SOLSTADFARSTAD.....	36
2.2.1 <i>Historien om SolstadFarstad ASA</i>	37
2.2.2 <i>Fusjonen</i>	38
2.2.3 <i>Flåtesammensetning</i>	41
2.2.4 <i>Internasjonal aktivitet</i>	43
2.3 KONKURRENTER	43
2.3.1 <i>DOF</i>	44
2.3.2 <i>Havila</i>	45
2.3.3 <i>Siem</i>	45

3.	VALG AV METODE FOR VERDSETTELSE	47
3.1	METODER FOR VERDSETTELSE	47
3.1.1	<i>Fundamental verdsettelse</i>	<i>47</i>
3.1.2	<i>Komparativ verdsettelse.....</i>	<i>49</i>
3.1.3	<i>Opsjonsbasert verdsettelse.....</i>	<i>50</i>
3.2	VALG AV VERDSETTELSESTEKNIKK	51
3.3	RAMMEVERK FOR FUNDAMENTAL VERDSETTELSE	52
4.	STRATEGISK ANALYSE	54
4.1	ANALYSE AV BRANSJEFORHOLD – PESTEL.....	54
4.1.1	<i>Politiske forhold.....</i>	<i>54</i>
4.1.2	<i>Økonomiske forhold.....</i>	<i>60</i>
4.1.3	<i>Sosiokulturelle forhold.....</i>	<i>63</i>
4.1.4	<i>Teknologiske forhold.....</i>	<i>63</i>
4.1.5	<i>Miljømessige forhold</i>	<i>65</i>
4.1.6	<i>Juridiske forhold</i>	<i>66</i>
4.1.7	<i>Oppsummering PESTEL.....</i>	<i>67</i>
4.2	PORTER’S FIVE FORCES	68
4.2.1	<i>Etableringstrussel fra inntrengere</i>	<i>68</i>
4.2.2	<i>Trussel fra substitutter</i>	<i>71</i>
4.2.3	<i>Kundemakt</i>	<i>71</i>
4.2.4	<i>Leverandørmakt</i>	<i>72</i>
4.2.5	<i>Intern rivalisering</i>	<i>74</i>
4.2.6	<i>Konklusjon Porter’s five forces.....</i>	<i>75</i>
4.3	INTERN ANALYSE	76

4.3.1	<i>Fysisk kapital</i>	77
4.3.2	<i>Finansiell kapital</i>	78
4.3.3	<i>Humankapital</i>	79
4.3.4	<i>Organisatorisk kapital</i>	80
4.3.5	<i>Konklusjon/oppsummering</i>	81
4.4	SWOT.....	81
5.	REGNSKAPSANALYSE	84
5.1	RAMMER FOR REGNSKAPSANALYSE	84
5.1.1	<i>Valg av analysenivå</i>	84
5.1.2	<i>Valg av analyseperiode</i>	85
5.1.3	<i>Komparative virksomheter</i>	85
5.2	PRESENTASJON AV REGNSKAP	86
5.2.1	<i>Presentasjon av resultatregnskap</i>	86
5.2.2	<i>Presentasjon av balanseoppstilling</i>	88
5.2.3	<i>Presentasjon av egenkapitalbevegelser</i>	90
5.3	TRAILING	91
5.4	OMGRUPPERING AV FINANSREGNSKAPET	93
5.4.1	<i>Omgruppering av resultatregnskapet</i>	94
5.4.2	<i>Omgruppering av balansen</i>	103
5.5	ANALYSE AV MÅLEFEIL OG JUSTERING.....	109
5.5.1	<i>Målefeil</i>	109
5.6	RAMMEVERK FOR FORHOLDSTALLSANALYSE.....	112
5.6.1	<i>Tidsvektning</i>	113
6.	RISIKOANALYSE	114

6.1	LIKVIDITETSANALYSE.....	115
6.1.1	<i>Likviditetsgrad 1</i>	116
6.1.2	<i>Likviditetsgrad 2</i>	118
6.1.3	<i>Finansiell gjeldsdekningsgrad</i>	119
6.1.4	<i>Rentedekningsgrad</i>	121
6.1.5	<i>Oppsummering likviditetsanalyse</i>	123
6.2	SOLIDITETSANALYSE	123
6.2.1	<i>Egenkapitalprosent</i>	124
6.2.2	<i>Netto driftsrentabilitet</i>	125
6.2.3	<i>Finansieringsmatrise</i>	127
6.2.4	<i>Oppsummering soliditetsanalyse</i>	129
6.3	SYNTETISK RATING	129
7.	ANALYSE AV AVKASTNINGSKRAV	132
7.1	AVKASTNINGSKRAV TIL EGENKAPITAL	132
7.1.1	<i>Risikofri rente</i>	133
7.1.2	<i>Markedets risikopremie</i>	134
7.1.3	<i>Illikviditetspremie</i>	135
7.1.4	<i>Gjennomsnittlig egenkapitalbeta</i>	136
7.2	FINANSIELLE KRAV	138
7.2.1	<i>Finansielt gjeldskrav</i>	138
7.2.2	<i>Finansiell gjeldsbeta</i>	139
7.2.3	<i>Finansielt eiendelskrav</i>	140
7.2.4	<i>Finansiell eiendelsbeta</i>	141
7.2.5	<i>Netto finansielt gjeldskrav</i>	141

7.2.6	<i>Netto finansiell gjeldsbeta</i>	142
7.3	SELSKAPSKRAV	142
7.3.1	<i>Netto driftsbeta</i>	142
7.3.2	<i>Årlig egenkapitalbeta</i>	143
7.3.3	<i>Egenkapitalkrav</i>	143
7.3.4	<i>Minoritetskrav</i>	144
7.3.5	<i>Netto driftskrav</i>	144
7.3.6	<i>Sysselsatt kapitalkrav</i>	145
8.	LØNNSOMHETSANALYSE	146
8.1	STRATEGISK FORDEL	147
8.1.1	<i>Superrentabilitet</i>	148
8.1.2	<i>Ekstern bransjefordel</i>	149
8.1.3	<i>Intern ressursfordel</i>	149
8.1.4	<i>Egenkapitalkravfordel</i>	150
8.1.5	<i>Oppsummering</i>	151
8.1.6	<i>Rammeverk for strategisk drifts- og finansieringsanalyse</i>	151
8.2	DRIFTSFORDEL	152
8.2.1	<i>Bransjefordel drift</i>	153
8.2.2	<i>Ressursfordel drift</i>	154
8.2.3	<i>Oppsummering ren driftsfordel</i>	163
8.2.4	<i>Gearingfordel drift</i>	163
8.2.5	<i>Oppsummering driftsfordel</i>	164
8.3	FINANSIERINGSFORDEL	164
8.3.1	<i>Netto finansiell gjeldsfordel</i>	165

8.3.2	<i>Minoritetsfordel</i>	167
8.3.3	<i>Oppsummering finansieringsfordel</i>	168
8.4	OPPSUMMERING AV LØNNSOMHETSANALYSE	169
9.	FREMTIDSREGNSKAP	171
9.1	RAMMEVERK FOR FREMTIDSREGNSKAP	171
9.2	ANALYSE AV HISTORISKE VEKSTDRIVERE.....	172
9.2.1	<i>Analyse av historisk driftsinntektsvekst</i>	172
9.2.2	<i>Analyse av historisk egenkapitalvekst</i>	174
9.3	VALG VED UTARBEIDELSE AV FREMTIDSREGNSKAPET	175
9.3.1	<i>Budsjetthorisont</i>	176
9.3.2	<i>Detaljnivå for budsjettering</i>	177
9.3.3	<i>Fremskrivningsteknikk</i>	177
9.4	BUDSJETTDRIVERE I BUDSJETTERINGSPERIODEN.....	178
9.4.1	<i>Driftsinntektsvekst</i>	178
9.4.2	<i>Omløpet til netto driftseiendeler</i>	180
9.4.3	<i>Netto driftsmargin/driftsresultat</i>	182
9.4.4	<i>Netto finansiell gjeld</i>	185
9.4.5	<i>Netto finanskostnader</i>	187
9.4.6	<i>Minoritetsdel</i>	189
9.4.7	<i>Netto minoritetsrentabilitet</i>	190
9.5	FREMTIDSREGNSKAP	190
9.5.1	<i>Fremtidsregnskap</i>	190
9.5.2	<i>Fremtidsbalanse</i>	191
9.5.3	<i>Fremtidig kontantstrøm</i>	191

10.	FREMTIDSKRAV OG STRATEGISK ANALYSE	192
10.1	EGENKAPITAL- OG MINORITETSKRAV	192
10.1.1	<i>Risikofri rente</i>	192
10.1.2	<i>Markedsrisikopremie</i>	193
10.1.3	<i>Egenkapitalbeta</i>	193
10.1.4	<i>Illikviditetspremie</i>	193
10.1.5	<i>Egenkapital- og minoritetskrav</i>	194
10.2	FINANSIELLE KRAV	194
10.2.1	<i>Syntetisk rating</i>	194
10.2.2	<i>Finansielt gjeldskrav</i>	195
10.2.3	<i>Finansielt eiendelskrav</i>	195
10.2.4	<i>Netto finansielt gjeldskrav</i>	196
10.3	NETTO DRIFTSKRAV	197
10.4	STRATEGISK FORDEL	197
11.	FUNDAMENTAL VERDSETTELSE	200
11.1	EGENKAPITALMETODEN	200
11.1.1	<i>Fri kontantstrøm-modellen</i>	200
11.1.2	<i>Utbyttmodellen</i>	201
11.1.3	<i>Superprofitmodellen</i>	201
11.1.4	<i>Superprofitvekstmodellen</i>	201
11.2	SELKAPSKAPITALMETODEN	202
11.3	FØRSTE VERDIESTIMAT	202
11.4	KONVERGENS MOT ET FELLES VERDIESTIMAT	204
11.5	ANALYSE AV USIKKERHET	207

11.5.1	<i>Konkursrisiko</i>	207
11.5.2	<i>Simuleringsanalyse</i>	207
11.6	OPPSUMMERING AV VERDIESTIMAT	216
12.	KOMPARATIV VERDIVUDERING	218
12.1	MULTIPPELVURDERINGER.....	218
12.1.1	<i>Verdivurdering basert på P/B-multiplikator</i>	220
12.1.2	<i>Verdivurdering basert på EV/salg-multiplikator</i>	221
12.1.3	<i>Verdivurdering basert på EV/EBITDA-multiplikator</i>	222
12.1.4	<i>Oppsummering multiplikatoranalyse</i>	223
12.2	SUBSTANSANALYSE	224
12.3	OPPSUMMERING KOMPARATIV VERDIVURDERING.....	226
13.	OPPSUMMERING OG HANDLINGSSTRATEGI.....	228
13.1	OPPSUMMERING.....	228
13.2	HANDLINGSSTRATEGI	229
14.	REFERANSER.....	230
14.1	FAGLITTERATUR	230
14.2	ANDRE KILDER.....	232
14.3	ÅRS- OG KVARTALSRAPPORTER	237
14.4	FORELESNINGSNOTATER.....	237
15.	OVERSIKT OVER FORKORTELSER	239
16.	TABELL- OG FIGUROVERSIKT.....	243
16.1	TABELLOVERSIKT	243
16.2	FIGUROVERSIKT	247

1. Introduksjon

1.1 Formål

Formålet med denne masterutredningen er å utarbeide en verddivurdering av SolstadFarstad ASA (heretter SolstadFarstad). Masterutredningen vil ende opp i et verdiesimat på egenkapitalen til SolstadFarstad per 31.12.17. Vi vil gjennomføre en strategisk regnskapsanalyse som vil danne grunnlaget for å predikere fremtiden. Verdsettelsen baserer seg på offentlig regnskapstall hentet fra selskapet årsrapporter. Verdiesimatet vårt vil til slutt bli sammenlignet med siste tilgjengelig aksjekurs. Med bakgrunn i denne sammenligningen vil vi komme med en handlingsanbefaling.

1.2 Bakgrunn for valg av selskap

Flere forhold bidro til at vårt valg falt på å verdsette nettopp SolstadFarstad. Etter snart fem år på Vestlandet har begge hatt en interesse av å lære mer om en av Norges viktigste næringer. Offshorenæringen er representert langs store deler av vestlandskysten, og verdikjeden er omfattende. Påvirket av NHHs utsikt over innseilingen til Bergen Havn falt det naturlig for oss å velge et selskap innen offshore supply-næringen.

At bransjen har vært mye omtalt i media i senere tid som følge av turbulente tider etter oljeprisfallet i 2014 bidro til å underbygge at valget var korrekt for oss. Som kommende revisorer har vi latt oss interessere av nyhetssaker om betydelige nedskrivninger av offshoreartøy, med tilhørende konsekvenser for aksjonærer, långivere og aktivitetsnivået på Vestlandet.

SolstadFarstad har naturlig nok blitt mye omtalt i mediene i forbindelse med fusjonen som fant sted i juni 2017. Vi ble dermed interessert i å vurdere selskapets fremtidsutsikter i en turbulent tid, i lys av fusjonering og med to solide finansielle, aktører i ryggen.

Damodaran (2012) fremhever syv momenter som gjør det utfordrende å verdsette et selskap. Som en følge av fusjonering, restrukturering, økonomiske utfordringer, ubenyttede eiendeler og sykliske trekk i bransjen oppfyller SolstadFarstad fem av dem. Dette bidro som ytterligere motivasjon for oss. Det har blitt utarbeidet mange masteroppgaver innen verdsettelse, men ved

å velge SolstadFarstad fikk vi muligheten til å ta fatt på noe som var dagsaktuelt og utfordrende.

1.3 Avgrensinger

Verdsettelsen av SolstadFarstad er basert på offentlige tilgjengelig regnskapsdata og øvrig informasjon. Vi har ikke vært i kontakt med noen internt i hverken selskapet eller konkurrerende virksomheter. Verdsettelsen tar utgangspunkt i å verdsette egenkapitalen til SolstadFarstad per 31.12.17. Vi leverer utredningen før 31.12.17, vi velger derfor å benytte aksjekurs per 05.12.17 som beste estimat på aksjekurs 31.12.17. Vi benytter tall i hele millioner gjennomgående gjennom oppgaven.

Vi skriver en verdsettelse om et selskap som er et resultat av at tre selskaper har fusjonert. Fusjonen fant formelt sett sted 22. juni 2017. Det foreligger derfor ingen regnskaper for selskapet som helhet. Vi har konsolidert regnskapene for Solstad Offshore (heretter Solstad), Farstad Shipping (heretter Farstad) og Deep Sea Supply (heretter Deep Sea) for å lage et estimat på regnskapet til SolstadFarstad som om det hadde vært et selskap hele analyseperioden.

Gjennom oppgaven har vi benyttet oss av en bransjesammenligning. Denne sammenligningen tar utgangspunkt i et utvalg norske aktører i det internasjonale Offshore Supply Vessel (OSV)-markedet. DOF ASA, Siem Offshore og Havila Shipping utgjør vårt bransjegrunnlag.

1.4 Struktur

Masterutredningen følger rammeverket som ble presentert i kurset MRR413A *Rekneskapsanalyse og verdivurdering* av Kjell Henry Knivsflå. Utredningen kan deles inn i tre ulike deler.

Del 1 starter i kapittel 2 med en introduksjon til OSV-bransjen og SolstadFarstad. I kapittel 2 presenteres også selskapene som inngår i bransjesammenligningen. Kapittel 3 tar for seg begrunnelse for valg av verdsettelsesteknikk og presentasjon av rammeverk for verdsettelse. Kapittel 4 er en strategisk analyse hvor vi vurderer både eksterne og interne faktorer som påvirker selskapet og bransjen for øvrig.

Del 2 starter i kapittel 5 med en presentasjon av regnskapet til SolstadFarstad, før vi omarbeidet regnskapet for å være mest passende for verdsettelsesformål. I kapittel 6 analyserer vi soliditeten og likviditeten i SolstadFarstad. I kapittel 7 beregnes krav som ligger til grunn for lønnsomhetsanalysen som gjøres i kapittel 8.

Del 3 omhandler selve verdsettelsen av SolstadFarstad. I kapittel 9 utarbeider vi et fremtidsregnskap som ligger til grunn i verdsettelsen. I kapittel 10 beregner vi fremtidskrav for SolstadFarstad, i tillegg beregner vi strategisk fordel for selskapet. Kapittel 11 starter med at vi neddiskonterer kontantstrømmene med tilhørende krav. Basert på dette får vi et estimat på egenkapitalen til SolstadFarstad. Videre vurderer vi usikkerheten til dette estimatet gjennom en simuleringsanalyse. I kapittel 12 vurderer vi rimeligheten til verdiestimatet fra den fundamentale verdsettelsen gjennom å benytte alternative verdsettelsesmetoder. I kapittel 13 presenterer vi en handlingsstrategi for SolstadFarstad-aksjen basert på vårt verdiestimat.

2. Presentasjon av bransje og virksomhet

Vi vil i dette kapitlet ta for oss bakgrunnsinformasjon om SolstadFarstad ASA og bransjen selskapet opererer i. Vi starter med å gå igjennom makroforholdene som preger bransjen, før vi ser på informasjon om SolstadFarstad. Til slutt vil vi presentere viktige konkurrenter for SolstadFarstad, disse vil utgjøre sammenligningsgrunnlaget gjennom oppgaven vår.

2.1 Presentasjon av bransjen

I dette delkapitlet presenterer vi bransjen som SolstadFarstad opererer innenfor. Som en del av det norske oljeeventyret er det mange og særegne trekk ved bransjen. Innledningsvis følger et historisk bakteppe for offshore servicerederiene, etterfulgt av en gjennomgang av relevante skipstyper og –registre, kontraktstyper og ratenivå. Videre beskrives hvordan skipsfart er en syklisk næring av natur, før relevante tilbuds- og etterspørselsmekanismer diskuteres. Avslutningsvis vil vi presentere generelle trekk i finansieringsstruktur i bransjen, samt en vurdering av dagens markedssituasjon.

2.1.1 Introduksjon til markedet

I dette delkapitlet følger et historisk bakteppe for næringen som selskapet vi skal verdsette opererer innenfor. Norsk Skipsfartshistorisk Selskap er en historieforening som blant annet har arbeidet med å dokumentere historien til de norske offshore service-rederiene. Historisk informasjon fra deres nettside, «Skipet», er utgangspunktet for innholdet i dette kapitlet (Norsk Skipsfartshistorisk Selskap, n.d.).

I takt med utviklingen av Norge som oljenasjon har norskbaserte rederier befestet seg som ledende aktører innenfor offshore serviceindustrien. I oljeeventyrets spede begynnelse på 60-tallet var derimot ikke norske rederier utrustet for å ta del i verdikjeden offshore på egenhånd. I 1966 kom det første plattformforsyningskipet i Norge til havn i Stavanger. Skipstypen var helt ny her til lands: to motorer, stort dekk akter og stor overbygging forut skilte seg ut, og som har holdt seg uendret til i dag. Skipet seilte på kontrakt med Esso Exploration Norway Inc. for å forsyne den første leteriggen på norsk sokkel. Da de første fatene med olje fra Ekofiskfeltet ble tatt i land i 1971, var det ombord på et gresk tankskip. Siden den tid har bildet endret seg betraktelig.

Allerede fra midten av 60-tallet fikk flere norske rederier øynene opp for den mulige oppsiden assosiert med utvinning av olje og gass på norsk sokkel. Til å begynne med kun som passive deltakere i større, internasjonale rederier. Som følge av offshore oljefunn i Mexicogolfen hadde amerikanske skip og rederi utviklet ekspertise innenfor offshore serviceindustri. Følgelig var markedet for serviceskip i Nordsjøen preget av amerikansk dominans i oljeeventyrets begynnelse.

Etter vellykkede oljefunn på Ekofiskfeltet i overgangen 1969/70 var det en større interesse og investeringsvilje blant kapitalsterke, norske rederier for å kontrahere både leterigger og forsyningskip. N.R. Bugge, lokalisert i Tønsberg, var det første norske rederi som kontraherte to forsyningskip fra amerikanske verft som ble levert i 1971. Interessen for offshore skip og innretninger spredte seg, og rederiene på Vestlandet lå like bak. Ved utgangen av 1971 var det bestilt 17 forsyningskip, ni borerigger og ett boreskip fra norske rederier.

Veksten i offshoreflåten ble delvis holdt igjen av svært gode tider i tank- og bulkmarkedet. Utover i 1973 så man en topp i kontrahering av tradisjonelle skip fra norske rederier. Fraktratene var gode, og rederiene så gode inntjeningsmuligheter i «trygt farvann», altså tradisjonell shipping. Høsten 1973 ble det globale oljemarkedet snudd på hodet. Yom Kippur-krigen brøt ut høsten 1973 mellom Egypt og Syria på den ene siden, og Israel på den andre. Som en sanksjon overfor de landene som støttet Israel, besluttet Organization of the Petroleum Exporting Countries (OPEC) å kjøre prisen på oljen som de eksporterte til verdensmarkedet til himmels. Se delkapittel 2.1.5 for en presentasjon av det globale oljemarkedet, herunder OPEC. Prisene firedoblet seg for et fat olje til om lag 12 dollar i 1974, i aksjonen kjent som OPEC I. Konsekvensene ble umiddelbare i form av energimangel merkbare for folk flest gjennom tomme bensinstasjoner og sviktende infrastruktur. Mest relevant for norsk offshore serviceindustri var at prishoppet demonstrerte hvor avhengig Vesten var av OPEC-landene, og at man intensiverte innsatsen for å utvinne olje og gass fra vestlige land. Dermed er det tydelig hvordan forhold som påvirker oljepris og –produksjon er en sentral etterspørselsfaktor i offshore service, som delkapittel 2.1.5 vil illustrere ytterligere.

Etter OPEC I skjøt veksten i norsk offshoreflåte virkelig fart. I 1974 kontraherte norske rederier alene 75 forsyningskip. Skipene ble stadig større, kraftigere og mer sjødyktige, for å holde tritt med oljevirkosomhet som stadig flyttet nordover i Nordsjøen, til tøffere farvann. Kraftigere, mer spesialiserte fartøy tiltenkt slep og ankring av installasjoner (se delkapittel 2.1.2 for informasjon om relevante skipstyper) begynte for alvor å gjøre sitt inntog fra 1974.

Veksten viste seg å være overdrevet, for etter sommeren 1975 klappet markedet sammen som følge av en for stor flåte som konkurrerte om for få og for dårlig betalte oppdrag. De nyeste fartøyene fra verftene var mest ettertraktet, som følge av overlegenhet på sjøen takket være størrelse og kraft. Eldre skip ble i stor grad solgt til andre markeder, blant annet i Sør-Amerika. Nedturen stabiliserte seg og næringen ble sunnere mot slutten av 70-tallet, med OPEC II i 1979 som en ny topp for optimisme rundt å investere på norsk sokkel som respons på frykt for global oljemangel. Investeringsvillige norske redere var raske til å vurdere aktivitet på sokkelen som lønnsom, som har resultert i at verdens nest største offshore flåte er norskkontrollert.

Avslutningsvis kan man oppsummere med at næringen historisk sett har vært svært syklisk, og har båret preg av å være utsatt for sjokk i verdensøkonomien, særlig vedrørende olje og gass. Næringens sykliske trekk vil settes i en teoretisk kontekst i delkapittel 2.1.4.

2.1.2 Relevante skipstyper

Ifølge Norges Rederiforbund (2017) består den norske offshoreflåten av avanserte fartøy tilpasset varierte og komplekse arbeidsoppgaver offshore. Skipene i flåten kan hovedsakelig deles inn i tre hovedsegment: Anchor Handling Tug Supply (AHTS), Platform Supply Vessel (PSV) og Construction Support Vessel (CSV). Det understrekes at flåten inneholder fartøy som ikke sorteres under nevnte segment, eksempelvis fartøy utviklet for redningsarbeid eller vitenskapelige formål. Denne type fartøy utgjør en marginal del av den samlede flåten. I videre analyseformål vil en presentasjon av hovedsegmentene være mest hensiktsmessig. Vi vil gjennomgående i oppgaven forholde oss til at AHTS, PSV og CSV-segmentene er dekkende for flåten som helhet.

AHTS – Ankerhåndteringsskip

Ankerhåndteringsskip er et fartøy tilpasset slepe- og ankringsoppdrag i kombinasjon med offshore supply. Utstyrt med kran og kraftige vinsjer på dekk brukes fartøyene til å slepe offshore installasjoner på plass og ankre opp disse. Dermed stilles det krav til at fartøyene er av betydelig størrelse, og med kraftigere motorisering enn andre fartøy i flåten. Segmentet rangeres etter motor- og lastekapasitet, der et viktig størrelsesskille oppstår ved motorkraft over 15 000 hestekrefter. Fartøyene opererer både i lange kontrakter med petroleumsselskapene og i spotmarkedet tilgjengelig for kortvarige oppdrag på kort varsel.

Ved inngangen til 2017 besto verdensflåten av 234 skip med kapasitet over det nevnte kraftskillet (Solstad Offshore ASA, 2016).

PSV – Plattformhåndteringskip

Fartøyene i dette segmentet er som regel fysisk mindre enn de to andre hovedtypene. Til forskjell fra AHTS har PSV-skip i dette segmentet ordinær, lukket hekk, da skipene har til hensikt å frakte materiell. Skipenes dekk er åpne og store, og tilbyr lagringsmuligheter over og under tak. Skipene innad i PSV-segmentet sorteres som regel etter lastekapasitet. Et sentralt skille går ved fartøy med lastekapasitet over 3 000 dødvektstonn. I likhet med AHTS opererer flåten både i lange kontrakter og i spotmarkedet. Verdens PSV-flåte består ved inngangen av 2017 av 991 fartøy som overskrider 3 000 dødvektstonn (Solstad Offshore ASA, 2016).

CSV – Konstruksjonsskip/Subsea

CSV er offshoreflåtens mest avanserte og spesialiserte fartøy. Skipene brukes i hovedsak til komplisert konstruksjonsarbeid offshore, herunder installasjoner og vedlikehold av undervannsinnetninger. CSV er som regel signifikant større enn de andre fartøyene i offshoreflåten. Dette skyldes at skipene vanligvis er utstyrt med kran, helikopterdekk og stor dekksplass. Sammenlignet med PSV og AHTS er det som regel en større besetning om bord på CSV, som følge av at skipene ikke kun er til bruk i frakt eller tauing, men til mer arbeidskraftintensivt konstruksjonsarbeid. CSV-segmentet sorteres etter hvilke operasjoner skipene kan utføre. Som følge av langt mer spesialiserte arbeidsoppgaver og behov for tilpasning til hvert enkelt oppdrag opererer dette segmentet i all hovedsak i langsiktige kontrakter med petroleumsselskapene. Ved utgangen av 2015 besto verdens CSV-flåte av 269 store fartøy, med ytterligere 45 skip i produksjon i USA, Europa og Asia. (Solstad Offshore ASA, 2016)

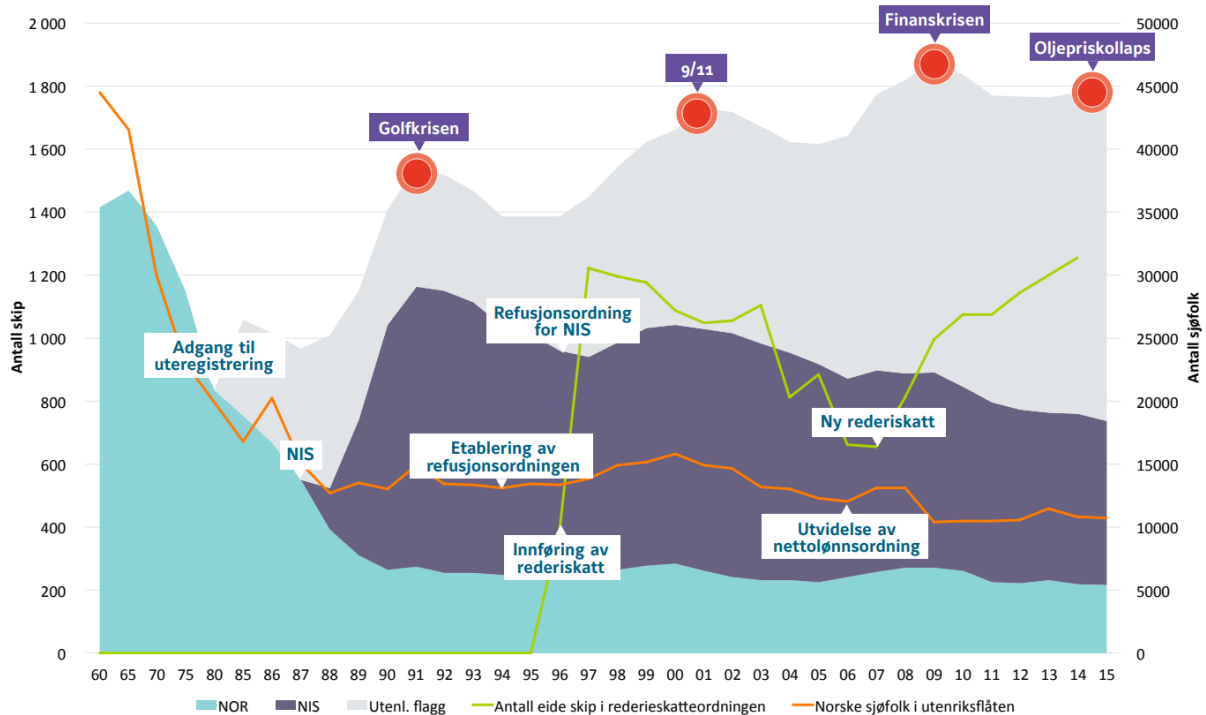
2.1.3 Skipsregistre

For offshore servicerederi som opererer på norsk og internasjonal sokkel er det i hovedsak tre forskjellige former for skipsregistrering som gjelder. De tre alternativene rederne står overfor er å registrere skip i Norsk Ordinært Skipsregister (NOR), Norsk Internasjonalt Skipsregister (NIS) og i utenlandsk skipsregister, under såkalt bekvemmelighetsflagg. Informasjon om skipsregister er nødvendig for å vurdere de politiske forholdene som påvirker bransjen i kapittel 4.1.1. Rederienes behov for tilpasning til internasjonal konkurranse vil i stor grad avgjøre hvilket flagg som velges, da sentrale forhold som fartsområder, arbeids- og lønnsvilkår

og andre driftsregler i stor grad reguleres i skipsregisteret. Det er verdt å merke seg at norsk særbeskatning av rederier som omtales i delkapittel 4.1.1 gjelder uavhengig av skipsregister.

For skip som skal ferdes mellom norske havner, herunder installasjoner på norsk sokkel, er det nødvendig å registrere skipet i NOR. Her gjelder norske lønns- og arbeidsvilkår. For å bedre konkurranseevnen til norske skip som konkurrerer internasjonalt er det i NOR en nettolønnsordning som kompenserer rederiene for konkurranseulempen knyttet til norsk lønnsnivå. For fartøy i offshore serviceflåten som skal arbeide på norsk sokkel er det nødvendig å være registrert i NOR.

Figur 2.1 viser hvordan norske myndigheter på 80-tallet ga adgang til å benytte bekvemmelighetsflagg, og hvordan antall skip i NOR med aktivitet i internasjonalt farvann fortsatte å reduseres. Som et tiltak for å styrke norske skipsregister ble NIS opprettet i 1987. Skip registrert i NIS kan som hovedregel ikke anløpe norske havner eller installasjoner. CSV-skip er nylig utelatt fra dette forbudet, slik at skip i dette segmentet står fritt til å velge NIS eller NOR avhengig av internasjonal tilstedeværelse. Skip i NIS unnlater krav om at norske lønns- og arbeidsvilkår må gjelde for samtlige sjøfolk ombord. For å insentivere rederiene til å ansette norske sjøfolk finnes en refusjonsordning for skatter og avgifter knyttet til å benytte norsk arbeidskraft.



Figur 2.1: Utvikling i den norskkontrollert offshoreflåten (Norges Rederiforbund, 2016a, s65)

Norskregistrerte skip i utenriksfart er redusert, dette er representert i figur 2.1 ved nedgangen i NIS. Som respons har norske myndigheter forsøkt å styrke NIS, blant annet ved å utvide nevnte refusjonsordning. Bruk av bekvemmelighetsflagg øker i popularitet i situasjoner hvor det å seile under norsk flagg er forbundet med svekket konkurransekraft. Frem til 2015 så man en kraftig vekst i norsk utenriksflåte som seilte med utenlandsk flagg, som toppet seg på hele 60 prosent i 2015 (NTB, 2015). For selskap innen offshore service med fartøy i internasjonalt farvann vil skipsregistrering dermed i hovedsak være et valg mellom NIS og bekvemmelighetsflagg, avhengig av lokale regler og tilpasning til konkurransemessige vilkår.

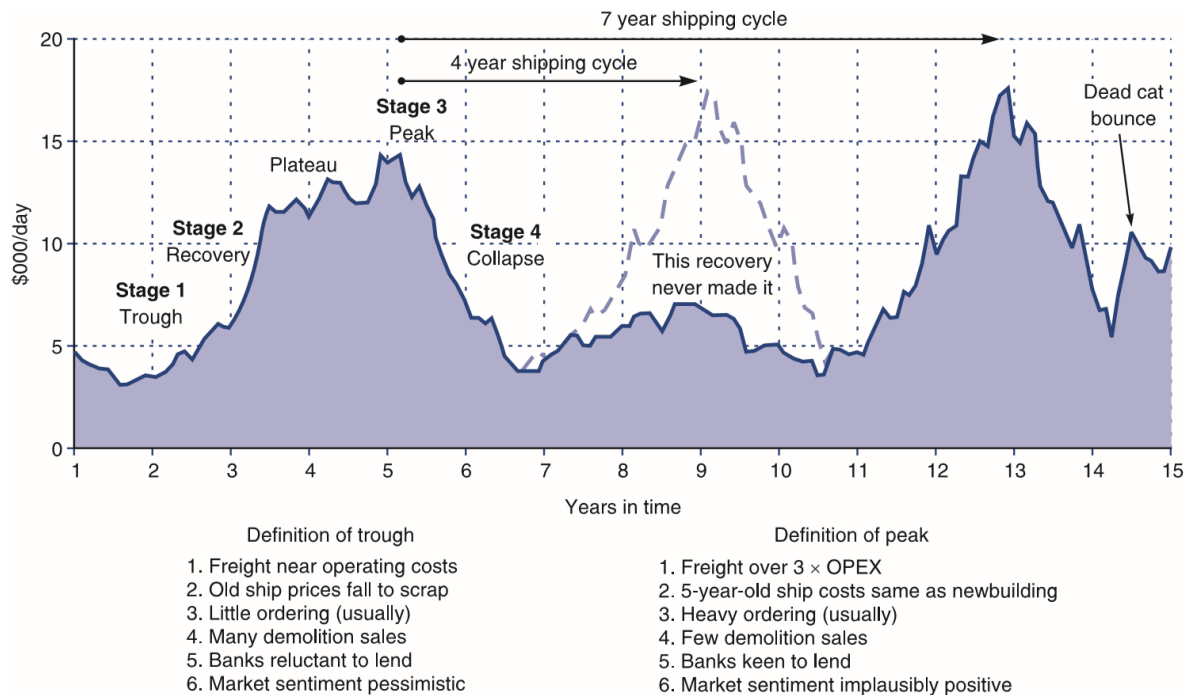
Valg av skipsregister for fartøy i offshore serviceflåten vil altså avhenge av hvilke marked skipene skal operere i. På norsk sokkel er NOR gjeldende register for AHTS og PSV, mens CSV også kan være registrert i NIS. På den måten kan et CSV-fartøy konkurrere i norsk og internasjonalt farvann med konkurransedyktige vilkår uten å ha behov for å bytte flagg. I markedet utenfor norsk sokkel vil rederiene i realiteten kun ha et valg mellom NIS og bekvemmelighetsflagg. Dette følger av at eksklusivitetsrettigheten til anløp i norske havner er hovedårsaken til å velge NOR, og dermed faller dette registeret bort som et gunstig valg i utenriksfarten.

2.1.4 Sykliske trekk ved skipsfartsnæringen

Som det historiske bakteppet for de norske offshore servicerederiene fra delkapittel 2.1.1 peker på, er næringen preget av sykliske trekk. Næringen opererer i svært komplekse omgivelser, påvirket av flerfoldige nasjonale og internasjonale faktorer. Som kommentar til bransjens vanskelige tider i 2016 minner administrerende direktør i Norges rederiforbund om at shipping er syklisk av natur, og at kraftige opp- og nedturer har preget den maritime historien (Norges Rederiforbund, 2016b).

Stopford (2009) presenterer de sykliske tendensene innenfor shipping, og skiller mellom langsiktige, kortsiktige og sesongmessige variasjoner. Langsiktige variasjoner defineres som sykluser i et perspektiv på om lag 60 år. Disse syklusene er utfordrende å konkretisere, men kan bidra til å forklare svært langsiktige trender i økonomien. Videre observeres sesongmessige variasjoner, som strekker seg innenfor et kalenderår. Eksempler på dette er økte rater når havet i Nordsjøen blir tøffere om vinteren, eller når den nordlige halvkule hamstrer olje i forberedelse til vinterhalvåret.

Mer håndgripelig er de kortsiktige syklusene. Disse fluktuerer opp og ned, og en komplett syklus kan typisk fullføres på mellom tre og tolv år. Denne oppgaven har til hensikt å verdsette SolstadFarstad i konteksten av gjeldende markedsforhold. En nøyere gjennomgang av teori bak kortsiktige sykluser i shipping er derfor hensiktsmessig. Stopford (2009) har presentert et teoretisk rammeverk der kortsiktige sykluser inndeles i fire hovedfaser. Rammeverket omfavner shipping generelt, men hovedtrekkene herfra er anvendbare også i konteksten av offshore servicerederienes aktivitet. De fire hovedfasene vil presenteres nedenfor, for å tilby bedre analyse av bransjens nåværende tilstand.



Figur 2.2 Typiske kortvarige sykluser i shipping (Stopford, 2009, s. 97)

Markedsbunn

Stopford (2009) peker på tre forhold som gir signaler om at markedet er i en lavkonjunktur. Det første er et overskudd i tilbud av skipstjenester. Skip står i kø til kai, og reduserer fart på havet for å redusere drivstofforbruk. Det er ingen grunn til hast, da det er knapphet på oppdrag målt i forhold til flåten kapasitet. Videre observerer man at fraktratene faller. Mer spesifikt vil ratene i en lavkonjunktur falle mot driftskostnaden på de minst effektive skipene i flåten, hvilket presser gamle og forbigåtte fartøy i opplag. For det tredje fører negativ kontantstrøm fra drift, takket være lave rater og en streng kredittsituasjon, til finansielt press i næringen. Som følge av kontrahering av nye skip i gode tider, i kombinasjon med rater i fall, vil mange redere havne i konflikt med sine långivere. Utfallet kan være salg av nye skip til solid rabatt i forhold til byggekostnad og skraping av eldre skip for å tilfredsstille et prekært behov for kontanter.

Gjenreisning

En periode der tilbud og etterspørsel nærmer seg balanse, ratene stiger og tonnasje i opplag reduseres. Priser på fartøy i andrehåndsmarkedet øker i takt med økende utsikter for positive kontantstrømmer fra drift. Perioden er likevel preget av stor grad av usikkerhet, da det hersker tvil hos partene i bransjen om man faktisk er på vei opp fra bunnivå, eller om man kun opplever

en forbigående bedring. Se år syv til ni i figur 2.2 for en illustrasjon av dette – tegn på gjenreisning i markedet viste seg å være forbigående og bunnen fikk vedvare.

Markeds-topp

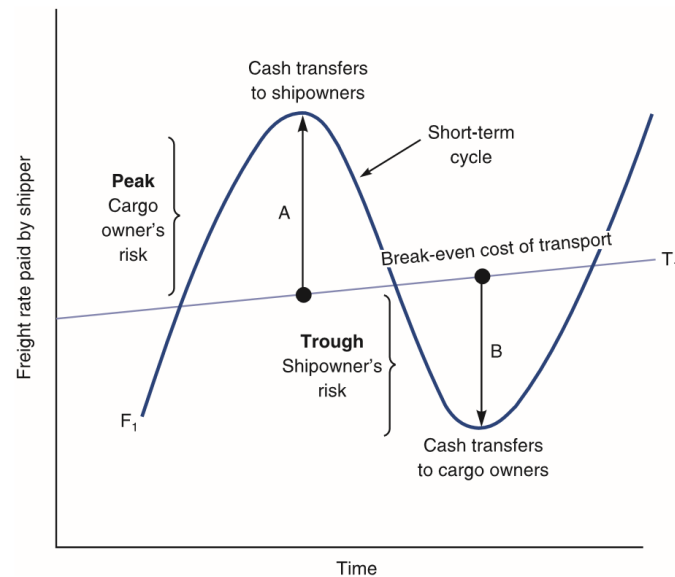
Flåten opererer for full maskin. Ratene stiger, og kan typisk nå nivåer på to til tre ganger driftskostnaden til sjøs, og i noen tilfeller helt opp til ti ganger så høyt. Varigheten på topp-plataet bestemmes av balansen mellom tilbuds- og etterspørselsdriverne i næringen, og kan vare i alt fra uker til flere år. Jo lenger varighet – dess større entusiasme i tilbudssiden. Shipping blir populært i aksjemarkedet, og rederiene får økt tilgang til kapital. Banker og andre långivere er villige til å yte kreditt mot sikkerhet i «trygge eiendeler», og flerfoldige nye skip kontraheres fra verftene. Entusiasmen fører til ledetid på opptil tre-fire år, som igjen bidrar til et brennhett marked for skip i andrehåndmarkedet. Moderne skip omsettes for mer enn byggekostnaden og eldre skip blir kjøpt uten nøye inspeksjon, alt for å øke kapasiteten i tider med svært lukrative kontantstrømmer.

Markedskollaps

Som det legges opp til i avsnittet ovenfor: rederiene overdriver varigheten av oppturen, tilbudssiden oversvømmes og overgår etterspørselen. Som konsekvens raser ratene, og rederiene støter på en rekke utfordringer: verftene leverer nye skip kontrahert til høye priser som ytterligere øker tilbudssiden, skip i spotmarkedet får ikke oppdrag, og betjening av stor gjeld opparbeidet under oppturen blir utfordrende. Initielt er situasjonen preget av motstand mot å akseptere at markedstopp/topp-plata er over. Rederier er motvillige til å selge fartøy til reduserte priser, da disse nettopp har blitt anskaffet til høy kostnad. I påvente av ny topp er det få skip i annenhåndmarkedet. Ved uteblivelse av ny oppgang i ratene kan denne staheten føre til mislighold av gjeld og store likviditetsproblemer hos rederiene, der konsolideringer og konkurser vil være realistiske utfall.

Delkapittel 2.1.7 vil avdekke hvordan dagens markedssituasjonen for selskap i offshore service er svært krevende. Stopfords (2009) rammeverk fra dette delkapittelet vil benyttes gjennomgående i oppgaven. Ved å sette sykliske trekk i kontekst tilbys en bedre oversikt over dagens situasjon, samt over de forhold som har bidratt til dette.

Stopford (2009) poengterer også hvordan shipping-risiko endrer seg i takt med ratenivået/konjunktoren i markedet. Dette er illustrert i figur 2-3. Linjen T_1 representerer driftskostnaden til sjøs i et langsiktig perspektiv med perfekt konkurranse.



Figur 2.3: Shipping risk (Stopford, 2009, s. 102)

Som figur 2.3 illustrerer er det svært sjelden at etterspørsel og tilbud møtes med likevekt som fører til rater lik driftskostnad, men ratene fluktuierer over og under driftskostnadene. Med disse svingningene følger også et skifte i hvem som sitter med størst risiko. I et tilfelle med rater høyere enn driftskostnader (punkt A) er det kjøperne av skipstjenester som har shipping-risikoen. Det innebærer at de risikerer å ikke få kjøpt nødvendige skipstjenester som følge av mangelfullt tilbud av skip i forhold til etterspørselen. Videre vil kjøperne i dette tilfellet subsidiere rederiene, ved at ratene er betraktelig høyere enn driftskostnadene og rederiene oppnår en svært høy profitt.

I motsatt tilfelle, ved punkt B, flytter kapitalen andre veien. Rederiene bærer shipping-risikoen, ved å risikere at deres båter ikke får oppdrag offshore. Ratene ligger under deres driftskostnad, som gir en negativ kontantstrøm fra drift med tilhørende risiko for økende tonnasje i opplag, konsolideringer og konkurs. Kjøperne (petroleumsnæringen jf. delkapittel 2.1.5) oppnår på sin side store kostnadsbesparelser med tilhørende bunnlinjeeffekt som følge av sterkt rabatterte skipstjenester.

Som nevnt fokuserer Stopford (2009) på alle segment innenfor shipping, mens denne oppgaven er rettet inn mot offshore servicerederier. For dette segmentet er det nødvendig å

understreke hvordan petroleumsindustriens kraftige konjunktursvingninger bidrar til å gjøre offshore servicemarkedet svært syklisk. Skift i pris for olje og gass blir dermed en svært viktig indirekte forklaringsfaktor bak næringens sykliske trekk. Neste delkapittel vil belyse dette ytterligere.

2.1.5 Relevante tilbud- og etterspørselsdrivere

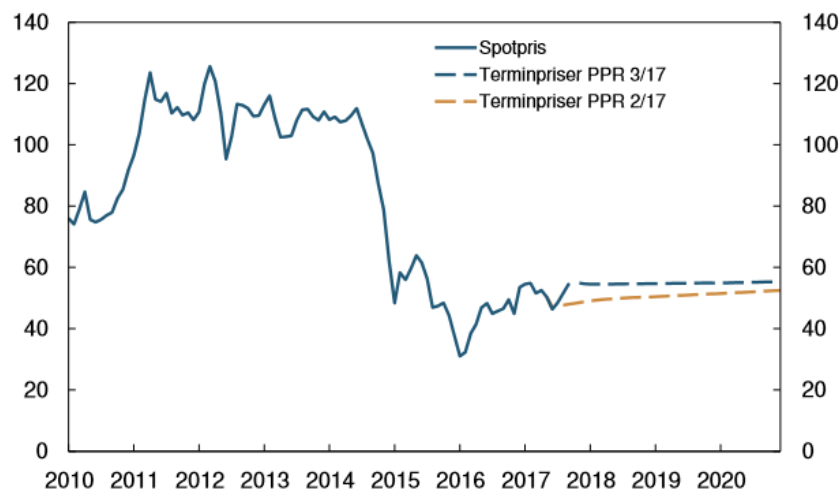
Før en gjennomgang av relevante tilbuds- og etterspørselsdrivere i offshore servicenæringen er det hensiktsmessig med en presentasjon av den globale petroleumsindustrien. Herunder om fastsettelse av oljepris og –produksjon i verdensmarkedet. Dette som følge av at petroleumselskapene i stor grad representerer etterspørselssiden etter skip offshore. Petroleumsindustrien er stor og svært kompleks med mange aktører. OSV-bransjens kunder består av en lang rekke petroleumsselskaper. Petroleumsindustrien som sådan er preget av tunge, globale makroforhold. Prisen på verdensmarkedet for olje og gass (heretter ‘oljepris’) er den viktigste variabelen i denne industrien, og kontrollerer i stor grad petroleumsselskaperenes inntjening. En gjennomgang av drivere bak oljeprisen, og implikasjoner av prisendringer, følger for senere å tydeliggjøre oljeprisens indirekte viktighet for rederiene offshore.

Oljepris og aktivitetsnivå i petroleumssektoren

Oljeprisen fastsettes basert på forholdet mellom tilbud og etterspørsel i verdensmarkedet, med noen modifikasjoner. Olje og gass utgjør en stor del av verdens samlede etterspørsel etter energi, samt en stor del av flere lands eksport. Som følge av dette er olje og gass råvarer som blir kraftig påvirket av forskjellige lands politikk, samt konflikter som involverer land som importerer eller eksporterer olje og gass. Som synliggjort i delkapittel 2.1.5 er kartellet OPEC med sine medlemsnasjoner som står for 30 % av verdens oljeproduksjon en tonegivende aktør i oljeprisfastsettelsen i verdensmarkedet (Norsk Petroleum, 2017). I møtet med kartellet fører de fleste landene utenfor OPEC, herunder Norge, en nøytraliseringspolitikk. Dette innebærer at produksjonsvolumet tilpasses den oljeprisen man oppnår i markedet.

En detaljert utgreiing av samtlige drivere bak oljeprisen er komplekst og ikke forenelig med hovedfokuset til denne oppgaven. Som det følgende delkapittelet vil understreke er aktivitetsnivået i petroleumssektoren meget sentralt for selskap i offshore service. Det er viktig å understreke at det er en forsinkelse i hvordan oljeprisen påvirker offshore service, og flere forhold som påvirker rederiene utover oljepris. Vi vil i det følgende forholde oss til oljeprisen

som én av flere aktivitetsdrivere som definerer rammevilkårene for offshore service rederiene. Dette vil være gjennomgående for hele oppgaven.



Figur 2.4: USD per fat. Januar 2010 til desember 2020 (Norges Bank, 2017b, s. 8)

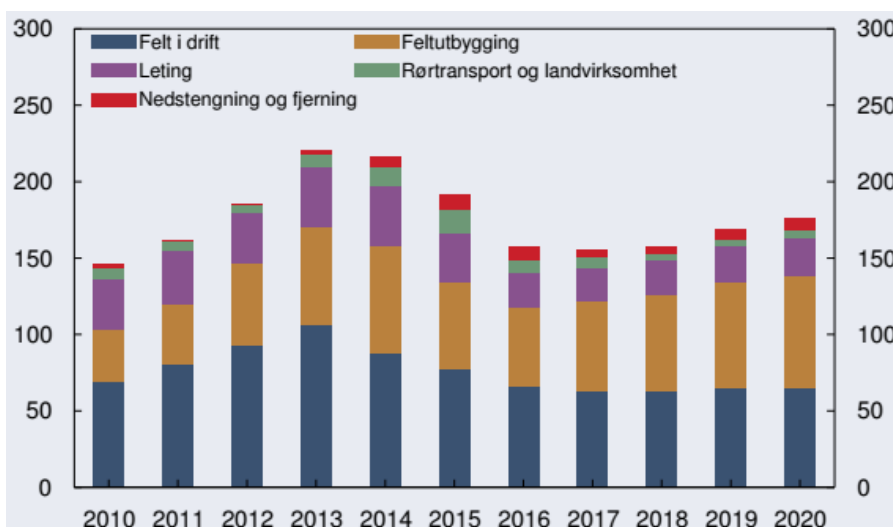
Figur 2.4 viser oljeprisen fra 2010 til skrivende stund, samt Norges Banks prognose for oljeprisen fremover. I konteksten av denne oppgaven er det svært viktig å ta inn over seg fallet man observerer fra sommeren 2014. Dette fallet fra over 110 USD per fat til et historisk bunnivå på under 28 USD per fat i januar 2016 har endret takten i petroleumsnæringen betraktelig. Prisfallet utløste et kostnadsfokus på sokkelen, redusert produksjon på eksisterende felt og har i særlig stor grad fått petroleumsselskapene til å utsette leting etter nye felt. Samtlige av nevnte konsekvenser av lav oljepris påvirker i stor grad etterspørselen av tjenester fra rederiene innenfor offshore service, og oljeprisen er dermed en svært viktig indirekte faktor for næringen.

I korte trekk kom prisfallet i 2014 som følge av tilbudsfaktorer som teknologiske fremskritt innenfor skiferolje i USA og at nasjoner som Libya og Irak økte sin eksport av olje etter perioder preget med konflikt og usikkerhet. Nedjusterte estimat på økonomisk vekst i sentrale økonomier med stort behov for olje bidro til prisfallet fra etterspørselssiden. OPEC fremholdt sitt produksjonsvolum, hvilket resulterte i for høy global produksjon med tilhørende økning i oljelagre. I kombinasjon med lavere forventet global etterspørsel etter olje drev dette prisene nedover. Figur 2.5 oppsummerer momentene ovenfor, og sammenhengene mellom global forbruk og konsum av petroleum og lagerendringer blir tydeligere.



Figur 2.5: Global balanse i oljemarkedet. Millioner fat per dag. 1. kvartal 2012 til 2. kvartal 2017 (Norges Bank, 2017, s. 17)

Figur 2.5 viser hvordan investeringene på sokkelen er redusert. Dette skyldes i hovedsak to forhold: i) redusert lønnsomhet i næringen som følge av oljeprisfallet og ii) det høye kostnadsnivået som har oppstått i næringen forårsaket av meget høy lønnsomhet frem mot prisfallet (Norges Bank, 2017). Særlig leting etter nye felt er hardt rammet av investeringsreduksjoner. Norges Bank legger til grunn en vekst i investeringene i sine prognoser, men likevel tror ikke sentralbanken at man skal tilbake til toppnivåene man opplevde i 2013 og 2014. Som neste delkapittel vil kommentere ytterligere, har investeringsreduksjonen på sokkelen svært mye å si for etterspørselen etter skip offshore.



Figur 2.6: Petroleumsinvesteringer. Faste 2017-priser. Milliarder kroner. 2010-2020 (Norges Bank, 2017, s. 33)

Oljeprisen har det siste året hovedsakelig befunnet seg mellom 45 og 55 USD per fat. I skrivende stund koster ett fat Nordsjøolje over 60 USD. Norges Bank (2017) påpeker at OPECs oljelagre er redusert siden april 2017, og at denne tendensen tilsynelatende vil fortsette gitt at kartellet gjennomfører produksjonsreduksjonene som tidligere uttalt. DNB Markets spår en oljepris på 60 USD i 2018, for så å øke til 75 USD i 2020 før prisen igjen vil være på 60 USD i 2022. Oljeanalytiker Torbjørn Kjus i DNB Markets påpeker at oljeprisen får drahjelp oppover som følge av at det lave investeringsnivået etter 2014, i kombinasjon med befolkningsvekst og stigende etterspørsel etter olje, gjør at man havner i en langt mer gunstig balanse mellom produksjon og konsum av petroleum (Hovland, 2017).

Relevante etterspørselsforhold

Som tidligere nevnt er petroleumsselskapene den desidert største etterspørselsdriveren i offshore service. I nyere tid har bildet blitt noe mer nyansert som følge av en fremvekst av alternative oppdragskilder, som vil kommenteres avslutningsvis i delkapittelet.

Vi redegjorde i forrige delkapittel for oljeprisens utvikling i senere tid. Videre ble det understreket hvordan oljeprisen direkte gir utslag i aktivitetsnivået offshore. Petroleumsselskapenes aktivitetsnivå er den viktigste etterspørselsdriveren for offshore service. Avsnittet nedenfor vil redegjøre for hvilket aktivitetsnivå som forventes av denne driveren fremover.

Figur 2.6 viste hvordan investeringene offshore har blitt kraftig redusert i tråd med lavere potensial for inntjening hos petroleumsselskapene. I perioden fremover er bildet annerledes. Oljeprisen har tatt seg betydelig opp fra bunnivået innledningsvis i 2016 til over 60 dollar fatet i skrivende stund. Videre er det forhold som tyder på et taktskifte i investeringene i petroleumsinvesteringene offshore. Mot slutten av 2017 har blant annet Statoil varslet betydelige investeringer offshore i 2018 (Sundberg & Lorentzen, 2017). Selskapets betydelige planlagte investeringer i Castberg-feltet utenfor Finnmark bidrar til å sende estimatet for neste års petroleumsinvesteringer opp omtrent 17 % fra årets nivå. Etter år med omfattende fokus på å kostnadsreduksjoner og tilpasning til en situasjon med lavere oljepris er nyhetene et tegn på et mulig taktskifte på sokkelen (Sundberg & Lorentzen, 2017). Økt oljepris gir impulser til økt aktivitet blant petroleumsselskapene. Dette gir positive utsikter til offshore service på sikt, da sektoren som nevnt representerer den mest betydelige driveren på etterspørselssiden.

I senere tid har særlig offshore havvind og havbruk seilet frem som alternative oppdragskilder til rederiene. Norges Rederiforbund (2017b) trekker frem hvordan den norske maritime klyngen har et fortrinn når det kommer til å konstruere, vedlikeholde og drifte offshore vindinstallasjoner. Videre trekker forbundet frem at som følge av flere tiår med petroleumsvirksomhet i brutalt farvann har næringen en betydelig erfarings- og kompetansefordel i forhold til aktører utenfor den norske sokkelen. I en tid med stadig økt fokus på bærekraft er det gunstig for rederiene i offshore service å ha ben å stå på utover ren petroleumsvirksomhet. Statoil har en betydelig satsing innenfor havvind, med eierinteresse i vindparker av betydelig størrelse (Statoil ASA, 2017). Selskapets aktivitet innenfor segmentet viser at havvind ikke kun er en filantropisk idé, men et segment som presenterer reelle muligheter for rederiene.

Aktivitet innenfor oppdrettsnæringen representerer en annen kilde til aktivitet utenfor petroleumssektoren. Senere i oppgaven vil vi presentere hvordan Deep Sea Offshore inngikk en *joint venture* med fiskeoppdrettsgiganten Marine Harvest. Ved å trekke ut synergier fra rederiets ekspertise til sjøs og Marine Harvests kompetanse knyttet til oppdrett er hensikten å levere brønn- og prosessbåter av høy kvalitet. Hvor stort omfanget av rederienes aktivitet knyttet til havbruk vil bli er enda svært usikkert. I skrivende stund er omfanget av dette samarbeidet begrenset i forhold til aktivitet knyttet til petroleumssektoren (SolstadFarstad ASA, 2017). Likevel, havbruk og offshore vindkraft representerer diversifiseringsmuligheter som vil være viktige for næringen i fremtiden.

Relevante tilbudsdrivere

På tilbudssiden i OSV-bransjen er det rederiene selv som skaper impulser til markedet. Utviklingen i rederienes flåtestørrelse påvirkes i stor grad av hvordan selskapene velger å tilpasse seg gjeldende markedssituasjon. De mest sentrale driverne som påvirker tilbudssiden i offshore service presenteres nedenfor.

I gode tider med høyt ratenivå vil rederiene typisk ønske å kapitalisere på den positive trenden. Denne mentaliteten kommer til syne i rammeverket til Stopford (2009), som presentert i forrige delkapittel. I steg 3 fører optimismen til høy kontrahering av nye skip for å utnytte høye rater. Lang ledetid på leveranser og spekulativ kontrahering av skip uten kontrakt fører til at tilbudssiden påvirkes i senere perioder med et ratenivå som potensielt kan avvike fra nivået på kontraheringstidspunktet. Ved overdreven spekulasjon i gode tider kan utfallet være et betydelig tilbudsoverskudd, som bidrar til negativ utvikling av ratenivået. Denne

mekanismen viser hvordan prisnivået i bransjen ikke kun påvirker rederienes inntjening på kort sikt, men også næringens tilbudsside i et lengre perspektiv.

Videre er rederienes kapitaltilgang og –struktur en viktig impuls til næringens tilbudsside. Ved optimisme innen offshorenæringen vil kapitaleiere i større grad ønske å investere offshore. Dette bedrer rederienes kapitaltilgang, ved at långivere må konkurrere med hverandre om å ha mest konkurransedyktige vilkår. Hvilken tilgang og pris rederiene kan oppnå på kapital får følgelig innvirkning på hvilken kapasitet som kan tilbys i markedet. I perioder med høy aktivitet offshore vil ratene typisk stige, samtidig som marginene bedres ved økt tilgang på rimelig kapital. Tilsvarende opplever man en dobbel negativ effekt i nedgangstider, da fraktinntekter faller samtidig som kapitalkostnaden for rederiene stiger.

Avslutningsvis nevnes det at rederienes obligasjonsgjeld har økt i takt med den betydelige veksten i det norske obligasjonsmarkedet siden 2000-tallet. Gjennom generelt lavere krav til sikkerhetsstillelse enn konvensjonelle banklån har denne typen finansiering bidratt til å gjøre rederiene i stand til å hente mer kapital, og dermed kunne tilby større kapasitet i markedet.

2.1.6 Sentrale finansieringsforhold

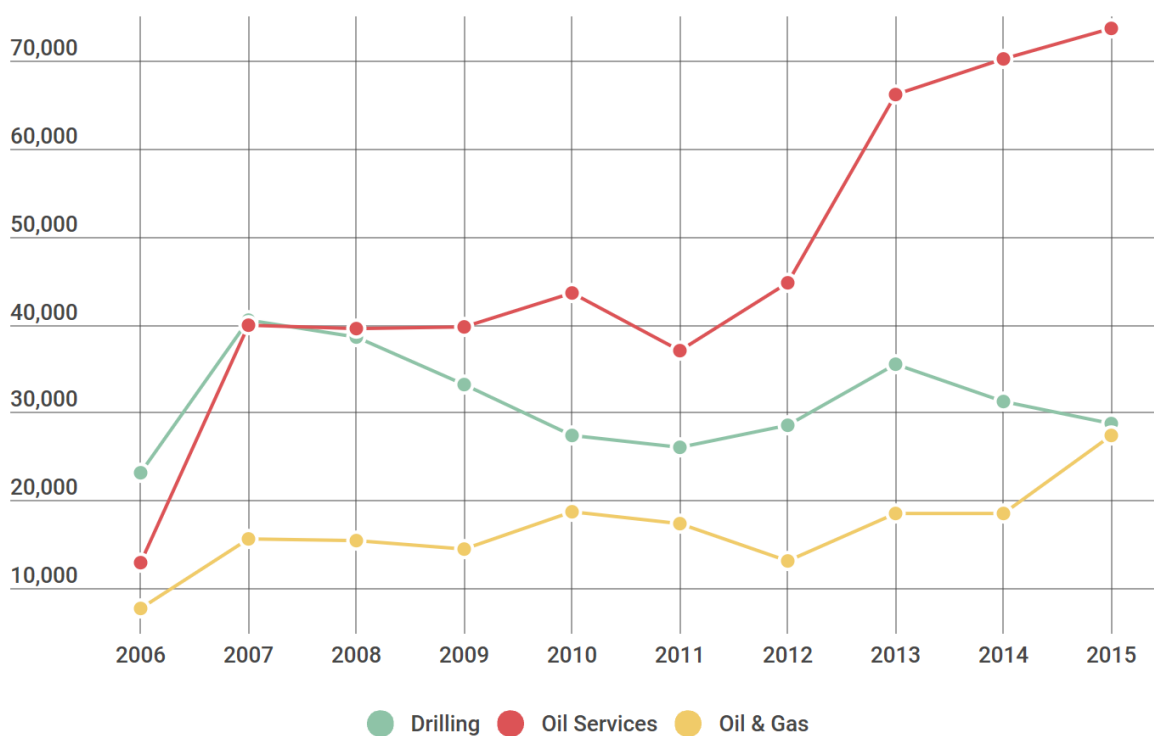
Selskapers finansiering vil normalt være sammensatt av kapital hentet fra forskjellige kilder. De ulike kapitaleierne vil ha varierende interesser og grad av forpliktelser til selskapet. Det er nødvendig med en gjennomgang av obligasjonslån, dette har hatt stor betydning for offshore service rederiene den siste tiden. Innledningsvis følger en redegjørelse av obligasjonslån og hva som typisk skiller denne type kapital fra annen fremmedkapital. Deretter vil vi se på hvordan obligasjonsgjeld har påvirket offshore service økonomisk og organisatorisk.

I delkapittelet ovenfor ble det nevnt at rederienes obligasjonsgjeld har økt betydelig i senere tid. Denne kapitaltypen har hatt en helt sentral rolle innenfor offshore service. På flere fronter avviker denne formen for fremmedkapital fra konvensjonelle banklån. Bankene har historisk sett lagt krav om betydelig egenfinansiering til grunn for utlån. Utlån på om lag 70 % av byggekostnad på skipene har vært en akseptert praksis blant bankene (Flaaten & Økland, 2016a). Lånene vil typisk ha en sikkerhetsstillelse i tilsvarende størrelsesorden i form av pant i skip eller aksjer. I obligasjonsmarkedet er markedspraksis vedrørende sikkerhetsstillelse en ganske annen. Lånene fungerer ofte som «topplån» med manglende sikkerhetsstillelse. Dette er som regel forårsaket av at bankene allerede har pant i skipene av en størrelsesorden som utgjør det meste av eiendelenes verdi. Som følge av manglende sikkerhetsstillelse vil

obligasjonslån typisk ha en høyere rente enn banklån for å kompensere eierne for merrisikoen man løper uten pantsikring.

Flere forhold bidrar til obligasjonslånenes særegenhet. Der banklån typisk nedbetales med moderate avdrag over lang tid er obligasjonslån annerledes. Vanlig løpetid er gjerne mellom tre og fem år, og hele beløpet betales ved forfall (Flaaten & Økland, 2016a). Med andre ord stiller obligasjonsgjelden store krav til selskapers likviditet ved forfall. Lånenes kortsiktighet skal vise seg å være svært sentralt i offshore service sitt tilfelle.

Figur 2.7 viser oppbyggingen av obligasjonsgjeld samlet i den norske offshore sektoren.



Figur 2.7 Utestående obligasjonsgjeld ved årets slutt (Flaaten & Økland, 2016a)

Fra 2011 er trenden fra figur 2.7 svært klar: rederiene i offshore service har tatt opp svært mye obligasjonsgjeld. Der petroleumsselskapene (gul linje) og boreselskapene (grønn linje) har hatt en mer nøktern utvikling i obligasjonsmarkedet har rederiene skapt et stort avvik fra resten av offshore sektoren. Den betydelige tilgangen på kapital fra obligasjonsmarkedet er en faktor som har bidratt til en svært høy gjeldsgrad blant rederiene. Rederiene har tydelig ønsket å kapitalisere på gode rater gjennom en gjeldsfinansiert flåteekspansjon. Om gjeldsnivået i bransjen har vært forsvarlig sier tidligere styreleder i Havila Shipping, Per Sævik, følgende: «Vi ble fartsblind og mistet respekten for lån i milliardklassen. Når alle tenker likt, er det ingen

som tenker særlig mye» (Sundberg, 2016). Uttalelsen bidrar til å underbygge det som kan se ut som en uansvarlig, kredittfinansiert ekspansjon i offshore service-flåten (Flaaten & Økland, 2016a).



Figur 2.8: Utstedelse av ny obligasjonsgjeld til OSV. Milliarder kroner (Flaaten, 2017b)

Der figur 2.7 viser utestående obligasjonsgjeld ved årsslutt, viser figur 2.8 utstedelsen av ny obligasjonsgjeld til selskapene offshore. Fra 2012 ser man tydelig hvordan serviceselskapene står for desidert størst låneopptak i obligasjonsmarkedet. Like tydelig er den nær fullstendige uteblivelsen av nyutstedt obligasjonsgjeld til sektoren. Allerede opptatt gjeld til forfall er allerede svært betydelig, som vist i figur 2.7. Med utsikter til betydelig mislighold av eksisterende gjeld er långivere naturligvis mer tilbakeholdne i sine utlån (Flaaten, 2017b). Dette er ifølge Norges Rederiforbund (2017b) reflektert i hvordan selskapenes forventer mer begrenset tilgang på kapital i fremtiden.

Tilstedeværelsen av obligasjonsgjeld har virkinger utover finanskostnader og gjeldsgrad. Som tidligere nevnt er gjelden typisk med kort forfall, gjerne under 5 år. På den måten vil obligasjonseierne ha interesser i en betydelig andel av beløp til kortsiktig forfall, selv om lånebeløpet isolert sett er lite i forhold til bankenes utestående (Flaaten & Økland, 2016b).

Dette er en kilde til betydelig konflikt. Bankene har ofte lange relasjoner med sine kunder, og gjerne et langsiktig perspektiv. Konkurs er som regel ikke i en banks interesse, da de hovedsakelig sørger for avkastning på sitt utlån ved en langsiktig posisjon i selskapet. Utlånet er som regel sikret med pant i eiendeler eller aksjer. Banken er i hovedsak ikke interessert i å utøve pant ved konkurs, og dermed måtte tre inn som aksjonær eller skipseier og på den måten i praksis fungere som skipsreder. Obligasjonseierne kan derimot ha en mer kynisk og finansiell tilnærming til sine utlån. Konkurs er ofte mindre avskrekkende for obligasjonseierne hvis det medfører tilbakebetaling av utestående lån (Flaaten & Økland, 2016a). Som nevnt mangler disse utlånene som regel sikring, hvilket fjerner overtakelsesaspektet som er gjeldende for bankenes vedkommende. Dette kommer særlig til syne ved forhandlinger om restrukturering av gjeld i kriseperioder.

Som følge av at obligasjonseierne har betydelige beløp til forfall innen kort tid er deres interesser ivaretatt i selskapsretten når det gjelder restrukturering av gjeld. Med mindre 2/3 av obligasjonseierne stemmer for en restrukturering vil denne ikke kunne bli (Flaaten & Økland, 2016b). Å kjøpe seg opp i et selskaps obligasjonsgjeld er dermed en «billig» måte å skaffe seg betydelig innflytelse. Dette kom til syne i Solstad sin overtakelse av Rem Offshore i 2016. Førstnevnte selskap kjøpte seg opp i obligasjonsgjelden til Rem Offshore, blokkerte et forslag til restrukturering av gjelden og sørget for at et annet forslag som innebar fusjonering med Solstad ble stemt gjennom (Vosgraff, 2016a). Eksempelet illustrerer hvordan markedet for obligasjonsgjeld er en viktig brikke i spillet om hvordan selskap i offshore service må tilpasse seg til en ny markedssituasjon.

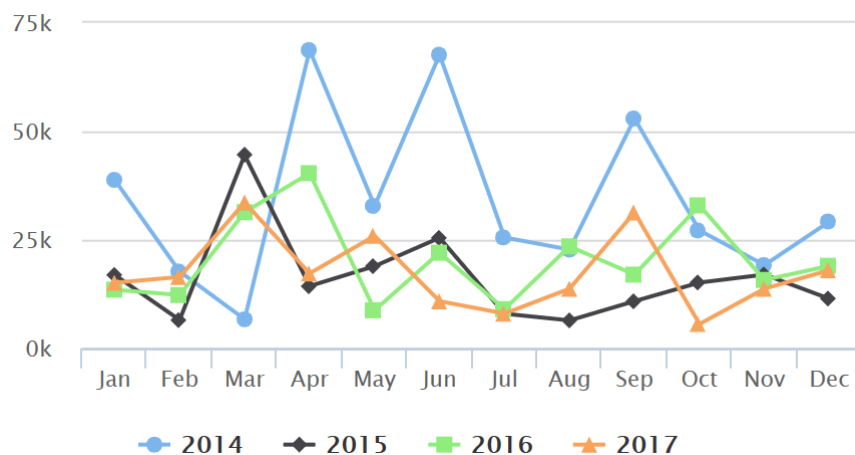
2.1.7 Dagens markedstilstand

Selskapene innen offshore service har måttet gjøre mange grep for å tilpasse seg nedgangen i oljepris fra 2014. Nedgangen i OSV-bransjen kom noe senere enn oljeprisfallet. Regnskapsmessig gjorde nedgangen seg gjeldende først fra 2015. Dette vises tydelig i kapittel 5.. Som følge av utstrakt tilstedeværelse av langsiktige kontrakter med petroleumsselskapene ble 2014 et år med god inntjening for bransjen, selv om oljeprisen falt betydelig midt i året.

En betydelig flåte- og gjeldsvekst har bidratt til å påvirke tilbuds- og etterspørselsforholdet i OSV-bransjen. Flere aktører har tatt til orde for at det er behov for omfattende restruktureringer og konsolideringer av selskap (Sundberg, 2016). I skrivende stund har flere selskap i bransjen fusjonert, og andre har måttet innlede gjeldsforhandlinger med sine kreditorer. Innledningsvis

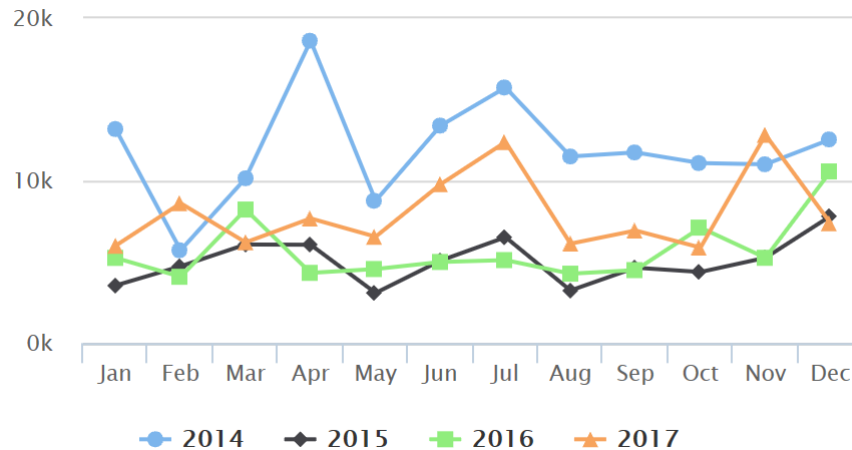
i delkapittelet følger en redegjørelse for markedsforholdene i spotmarkedet, før en oversikt over bransjens tonnasje i opplag følger. Avslutningsvis vil vi vurdere hvordan utsiktene til de forskjellige segmentene er fremover.

Som følge av redusert aktivitet i petroleumssektoren er det et høyt antall langvarige kontrakter som utløper (Sundberg, 2017b). Felles for de fleste kontraktene er inngåelse i forkant av redusert aktivitet offshore etter sommeren 2014, og at kontraktene ikke utlyses på nytt ved utløp. Dermed vil et betydelig antall fartøy stå uten arbeid. Et alternativ for disse er å være tilgjengelig i spotmarkedet. Som nevnt i delkapittel 2.1.2 gjelder dette for fartøy i PSV og AHTS-segmentene. Nedenfor følger to grafer som gir en fremstilling av ratenivået i nevnte segment. Det er viktig å understreke at grafene kun presenterer ratenivået i spotmarkedet. Selv om nedgangen i ratenivå fra 2014 er tydelig, er det nødvendig å merke seg at ratene nedenfor kun gjelder for den delen av tonnasje som ligger tilgjengelig i spotmarkedet. Per i dag utgjør denne delen av tonnasje en liten andel av den totale OSV-flåten.



Figur 2.9 Dagrater stor AHTS. Tusen GBP (Westshore, 2017)

Figur 2.9 viser tydelig hvordan ratenivået i spotmarkedet fluktuerer kraftig gjennom året. Behov for flytting og ankring av installasjoner varierer betydelig gjennom et år, blant annet påvirket av værforhold. Fluktueringene til tross: man observerer hvordan ratenivået gjennom året for store AHTS-fartøy i spotmarkedet er betydelig redusert fra 2014. Figur 2.10 gir samme informasjon for store PSV-fartøy.

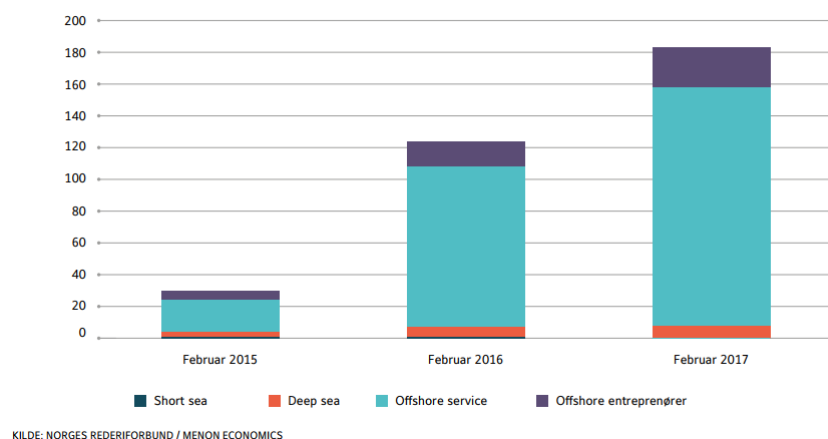


Figur 2.10 Dagrater stor PSV. Tusen GBP (Westshore, 2017)

Fra å ha hatt en gjennomsnittlig dagsrate i spotmarkedet på over GBP 10 000 i 2014 ser man tydelig effekten av oljeprisfallet fra samme år. Utviklingen sammenfaller med situasjonen for store AHTS-fartøy, med et betydeleg redusert inntjeningsgrunnlag for fartøyene som operer på kort sikt.

Selv om fartøyene som opererer i spotmarkedet kun representerer en begrenset del av flåten er ratenivåene presentert ovenfor relevant for å bidra til å forklare den betydelige tonnasjen i opplag. Med utløpte kontrakter og en inntjening i spotmarkedet som ofte er lavere enn driftskostnadene er opplag eneste alternativ for flere fartøy (Flaaten, 2017a). Figur 2.11 nedenfor viser hvordan konsekvensen av kontraktutløp og lav aktivitet i spotmarkedet har resultert i en betydelig økning i tonnasje i opplag fra 2015.

Figur 21: Utviklingen i antall skip og rigger i opplag fra 2015 til 2017



Figur 2.11: Utviklingen i antall skip og rigger i opplag fra 2015 til 2017 (Norges Rederiforbund, 2017b, s. 41)

Taktskiftet fra 2014 gjør seg også gjeldene vedrørende kontrahering av nye fartøy fra verftene. Ingen nye skip innen offshore service har blitt kontrahert i 2017. Dette står i sterk kontrast til våren 2015, der en betydelig tonnasje ble kontrahert. Hele 50 skip ble bestilt fra verftene dette året, etterfulgt av elleve kontraheringer i 2016 (Framstad, 2017). Omfanget av konsekvensene relatert til fall i oljepris var ikke umiddelbart åpenbart for rederiene, hvilket bidro til å forverre dagens situasjon ytterligere som følge av fortsatt høy kontrahering av skip.

Dagens marked for offshore service er preget av en tilbudsside som i stor grad overstiger etterspørsel etter fartøy i PSV og AHTS-segmentet (Framstad, 2017). I skrivende stund er dagratene i spotmarkedet for store AHTS lave, i en størrelsesorden fra GBP 14 til 20 000 (Strandli, 2017a). For PSV gjelder rater på rundt GBP 7 000 per døgn. For å forverre bildet ytterligere er disse ratene «høye», som følge av dårlig vær i Nordsjøen i november som medfører arbeidsetterslep og en kortvarig oppsving i ratenivå.

I CSV-segmentet er bildet annerledes. Delkapittel 2.1.2 pekte på at skip i dette segmentet utfører mer spesialiserte og komplekse oppgaver offshore. Dermed er spotmarkedet begrenset for CSV-skip. Fartøyene er tilpasset for spesifikke oppdrag for petroleumsselskapene, og inngår som en del av langsiktige konstruksjonsplaner for produksjonsfelt. Som en konsekvens opererer skipene i lange kontrakter med selskapene, og tar del i selve produksjonsarbeidet offshore, til forskjell fra AHTS og PSV som leverer mer standardiserte oppgaver. Dermed er CSV-skipene mindre utsatt for hurtige kostnadsbesparelser offshore, da de i større grad bidrar til å utføre petroleumsselskaperes kjerneaktivitet (Flaaten, 2016).

Det er utfordrende å si noe om ratenivået i CSV-segmentet, da skipstjenestene ikke omsettes åpent i spotmarkedet. Derimot er det kun fem fartøy i den norskkontrollerte flåten er i opplag (Sysla Maritim, 2017). Dette vitner om et segment som fremdeles er i høy aktivitet. Som analysen videre vil avdekke har CSV-segmentet fungert som en inntektsdriver gjennom kriseårene, og dermed innehatt en nøkkelrolle hva gjelder å forklare hvordan rederiene i forskjellig grad har kommet seg gjennom en turbulent tid siden sommeren 2014.

2.2 Om SolstadFarstad

Vi vil i denne delen gå gjennom bakgrunnsinformasjon om SolstadFarstad og om selskapene som inngikk i fusjonen. Deretter vil vi se på hvordan fusjonen ble gjennomført og hvilke implikasjoner dette har fått for selskapet slik det fremstår i dag. Til slutt vil vi se på generelle

trekk ved selskapet som er relevant for bransjen det opererer i, blant annet flåte og kontraktsdekning.

2.2.1 Historien om SolstadFarstad ASA

SolstadFarstad ASA er et nylig fusjonert offshore service-rederi. Rederiet er et resultat av fusjonen mellom Solstad, Farstad og Deep Sea, med Solstad som den overtakende part. Fusjonen ble formelt iverksatt 22. juni 2017. Etter fusjonen sitter Kjell-Inge Røkkes Aker og Ocean Yield (datterselskap av Aker) på en samlet aksjepost i SolstadFarstad på 23,1 %, John Fredriksens Hemen Holding på 17,22 %, Solstadfamilien på 6,47 % og Farstadfamilien på 1,5 %. Selskapets hovedkontor er lokalisert ved Solstads tidligere kontorer i Skudeneshavn i Karmøy Kommune. SolstadFarstads flåte består av 152 fartøyer; 33 CSV-skip, 64 PSV-skip og 55 AHTS-skip. SolstadFarstad er en betydelig aktør i det norske offshore markedet, men opererer i tillegg i Brasil, Australia, Afrika, Middelhavet, Storbritannia og Canada. Selskapet har kontorer i de fleste landene de opererer i. I enkelte av landene har de flere kontorer som stammer fra tiden før fusjonen, men disse er foreslått lagt ned i løpet av den nærmeste tiden. Selskapet har totalt over 3000 ansatte per 30.06.17, hvorav rundt 2700 er sjøfolk og i overkant av 400 er ansatt på land.

Solstad

Solstad ble opprettet i 1964 av kaptein Johannes Solstad. Solstad startet som et rent «dry cargo»-rederi. I 1972 kjøpte rederiet sitt første supplyskip, og holdt mellom 1973 og 1982 på med både offshore supply og frakt av dry cargo. Solstad ble børsnotert i 1997. 2016 var det første året rederiet ikke var kontrollert av Solstad-familien, da selskapet ble kjøpt opp av Aker i forbindelse med en fusjon mellom Solstad og REM offshore. Ved årsskiftet 2016/2017 hadde Solstad 61 skip og rundt 1300 ansatte.

Farstad

Farstad ble i 1956 etablert under navnet Sverre Farstad & Co som et rent shippingrederi. På begynnelsen av 1970-tallet kontraherte Farstad sitt første offshoreskip for å møte det fremvoksende markedet i Nordsjøen, som diskutert i kapittel 2.1.1. Denne trenden fortsatte gjennom 1970- og 1980-tallet. Mot slutten av 1980-tallet kjøpte Farstad opp skip fra andre betydelige aktører i offshore supply-markedet, og på slutten av 1980-tallet var de det største offshore-rederiet som opererte i Nordsjøen. Farstad ble børsnotert i 1988. Fra starten av 1990-tallet begynte de sin internasjonale ekspansjon, og per utgangen av 2016 hadde de kontorer i

Norge, Singapore, Brasil, Australia og Scotland. Ved årsskiftet 2016/2017 hadde de 56 skip og rundt 1500 ansatte.

Deep Sea

Deep Sea Supply ble formelt etablert i 2004, men ble operasjonalisert i 2005 etter å ha gått til innkjøp av 6 AHTS-fartøy. Selskapet ble børsnotert på Oslo Børs i 2005. Deep Sea Supply ble formelt flyttet til Kypros i 2006 av skattehensyn (Deep Sea Supply, 2016). I 2006 inngikk selskapet avtale om å kjøpe 22 nybygde fartøy. Selskapets største aksjonær har helt siden starten vært Hemen Holding som igjen er kontrollert av John Fredriksen. 2. juni 2016 annonserte Deep Sea sammen med Marine Harvest hadde de hadde inngått et samarbeid innen akvakultur. Deep Sea og Marine Harvest vil gjennom dette samarbeidet gå til innkjøp av 5 fartøy. Tanken er at Marine Harvest skal kunne dra nytte av Deep Seas erfaring med vanskelige offshoreoperasjoner. Fartøyene er forventet levert i perioden 2018-2019. Ved årsskiftet 2016/2017 hadde Deep Sea 37 skip og 290 ansatte.

2.2.2 Fusjonen

På bakgrunn av den tyngende situasjonen i OSV-bransjen den siste tiden har flere aktører etterlyst sammenslåinger som et naturlig resultat. Blant annet har Kristian Siem, styreleder for Siem Industries Plc, vært en initiativtaker til sammenslåinger i offshore supply-bransjen (Vosgraff, 2016b). 24. November 2016 kom nyheten om at Siem Oilservice hadde inngått en bindende avtale om å kjøpe seg inn i Farstad (Parr, 2016). 5. januar 2017 ble det imidlertid klart at Siem og Farstad ikke hadde kommet frem til en løsning som ble godtatt av kreditorene, og følgelig ble avtalen terminert (Frantsvold, Havnes, & Ytreberg, 2017).

6. februar 2017 kom nyheten om at den finansielle restruktureringen av Farstad var på plass, med påfølgende fusjon mellom Solstad, Farstad og Deep Sea (Oslo Børs, 2017). Dette var en avtale mellom Farstad, deres kreditorer og de største aksjonærene i Solstad og Deep Sea, henholdsvis Aker Kapital (datterselskap av Aker ASA) og Hemen Holding. De involverte partene beskriver avtalen som både en løsning på de utfordrende tidene i OSV-bransjen på kort sikt, samtidig som det vil danne grunnlaget for å bedre utnytte mulighetene i markedet som forventes å komme på lengre sikt. Fusjonen gjør at det nye selskapet blir verdens fjerde største OSV-rederi. Som overtakende selskap i fusjonen ble det klart at Solstad skulle være morselskap i den nye konstellasjon, og at hovedkontoret ville ligge ved Solstads kontorer i Skudeneshavn. Av børsmeldingen estimerer partene selv at synergieffekten av fusjonen vil

ligge i området 400-650 MNOK årlig. I Q2 2017-rapporten (SolstadFarstad ASA, 2017) til SolstadFarstad fremkommer det at det nye selskapet har spisskompetanse innen de ulike feltene: Solstad har bred CSV-kompetanse, Deep Sea leverer kostnadseffektive operasjoner til PSV-segmentet og Farstad har lang erfaring med AHTS-operasjoner.

Som nevnt var nyheten av 6. februar 2017 todelt, både en finansiell restrukturering av Farstad og en fusjon mellom selskapene. Restruktureringen av Farstad består både av en gjeldskonvertering og en finansieringsavtale. Gjeldskonverteringen består av at selskapets hovedlångivere konverter totalt 1,21mrd NOK i lån og avdrag til aksjer i Farstad. Videre ville konvertible obligasjonslån på tilsammen 1,4mrd NOK også bli omgjort til aksjer i Farstad. Aksjene i Farstad ville så bli gjort om til aksje i SolstadFarstad.

Finansieringsavtalen består både av en nedbetalingsavtale med långiverne og en egenkapitalinnhenting. Det fremkommer av børsmeldingen at den nye nedbetalingsavtalen med hovedlånegiverne består av at Farstad skal betale 10 % årlig av hovedstol frem til utgangen av 2021. I 2022 og 2023 skal Farstad betale 20 % årlig av hovedstol. Nedbetalingsavtalen fastslår videre at ingen av selskapets lån forfaller før utgangen av 2023. Som en motytelse forplikter Farstad seg til å ikke betale utbytte i perioden, ikke ta opp nye lån og kan heller ikke foreta nye egenkapitaltransaksjoner.

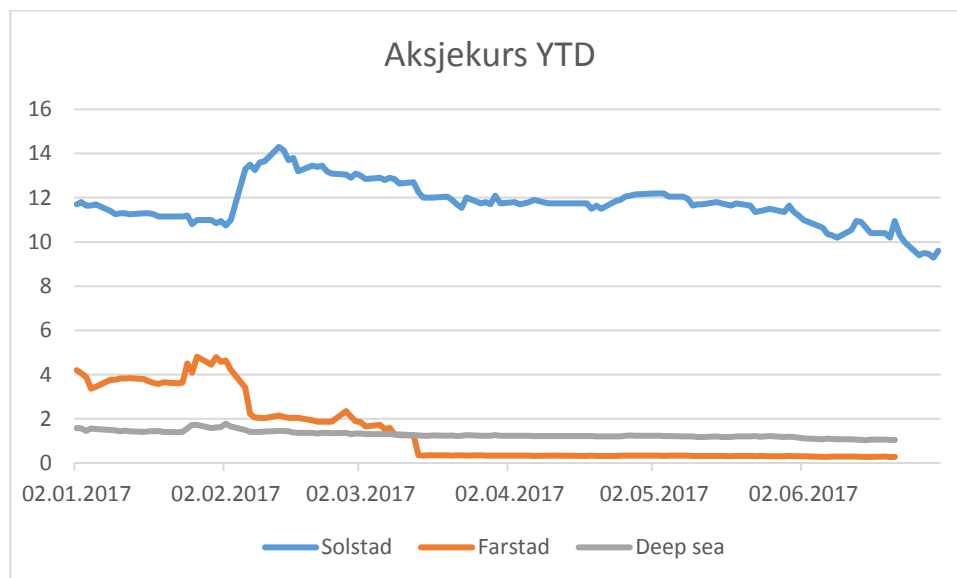
Finansieringsavtalen består også av en egenkapitalinnhenting. Hemen og Aker forplikter seg til å innhente 650 MNOK i ny egenkapital, i en såkalt "firm commitment underwriting". 450 MNOK skal Hemen og Aker selv skyte inn. 100 MNOK var forbeholdt obligasjonseiere, mens 100 MNOK var tiltenkt at eksisterende Farstad-aksjonærer skulle ha muligheten til å kjøpe aksjer for å beholde eierskap i selskapet. Det ble gjort klart at Aker ville gå inn med egenkapital ved å omgjøre et konvertibelt lån med hovedstol 250 MNOK, mens Hemen skulle gå inn med 200 MNOK i kontanter til Farstad.

23. mars sendte selskapene ut en melding om at styrene i de involverte selskapene hadde godkjent fusjonsavtalen (Strandli, 2017b).

24. april kom Konkurransetilsynet med melding om at de hadde konkludert med at fusjonen ikke ville hindre effektiv konkurranse, dette ga et endelig klarsignal for fusjonen (NTB, 2017b). På bakgrunn av denne klargjøringen fra konkurransetilsynet kunne SolstadFarstad bli registrert i selskapsregistret. Dette skjedde sammen dag. Sammen med denne børsmeldingen ble det gjort klart at forventet ferdigstillelse av fusjonen var 9. juni 2017.

22. juni kom meldingen om at fusjonen mellom de tre selskapene var ferdigstilt, nye aksjer ble utstedt og det nye styret i SolstadFarstad var satt. I denne børsmeldingen ble det klart at Hemen og Aker ikke hadde solgt alle aksjene som det ble klart at de garantert for 6. februar. Som et resultat av dette ble de selv eiere av disse aksjene. Aker med sine datterselskaper eide ved fusjonsdatoen 23,1 % av aksjene i SolstadFarstad, Hemen 16,1 % av aksjene og Solstadfamilien 7,2 % av aksjene. Tyrholm & Farstad, som er eierselskapet til Farstadfamilien satt etter fusjonen på 1,5 % av aksjene i SolstadFarstad. 26. juni 2017 var første dag hvor aksjen ble omsatt på Oslo Børs.

Som vi ser av figur 2.12 førte meldingen om fusjonen til reaksjoner i markedet. Solstadaksjen fikk en markert oppgang 6. februar, men Farstadaksjen fikk en betydelig nedgang. Deep Sea-aksjen var relativt stabil etter nyheter.



Figur 2.12: Aksjekurs YTD, Solstad, Farstad, Deep Sea

SolstadFarstad beskriver selv at målet med fusjonen er å kutte kostnader for selskapet som helhet. I Q3-rapporten beskriver SolstadFarstad at de ønsker å kutte kostnader gjennom å redusere landorganisasjonen. Denne prosessen ble startet kort tid etter fusjonen. Allerede 24. august meldte SolstadFarstad at de ville si opp 35 ansatte ved Farstads kontor i Ålesund (Helgesen & Stige, 2017). Videre ønsker SolstadFarstad å redusere antall kontorer ved å slå sammen kontorer der de har to eller flere i samme by. Ved å bli en betydelig større aktør ønsker SolstadFarstad å få til bedre innkjøpsavtaler med leverandører samt å få bedre lånebetingelser som resulterer i lavere lånekostnader.

2.2.3 Flåtesammensetning

SolstadFarstad har etter fusjonen totalt 152 skip. Av disse kommer 59 skip fra Solstad, 56 fra Farstad og 37 skip fra Deep Sea. Rederiet har 33 CSV skip, 55 AHTS skip og 64 PSV. Som tidligere omtalt har rederiet 5 skip i bestilling som er forventet levert i løpet av 2018 og 2019. Dette er skip som skal benyttes i et joint venture mellom SolstadFarstad og Marine Harvest.

	Antall	Gj.snittsalder
CSV	33	8,85
Solstad	26	9,00
Farstad	7	8,29
PSV	64	7,73
Solstad	17	7,94
Farstad	22	10,27
Deep Sea	25	5,36
AHTS	55	11,29
Solstad	16	12,06
Farstad	27	11,26
Deep Sea	12	10,33
Totalt	152	9,26

Tabell 2.1: Flåtesammensetning, SolstadFarstad

De ulike selskapene som inngår i fusjonen har sin hovedvekt i ulike segmenter. I kvartalspresentasjonen for Q2 argumenterer SolstadFarstad for selskapet CSV-kompetanse kommer fra Solstad, som har flest CSV-skip, og er kjent for sin høyteknologiske flåte. Solstad har siden 1999 satset mye å bygge en konkurransedyktig CSV-flåte. Deep Sea har størsteparten av flåten sin i PSV-segmentet og har spesialisert seg på å være kostnadsledende innen dette segmentet. Farstad har sin hovedvekt på AHTS-skip, noe de har hatt over lang tid og de har følgelig mye erfaring fra AHTS-arbeid. I kvartalspresentasjonen hevdes det at selskapene i stor grad utfyller hverandre hva gjelder kompetanse innenfor de ulike segmentene.

Av tabell 2.1 ser vi at gjennomsnittsalderen til SolstadFarstads flåte er 9,26 år. Gjennomsnittsalderen til de ulike segmentene varierer i stor grad. Vi ser at AHTS-flåten jevnt over består av eldre skip sammenlignet med de andre segmentene. PSV-segmentet består derimot av nyere skip, dette kommer særlig som følge av at Deep Sea har flere nye PSV-skip. CSV-flåten har en gjennomsnittsalder på 8,85 år, altså noe lavere enn gjennomsnittet for flåten sett under ett.

Av flåten på 152 skip ligger 51 i opplag, dette fordeler seg på 24 AHTS-skip, 23 PSV-skip og 4 CSV-skip (Sysla Maritim, 2017). Denne skjevfordelingen kan forklares med at AHTS- og PSV-skip i større grad går på kortere kontrakter og i spotmarkedet, mens CSV-skip i hovedsak er på kontrakter av lengre varighet. Mye av grunnen til dette er kompleksiteten til oppgavene og arbeidsoppgavene varighet. Videre ser vi at 24 av skipene går i spotmarkedet. Det er per mai 2017 77 skip, altså 50,66 % av de totale skipene, som satt med kontrakt. Av disse kontraktene varer 23,68 % av kontraktene til 2018 eller lengre.

Det skal likevel nevnes at det er store forskjeller mellom de ulike skipssegmentene hva gjelder kontraktsdekning. Tabell 2.2 viser kontraktsdekningen splittet på de ulike skipssegmentene.

	>=2017		>=2018		Spotmarkedet	
	Antall	Prosent	Antall	Prosent	Antall	Prosent
CSV	27	81,82 %	13	39,39 %	2	6,06 %
PSV	33	51,56 %	14	21,88 %	8	12,50 %
AHTS	17	30,91 %	9	16,36 %	14	25,45 %
Totalt	77	50,66 %	36	23,68 %	24	15,79 %

Tabell 2.2: Spotmarked og kontraktsdekning, 2017 og 2018

Som vi ser er kontraktsdekningen for CSV-skip på 81,82 % for 2017. Mye av grunnen til dette er at skipene er spesialtilpasset ulike operasjoner som gjerne er av lengre varighet, og det er dermed naturlig å ha kontrakter som strekker seg over lengre perioder. Lange kontrakter sikrer inntjening fremover i tid, og gir på denne måten finansiell stabilitet for SolstadFarstad.

Som vi diskuterte i kapittel 2.1.7 er PSV-segmentet preget av overkapasitet og et langt lavere ratenivå nå enn hva som var situasjonen i 2013. SolstadFarstads utnyttelsesgrad for PSV-skip var 51,56 % i 2017. Kontraktene for PSV-skip er ofte langt kortere enn hva som er tilfellet for CSV-skip, dette fører til at utnyttelsesgraden ofte blir langt lavere i tider med lavere aktivitet i oljebransjen. Vi ser av tabell 2.2 at dette er tilfellet for SolstadFarstad.

For år 2017 har bare 30 % av AHTS-skipene kontrakter, og det er dermed det segmentet med lavest kontraktsdekning for 2017 for SolstadFarstad. Kontraktsdekningen går ned i 2018, men ikke like mye ned som PSV-dekningen. At kontraktsdekningen går noe ned er naturlig da kontraktene innen AHTS-segmentet som regel er noe kortere enn spesielt CSV-segmentet.

2.2.4 Internasjonal aktivitet

SolstadFarstad har en betydelig andel av sine inntekter fra internasjonal aktivitet. Tabell 2.3 viser den relative andelen de ulike markedene står for. Tallene er basert på 2016-regnskapene, vektene vil dermed bære preg av at ulike markeder er preget ulikt av nedgangskonjunkturen i OSV-markedet. Vi ser av tabell 2.3 at for SolstadFarstad er Sør-Amerika, herunder særlig Brasil, det viktigste markedet. Nordsjøen står for 25,91 % av driftsinntektene til selskapet. SolstadFarstad har i tillegg betydelig aktiviteter i Asia og Australia, dette markedet står for 27,44 % av den samlede driftsinntekten. Det er noe aktivitet i Mellom- og Nord-Amerika, Middelhavet og Afrika i tillegg, men dette utgjør ikke de mest sentrale markedene for SolstadFarstad.

	Solstad	Farstad	Deep Sea	Totalt
Nordsjøen	34,00 %	15,83 %	42,16 %	25,91 %
Mellom- og Nord-Amerika	17,00 %	9,16 %	4,03 %	12,39 %
Middelhavet/Europa	1,00 %	0,80 %	7,29 %	1,33 %
Afrika	7,00 %	2,89 %	0,64 %	4,61 %
Sør-Amerika	17,00 %	38,49 %	33,10 %	28,32 %
Asia	24,00 %	32,83 %	12,78 %	27,44 %
Totalt	100,00 %	100,00 %	100,00 %	100,00 %

Tabell 2.3: Geografiske lokasjoner, SolstadFarstad

2.3 Konkurrenter

For å kunne vurdere hvordan SolstadFarstad presterer i forhold til resten av markedet er vi avhengig av å ha et sammenligningsgrunnlag. Det finnes ingen offisiell kilde på OSV-markedet som helhet, og vi er dermed avhengig av å konstruere dette sammenligningsgrunnlaget. Dette vil vi gjøre gjennom å velge ut relevante konkurrenter som til sammen vil utgjøre vår bransjesammenligning.

Det finnes mange aktører i OSV-bransjen, men for at vi skal få et bransjeutvalg som best speiler de virkelige konkurrentene til SolstadFarstad vil vi benytte de konkurrentene som har likest mulig flåtesammensetning. Som vi har sett tidligere påvirkes de ulike segmentene ulikt av svingningene i bransjen. For å ikke få variasjon mellom selskapene som i for stor grad påvirkes av flåtesammensetning anser vi det som viktig å velge konkurrenter som ikke avviker i for stor grad fra SolstadFarstad.

Videre har vi vurdert hvorvidt vi skal se på utelukkende norske selskaper eller om vi skal inkludere internasjonale konkurrenter. Vi vurderer det dithen at på grunn av de mange reguleringene som påvirker hvor selskapene kan operere og kostnadsnivå (se kapittel 4.1.1), vil det gi et best mulig bilde av markedet SolstadFarstad opererer ved kun å inkludere norske selskaper. Det faktum at mange av sammenlignbare konkurrenter opererer på mange av de samme stedene internasjonalt gjør at denne forenklingen står seg.

Videre har vi valgt å kun se på selskaper som er notert på Oslo Børs. Grunnen til dette er at det vil gjøre at vi får betraktelig bedre informasjonstilgang enn om vi hadde valgt selskaper som ikke var notert. Som vi har sett tidligere i kapittel 2.1.7 er dette en bransje som er inne i utfordrende tider og hvor det skjer stadige endringer. Behovet for oppdatert og utfyllende informasjon øker dermed, dette taler for at vi lager et bransjeutvalg som kun består av noterte selskaper. Videre er det et sentralt poeng at de aller største aktørene i OSV-bransjen faktisk er noterte, og vi opplever dermed ikke noe informasjonstap ved å ekskludere ikke-noterte selskaper.

Vi har valgt å ta utgangspunkt i følgende konkurrenter: DOF ASA, Havila ASA og Siem Offshore ASA. Sammen med SolstadFarstad utgjør dette en stor del av den norske OSV-bransjen, og vi anser det derfor som et utvalg som gir et godt bilde på bransjen som helhet.

2.3.1 DOF

DOF ASA, tidligere District Offshore AS, ble etablert på Austevoll i Hordaland i 1981. Hovedkontoret til DOF ligger fortsatt på Austevoll. Selskapet ble børsnotert i 1997. Det var per utgangen av 2016 4072 ansatte totalt i DOF. DOF opererer i Norge samtidig som de har en sterk internasjonal tilstedeværelse. DOF har aktivitet i flere av de samme områdene som SolstadFarstad, og har en betydelig mengde kontorer rundt om i verden hvor de har sin aktivitet.

DOF hadde ved utgangen av 2016 68 skip totalt. Av dette er 31 CSV-skip (45,59 %), 20 AHTS-skip (29,41 %) og 17 PSV-skip (25 %). DOF er altså et svært CSV-tungt rederi. Som tidligere nevnt utfører CSV-skip mer arbeidsintensive operasjoner enn de andre skipssegmentene. Dette bidrar til å forklare at DOF har så mange ansatte. Gjennomsnittsalderen på DOFs flåte er 9,6 år (Q2 rapport 2017). Per 1. november hadde DOF 5 skip i opplag.

DOF hadde per 31.12.2016 totalt 25mrd NOK i balanseførte anleggsmidler og rentebærende gjeld var 19,6mrd NOK. Kontantbeholdningen var på dette tidspunktet 2,1mrd NOK. Denne situasjonen er kraftig forbedret i løpet av 2016 ettersom de i august 2016 restrukturerte gjelden og foretok en rettet emisjon mot aksjonærene. Totalt sank den rentebærende gjelden med over 3mrd NOK som følge av restruktureringen. I tillegg forhandlet DOF frem en avdragsreduksjon på 1,3mrd NOK. Forventet likviditetseffekt var per august 2016 4,5mrd NOK over en femårsperiode.

2.3.2 Havila

Havila Shipping, tidligere Sævik Supply, ble etablert i 1981 da Per Sævik kjøpte sitt første offshore supply-skip. Havila har i dag hovedkontor i Fosnavåg, altså samme sted som Farstad hadde sitt hovedkontor. Selskapet ble børsnotert i 2003. Per utgangen av 2016 var det totalt 460 ansatte fordelt på 30 ansatte på land og 430 sjøfolk. Selskapet har kontor i Aberdeen, Brasil og Singapore. Havila opererer i hovedsak i Nordsjøen, men er også tilstedeværende i Asia, Brasil, Vest-Afrika, Malaysia og Sør-Kina.

Havila hadde ved utgangen av 2016 26 skip. Av dette er 3 (11,11 %) CSV-skip, 9 AHTS-skip (33,33 %) og 14 PSV-skip (51,85 %). Havila er den minste konkurrenten i bransjegrundet hva gjelder både antall skip og balanseført verdi på skipene. Gjennomsnittsalderen på Havilas flåte er 9,7 år (per utgangen av 2016), noe som altså er noe høyere enn SolstadFarstad. Per 1. november 2017 hadde Havila 5 skip i opplag.

Den økonomiske situasjonen i Havila har vært et tema som har fått mye oppmerksomhet i media det siste året. Selskapet måtte foreta store nedskrivninger av eiendelene i 2016. De betalte tilnærmet null i renter eller avdrag på lån fra februar 2016 til februar 2017. Som følge av dette ble en gjeldspost 6,1mrd NOK klassifisert som kortsiktig rentebærende gjeld på grunn av brudd på lånebetingelsene, samtidig som eiendelene hadde en bokført verdi på 4,9mrd NOK. Februar 2017 ble det derimot klart at Havila hadde inngått avtale med kreditorene om en restrukturering av gjelden. Dette er oppgitt i årsrapporten for 2016 til å ha en positiv nettoeffekt på 1,6mrd NOK.

2.3.3 Siem

Siem Offshore ble etablert i 2005 da det ble fisjonert fra selskapet Subsea 7. Siem er registrert på Cayman Island, men har hovedkontor i Kristiansand. I tillegg har Siem kontorer i de fleste

markeder det opererer, dette er flere av de samme landene som SolstadFarstad og de andre konkurrentene. Siem hadde per utgangen av 2016 totalt 1058 ansatte, inkludert både landansatte og sjøfolk.

Siem har 45 skip, dette fordeler seg på 14 PSV-skip (30,43 %), 11 AHTS-skip (23,91 %) og 20 CSV-skip (43,48 %). Rederiet er altså ganske CSV-tungt, selv om det har en betydelig mengde skip innen de to andre segmentene. Målt etter antall skip er Siem det tredje største OSV-rederiet i Norge i dag. Gjennomsnittlig alder på skipene til Siem er 6,37 år, flåten er altså ung sammenlignet med konkurrentene.

Siem har, som de andre rederiene i OSV-markedet, også merket den utfordrende situasjonen. De tre første kvartalene i 2017 har Siem gått 113,6 MUSD i underskudd. 20. November 2017 sendte Siem ut en melding om at de ønsker å inngå en gjeldsrestruktureringsavtale med långiverne. For å lettere komme seg igjennom den utfordrende tiden ønsker Siem blant annet å redusere gjeldsavdragene (Sundberg & Framstad, 2017).

3. Valg av metode for verdsettelse

Vi vil i dette kapittelet gjøre rede for de ulike metodene for verdsettelse som er innenfor rammene av faget denne masterutredningen baserer seg på. Videre vil vi presentere vårt valg av verdsettelsesteknikk før vi til slutt går igjennom rammeverket for teknikken vi velger å benytte oss av.

3.1 Metoder for verdsettelse

Som nevnt tidligere er formålet med å verdsette et selskap å finne ut hva egenkapitalen til selskapet er verdt. Denne verdsettelsen vil videre sammenlignes med børsverdien for å finne ut om selskapet er over- eller underpriset. Dette vil gjøre oss i stand til å kunne gi en handlingsstrategi for selskapets eksisterende eller potensielle aksjonærer.

I verdsettelseslitteratur (Damodaran, 2012; Penman, 2013; Palepu, Healy, & Bernard, 2004) er det i hovedsak tre ulike metoder å verdsette et selskap og/eller eiendeler på: Fundamental-, komparativ og opsjonsbasert verdsettelse. Hver av disse verdsettelsesmetodene har sine fordeler og ulemper. Hvilken metode som man velger å basere verdsettelsen på vil avhenge av flere forhold. Selv om det er tre ulike metoder, utelukker ikke bruk av den ene metoden bruk av den andre. De forskjellige metodene vil være med å underbygge hverandre for å sikre at en får best mulig verdiestimat. Vi vil videre presentere de ulike metodene, si noe om fordelene og ulempene med dem og vurdere hvorvidt de vil være egnet til å verdsette SolstadFarstad gitt de forhold vi står ovenfor hva gjelder informasjonstilgang, selskapets bransje og selskapet for øvrig.

3.1.1 Fundamental verdsettelse

I en fundamental verdsettelse lager man et estimat på regnskapstall for fremtiden, dette benyttes for å si hvor mye selskapet er verdt i dag. Analysen tar utgangspunkt i historisk regnskapsdata, og framskrivingen av inntjeningen til selskapet baserer seg på informasjon om underliggende forhold for selskapet og bransjen for øvrig. Som i verdsettelsesfaget for øvrig, må man i en fundamental verdsettelse gjøre flere subjektive antagelser noe som vil føre til at det hefter en del usikkerhet rundt selve verdiestimatet. Med denne usikkerheten mener Penman (2013) at fundamental verdsettelse gir rom for verdsettere med forutinntatte meninger om selskap og/eller bransjen. Fremtidige kontantstrømmer, som utgjør grunnlaget for verdsettelse,

vil i særlig stor grad kunne påvirkes av subjektive oppfatninger om sentrale forhold som driftsinntektsvekst, utvikling driftsmargin og driftseiendelers omløpshastighet.

Penman (2013) presenterer en 5-steps modell for fundamental verdsettelse. Det første steget er å gjøre en strategisk analyse, dette gjøres for å bli kjent med selskapet og bransjen selskapet opererer i. Videre skal man analysere historiske regnskapsdata. Deretter lager man prognoser for fremtidig avkastning basert på historisk regnskapsdata og den strategiske analysen. I det neste steget konverterer man denne framskrivningen til en verdsettelse av selskapet. Basert på denne verdsettelsen kommer man opp med en handlingsstrategi for nåværende eller nye aksjonærer.

Fundamental verdsettelse krever god informasjonstilgang, og den egner seg derfor best på selskaper hvor denne informasjonstilgangen foreligger. Dette gjør at det ofte er best å benytte denne metoden for selskaper høy til moden fase av livssyklusen for selskaper, og som regel på selskaper som er børsnotert. Damodaran (2012) argumenterer for at det ikke er praktisk mulig å estimere kontantstrømmer for evig tid. Han mener derfor man bør fastsette en analyseperiode hvor kontantstrømmer estimeres, for så å vurdere nåverdien av det etterfølgende horisontleddet.

I verdsettelseslitteratur presenteres gjerne to ulike metoder for å gjøre en fundamental verdsettelse: egenkapitalmetoden og selskapskapitalmetoden. Utgangspunktet for de to ulike metodene er likt, men kontantstrømmen og diskonteringsrenten som benyttes er ulikt. Dersom man benytter metodene riktig vil de gi samme resultat. I praksis vil man oppleve at metodene ikke gir samme resultat. Grunnen til dette er at man benytter budsjetterte vekter. For å få likt resultat vil man derfor oppdatere vektene i de ulike metodene, på denne måten vil resultatet i de to modellene konvergere.

Egenkapitalmetoden

Egenkapitalmetoden gjøres ved å neddiskontere forventet fri kontantstrøm til egenkapital. Det vil si residualkontantstrømmen etter selskapet har møtt alle sine forpliktelser, det være seg renter, tilbakebetaling av gjeld, skatteforpliktelser og ny- og reinvesteringer. Dette er den mest brukte metoden, men man kan også neddiskontere forventet utbytte, superprofitt og vekst i superprofitt. Ved korrekt anvendelse vil disse metodene gi samme resultat. Formelen under viser beregningen etter egenkapitalmetoden basert på *fri kontantstrømt til egenkapital-*

modellen. Modellen er basert på at det foreligger konstant vekst fra tid T+1 og i uendelig tid fremover. De ulike modellene diskuteres ytterligere i kapittel 11.

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

Selskapskapitalmetoden

Selskapskapitalmetoden er av Damodaran (2012) beskrevet som en indirekte metode å verdsette egenkapitalen. Man neddiskonterer forventet fri kontantstrøm til selskapet etter å ha dekket alle driftsutgifter, reinvesteringer, skatteforpliktelser, men før utbetalinger til gjeldsnedbetaling og egenkapital. For å finne verdien av egenkapitalen må man trekke fra virkelig verdi av netto rentebærende gjeld. Som avkastningskrav benytter man her WACC, altså vektet gjennomsnittlig kapitalkostnad. I selskapskapitalmetoden legger man de samme fire modellene til grunn som ble nevnt under egenkapitalmetoden. I selskapskapitalmetoden kan man benytte enten sysselsatt- eller netto driftskapitalkapital som utgangspunkt for å beregne verdien av egenkapitalen.

3.1.2 Komparativ verdsettelse

Målet med komparativ (relativ) verdsettelse er å verdsette et selskap/eiendel basert på hva sammenlignbare selskap/eiendeler er priset til i det åpne markedet. I komparativ verdsettelse benytter man tall fra sammenlignbare selskaper for å verdsette et selskap. I en komparativ verdsettelse forutsetter man at de sammenlignbare selskapene er riktig priset i markedet. Komparativ verdsettelse er en mye brukt metode i praksis, mye fordi den er lite tidkrevende og krever mindre forutsetninger om framtidsutsiktene sammenlignet med fundamental verdsettelse. Utfordringen med komparativ verdsettelse er at det ofte er vanskelig å finne selskaper som er direkte sammenlignbare. I praksis vil det være lett for en analytiker å velge selskaper og forholdstall som gir et ønsket, men ikke nødvendigvis riktig, resultat.

Multiplikatormodellen

I multiplikatormodellen benytter man forholdstall fra sammenlignbare selskaper for å finne verdien av selskapet. Det finnes ifølge Damodaran (2012) to metoder for å finne dette, egenkapitalmetoden og selskapskapitalmetoden. Knivsflå (2017o) argumenterer for at selskapskapitalmetoden er den beste da man ikke trenger ta hensyn til effekten av kapitalstruktur. Multiplikatormodellen kan deles inn i fem ulike steg. Først må man finne en

passende basis. Valget av basis vil påvirke hvilken metode man benytter i modellen. Videre må man finne komparative virksomheter. Damodaran (2012) argumenterer for at dette er en svakhet med multiplikatormodellen da det ofte er vanskelig å finne selskaper som er direkte sammenlignbare. Dette kan ofte gjøres ved å øke antall komparative virksomheter, Damodaran mener gjennomsnittet i mange tilfellet vil utjevne forskjellene mellom de komparative virksomhetene. Til slutt sammenholder man multiplikatoren for de komparative virksomhetene med basisen for selskapet man verdsetter.

Denne modellen er som nevnt en kostnadseffektiv verdsettelsesmodell, man utarbeider for eksempel ikke fremtidsregnskap som man gjør i en fundamental verdsettelse. Framtidsutsiktene tas implisitt hensyn til gjennom at man forutsetter at markedet har priset inn framtidsutsiktene i de komparative selskapene. Multiplikatormodellen kan ifølge Damodaran være et godt supplement til fundamental verdsettelse da den krever mindre forutsetninger og vil dermed kunne være mer nøytral enn fundamental verdsettelse.

Substansverdimodellen

I substansverdimodellen vurderer man eiendelene til et selskap til å være lik salgsverdien eller den estimerte salgsverdien til tilsvarende eiendeler for andre selskaper. Verdien til egenkapitalen blir da den estimerte verdien til eiendelene fratrukket selskapets gjeld. Denne metoden vil ofte kunne gjøre seg gjeldende for selskap som opererer i en bransje hvor det er enkelt å finne salgsverdien på eiendelene. Utfordringen med denne modellen er at det ofte kan være vanskelig å finne salgsverdien på sammenlignbare eiendeler. Grunnen til dette er blant annet at eiendelene ofte vurderes til historisk kost i komparative selskapers regnskap og at det ikke eksisterer et velfungerende marked for mange eiendelstyper.

3.1.3 Opsjonsbasert verdsettelse

Som tidligere nevnt er verdien på en eiendel gitt som nåverdien av den forventede kontantstrømmen denne eiendelen vil generere. Dette er grunnlaget for fundamental verdsettelse. I opsjonsbasert verdsettelse ser man på kontantstrømmen en eiendel vil generere dersom den er avhengig av at en spesifikk hendelse skal inntreffe. Denne verdien vil så bli lagt sammen med den statiske, fundamentale verdien som ble redegjort for under presentasjonen om fundamental verdsettelse. Damodaran argumenterer for at denne modellen viser at verdien av egenkapitalen til et selskap kan være større enn hva den neddiskonterte kontantstrømmen

skulle tilsi. Et eksempel på en hendelse kan for eksempel være å enten forlenge en kontrakt eller si i fra seg en kontrakt ved dens utløp.

Utfordringen med opsjonsbasert verdsettelse er at det forutsetter at man kan fastsette utøvelsesprisen for opsjonen. Dette gir mening når man står overfor finansielle opsjoner. I verdsettelse vil man derimot stå ovenfor realopsjoner, noe som i sin natur er mer komplisert å fastsette prisen for enn finansielle opsjoner. Grunnen til dette er at realopsjoner i liten grad handles på det åpne markedet. I tillegg vil det være en utfordring knyttet til å fastsette tidshorizonten på en realopsjon gjennom at det sjeldent er et fastsatt opsjonstidspunkt.

3.2 Valg av verdsettelsesteknikk

Det er flere hensyn som må vurderes ved valg av verdsettelsesteknikk. Blant annet vil bransjeegenskapene, modenheten til selskapet, hvorvidt vi forutsetter fortsatt drift, tilgangen på informasjon og tid til rådighet være relevante momenter å vurdere for hvilken teknikk vi benytter.

Hvorvidt bransjen fremstår som «enkel» å verdsette vil spille inn på hvilken verdsettelsesteknikk man velger å benytte. Knivsflå (2017o) foreslår å benytte substansverdimodellen på shippingbransjen fordi han mener det er en bransje hvor man enkelt finner verdien på eiendelene. Gitt de økonomisk utfordrende tidene i bransjen er det knyttet større usikkerhet til verdierestimaterne av eiendelene. Substansverdimodellen vil derfor ikke nødvendigvis være den beste modellen å benytte for SolstadFarstad.

En forutsetning for fundamental verdsettelse er at fortsatt driftsforutsetningen gjelder. Av revisjonsberetningen for 2016 er forutsetningen om fortsatt drift oppfylt for alle tre selskapene som inngikk i fusjonen i SolstadFarstad. Det faktum at det nylig er gjennomført en restrukturering av gjelden taler for at fortsatt drift-forutsetningen kan legges til grunn. Dette taler for å benytte fundamental verdsettelse.

Selv om vi kun har én kvartalsrapport for selve SolstadFarstad, så har alle tre selskapene som inngår i fusjonen vært børsnotert i over 10 år. Dette gjør at vi samlet for det nye konsernet har tilstrekkelig med informasjon til å gjøre det grundige arbeidet som ligger bak en fundamental verdsettelse.

Basert på diskusjonen ovenfor velger vi å benytte oss av fundamental verdsettelse som hovedteknikk. Som nevnt i innledningen til dette kapittelet er ikke de tre teknikkene utelukkende alternativer, men ment til å supplere hverandre. Multiplikatormodellen og substansmodellen vil gi ytterligere informasjon om usikkerheten bak den fundamentale analysen. Opsjonsbasert verdsettelse krever som nevnt inngående kunnskap som vil være vanskelig for en ekstern verdsetter å inneha, og dermed vil vi ikke benytte denne metoden i vår verdsettelse.

3.3 Rammeverk for fundamental verdsettelse

I denne delen vil vi presentere de 5 ulike stegene som inngår i en fundamental verdsettelse.

Steg 1: Strategisk analyse

I denne delen vil vi analysere hvorvidt SolstadFarstad har en strategisk fordel eller ulempe. Analysen vil ta for seg både de eksterne, bransjeorienterte aspektene og de interne, ressursbaserte aspektene for å vurdere SolstadFarstads strategiske posisjon. Selskapets strategiske posisjon vil videre vurderes relativt til deres konkurrenter. Bakgrunnen for denne analysen er å få utvidet innsikt om de underliggende, økonomiske forholdene i bransjen og SolstadFarstad til bruk i videre analyse.

Steg 2: Regnskapsanalyse

I regnskapsanalysen tar vi for oss historisk regnskapsdata i form av års- og kvartalsrapporter. Siden det per september 2017 kun foreligger én kvartalsrapport for selskapet, vil vi benytte oss av «trailing» for å lage et estimat på årsregnskapet for 2017. Formålet med regnskapsanalysen er å avdekke historisk utvikling i økonomiske forhold. For å kunne dra nytte av regnskapsanalysen til et verdsettelsesformål er det nødvendig å normalisere regnskapstallene til et mer investororientert syn, i tillegg til å vurdere om det er nødvendig å justere for målefeil i regnskapsdataene.

Videre vil vi i regnskapsanalysen gjøre forholdstallanalyser for å belyse risiko og rentabilitet for SolstadFarstad. Risiko analyseres gjennom likviditets- og soliditetsanalyser. Dette danner grunnlaget for en syntetisk rating. Ved å sammenholde rentabilitet med kapitalkravene vil vi kunne tallfeste en eventuell drifts- og finansieringsfordel. Regnskapsanalysen vil så sammenholdes med den strategiske analysen for å få en strategisk regnskapsanalyse.

Steg 3: Fremtidsregnskap

Basert på kunnskap fra den strategiske regnskapsanalysen og kvalitativ innsikt fra steg 1 vil vi estimere selskapets fremtidsregnskap. Ved hjelp av relevante budsjett drivere vil vi i denne delen lage et estimat på både resultat, balanse og kontantstrøm fremover i tid. Videre vil vi også estimere det fremtidige avkastningskravet.

Steg 4: Fundamental verdsettelse

Selve verdsettelsen gjøres på bakgrunn av utarbeidet fremtidsregnskap og tilhørende krav. Som nevnt tidligere kan en fundamental verdsettelse gjøres etter to ulike metoder, egenkapitalmetoden og selskapskapitalmetoden. Begge metodene vil gi et estimat på egenkapitalverdien. Dersom man benytter konsekvent vektig mellom de to metodene vil de gi likt egenkapitalestimat. Det endelige verdiestimatet vil vi finne frem til ved å benytte en stegvis konvergeringsprosess. Verdiestimatet vil være et punkttestimat, noe det følgelig er knyttet usikkerhet til. Vi vil derfor benytte sensitivitetsanalyser og simuleringer for å teste robustheten av verdiestimatet.

Steg 5: Handlingsstrategi

I denne delen vil vi sammenligne verdiestimatet fra steg 4 med børskurs. Basert på denne sammenligningen vil vi lage en handlingsstrategi for potensielle eller nåværende aksjonærer i SolstadFarstad.

4. Strategisk analyse

Vi vil i dette kapittelet gjennomføre en strategisk analyse av SolstadFarstad og av markedet SolstadFarstad opererer i. Kapittelet innledes med analyse av bransjeforhold, der en PESTEL-analyse vil benyttes. Videre vil vi analysere lønnsomhetspotensialet i bransjen ved bruk av en analyse av «Porter's five forces». Videre vil vi vurdere hvorvidt ressursene til SolstadFarstad gir opphav til konkurransefortrinn. Avslutningsvis i kapittel 4 vil vi oppsummere analysene i en SWOT-analyse.

4.1 Analyse av bransjeforhold – PESTEL

En PESTEL-analyse avdekker og systematiserer makroforhold som omkranser en bransje, altså forhold som aktører innad i bransjen ikke har direkte påvirkningskraft over. De eksterne forholdene utgjør industriens rammevilkår, og følgelig er en analyse av endringer og trender i omgivelsene sentralt for å verdsette et selskap. Rammeverket sorterer de eksterne forholdene i politiske, økonomiske, sosiokulturelle, teknologiske, miljømessige og juridiske forhold (Johnson, Scholes, & Whittington, 2009). Den norske offshore serviceflåten opererer i komplekse og internasjonale omgivelser, hvilket medfører en omfattende analyse av bransjeforhold.

Rammeverket tilbyr innsikt hva gjelder å forklare dagens markedstilstand som beskrevet i delkapittel 2.1.7. Det er kritisk å identifisere og analysere drivere bak dagens markedssituasjon. Verdsettelsen baseres på selskapets fremtidige finansielle situasjon. Derfor er en PESTEL-analyse essensielt for å sikre en god verdsettelse, ved at faktorer i omgivelsene vil kunne ha stor påvirkning på den fremtidige finansielle situasjonen til selskapene i bransjen.

4.1.1 Politiske forhold

Med politiske forhold har man offentlige myndigheter i fokus. Direkte påvirkning gjennom staters finans- og pengepolitikk, så vel som indirekte påvirkning gjennom lovgivning, bidrar til å forme bransjers rammevilkår. I en stadig mer globalisert verdensøkonomi er det ikke kun enkeltstaters politikk som er relevant å vurdere. Dermed vil vi i dette avsnittet vurdere både nasjonale og internasjonale politiske forhold.

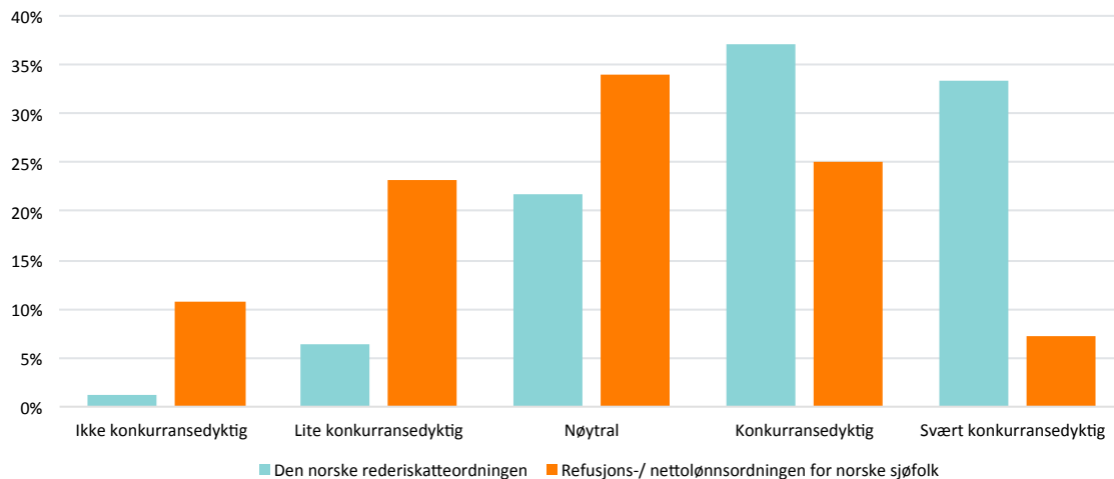
Nasjonalt

Generelt er skipsfart en bransje utsatt for stor internasjonal konkurranse. Skipsfarten har vært en driver bak globalisering, da utføring av transporttjenester på tvers av landegrenser ligger i næringens natur. Med globalisering medfølger betydelige muligheter innenfor større marked, samtidig som man støter på utfordringer vedrørende å verne om sitt eget lands interesser. Å sikre at inntekter fra næringen tilfaller eget land gjennom beskatning og økonomiske ringvirkninger, samt å trygge egne arbeidsplasser, krever politisk kontroll over landets konkurransekraft relativt til andre skipsfartsnasjoner.

Norske myndigheter har gjennom flere tiår iverksatt tiltak med ønske om å sikre norsk konkurransekraft til sjøs. Generelt for samtlige politiske tiltak er et ønske om å legge til rette for en så stor norsk kontrollert flåte som mulig, med hovedvekt på antall skip i norske skipsregistre. Tiltakene som har blitt gjennomført fra 80-tallet til i dag er av stor betydning for næringens konkurransekraft i dag. En redegjørelse om rederibeskatning og refusjonsordninger for lønn og leteteknoder følger nedenfor. Avslutningsvis nevnes norsk formuesbeskatning i korte trekk.

Næringen selv peker på særbeskatningen av norske rederi som særlig sentral for norsk, maritim konkurransekraft. Kort fortalt går rederiskatten ut på at rederiene betaler en beskjedne effektiv skattesats på sine resultater. De betaler en fast tonnasjeskatt uavhengig av flåtens resultat. Det har blitt lempet på kravene til ordinær resultatbeskatning for å møte særskilt konkurranse fra utlandet innenfor sjøfarten. Ordningen har vært omdiskutert. Motstanderne har hevdet at sjøfartsnæringen ikke har tilstrekkelig behov for konkurranseskjerming til å forsvare en særegen og fordelaktig skattelovgivning. Norges Rederiforbund (2017a) fremholder på sin side at ordningen er helt essensiell for å holde liv i norske rederier, i tillegg fremheves den som en viktig driver for innovasjon i den maritime klyngen.

Myndighetene har tilsynelatende lyttet til næringen, og ordningen for gunstig rederibeskatning fra 1996 ble videreført i både 2007 og 2017. Figur 4.1 viser at norske rederi selv mener at norsk beskatning er konkurransedyktig i internasjonal kontekst.



Figur 4.1: Andel rederier som vurderer konkurransedyktigheten av den norske rederiskatt- og refusjonsordningen (Norges Rederiforbund, 2016a, s. 67)

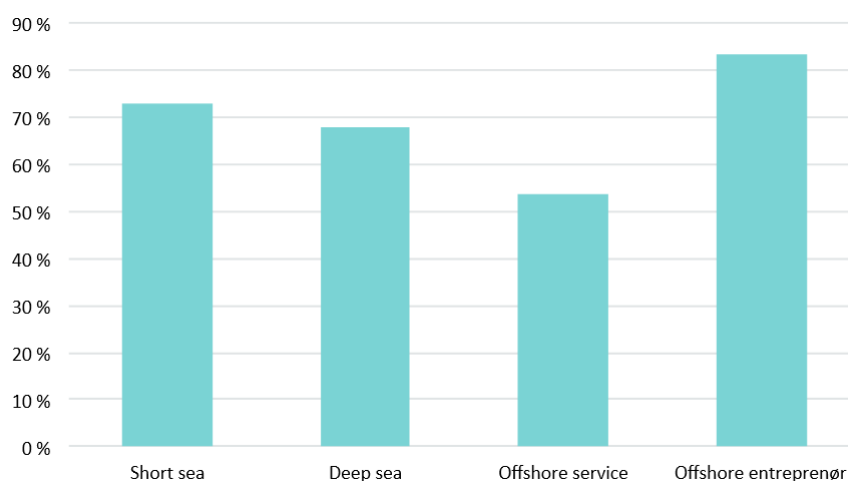
Hvordan rammevilkårene er for skip i norske skipsregistre trekkes også frem som svært viktig for norsk konkurransekraft av næringen selv. Figur 2.1 fra delkapittel 2.1.3 illustrerte hvordan opprettelsen av NIS i 1987 sørget for en betydelig økning av skip i norske skipsregistre og en styrking av det norske flagget. Som et høykostland er arbeidskraft en dyr innsatsfaktor i Norge, som er reflektert i stor grad av utflagging av skip, samt out-sourcing av enkel, arbeidsintensiv produksjon. Gjennom blant annet styrking av tilskuddsordning og oppmyking av begrensningene i fartsområde jobber norske myndigheter med å vedlikeholde og forbedre konkurransekraften til NOR og NIS. Skip i førstnevnte register har fått opphevet grensen for maksimal lønnsrefusjonsutbetaling for skip i kyst- og utenriksfart. I mai 2017 varslet Regjeringen at skip registrert i NIS vil få innført en nettolønnsordning for norske sjøfolk i utenriksfart (Norges Rederiforbund, 2017a).

Figur 4.1 viser at næringen selv mener det er rom for ytterligere bedring av konkurransekraft vedrørende norske refusjons- og nettolønnsordning for norske sjøfolk. Likevel taler tiltakene vedrørende reduserte begrensninger i fartsområde og økning i kompensasjon for norsk lønnsnivå for en styrket konkurransekraft for skip i norske registre.

Delkapittel 2.1.5 pekte på hvordan petroleumsselskapene er OSV-næringens viktigste etterspørselsdriver. Den norske refusjonsordningen for letekostnader er av stor betydning for deres aktivitet knyttet til å finne og utvinne nye felt på sokkelen. Ordningen går ut på at leteselskapene får fullt fradrag i skatten for letekostnadene (78 prosent som følge av særskatten av petroleumsselskaper), uavhengig om letingen gir resultater eller ikke. Dette betyr at Staten

i realiteten subsidierer 78 % av letekostnadene på norsk sokkel. Ordningen finnes som tiltak for å internalisere den positive samfunnsøkonomiske eksternaliteten som oppstår som følge av den samlede aktivitet på norsk sokkel. I dag tar flere til orde for at Norge bør ha flere ben å stå på og begrense videre ekspansjon innen oljesektoren. Dette kan resultere i en endring eller fjerning av refusjonsordningen. For rederi i OSV-næringen kan endring ha betydelige konsekvenser, da dette vil kunne redusere petroleumsselskaperes leteaktivitet og dermed etterspørsel etter tjenester fra OSV-flåten.

Et annet politisk forhold er den norske formuesskatten. Næringen selv påstår at ordningen diskriminerer norske private eiere i forhold til offentlige og utenlandske eiere (Norges Rederiforbund, 2016a). Påstanden er ikke uventet, da eiere i en kapitalintensiv bransje har betydelig egeninteresse i saken ved å hevde dette.



Figur 4.2: Andel rederier som mener avvikling av formuesskatten på arbeidende kapital vil være tilstrekkelig for å sikre konkurransedyktige rammevilkår for norsk privat eierskap (Norges Rederiforbund, 2016a, s. 69)

55 % av offshore service og 85 % av offshore entreprenør mener at fjerning av formuesskatten på arbeidende kapital alene vil være tilstrekkelig for sikre konkurransedyktige rammevilkår for norsk privat eierskap. 100 % av rederiene mener fjerning er det fremste tiltaket for å sikre konkurransekraft (Norges Rederiforbund, 2017b).

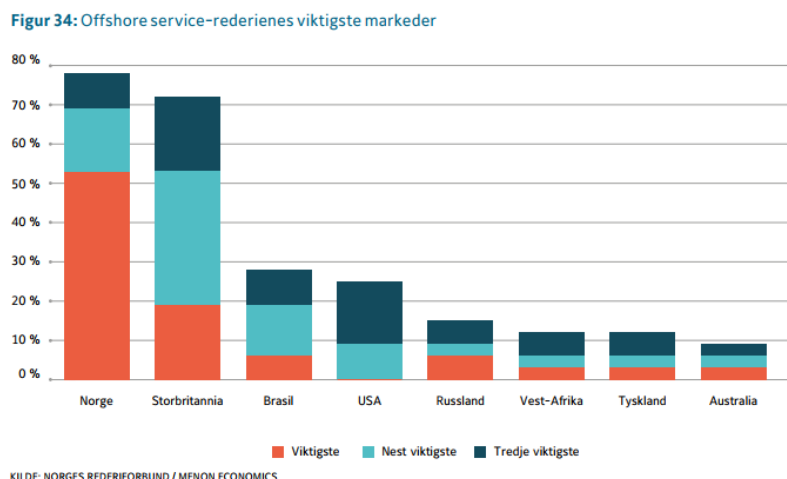
Norges Rederiforbund (2016a) hevder at eierbeskatningen intensiverer en gammel flåte på bekostning av nye og mer moderne skip. Dette er som følge av at eldre anleggsmidler har en langt lavere balanseført verdi, som vil slå direkte ut i formuesverdien til eierne. Videre hevder næringen at behov for utbytte til betjening av skatten bidrar til å forverre selskaperes likviditets- og soliditetssituasjon i nedgangstider. Hvorvidt formuesskatten medfører en eldre

flåte og forverrer nedgangstider er et komplekst, politisk spørsmål. En videre vurdering av formuesbeskatningens effekt på konkurransevilkår er ikke forenelig med formålet i denne oppgaven. Emnet nevnes likevel som et moment der næringen selv mener det er rom for forbedring.

Avslutningsvis kan vi oppsummere at rederiene i offshore servicerederiene opplever at norsk politikk vedrørende selskapsbeskatning bidrar til mer konkurransegunstige vilkår. Videre kompenseres rederiene for et høyt norsk lønnsnivå gjennom ordninger for lønnsrefusjon. Næringen selv hevder at det er rom for ytterligere forbedring innen refusjonsordningene for å styrke konkurransekraften. Videre påpekes det at mulige endringer i refusjonsordningen for letekostander kan gi stort utslag for OSV-selskap gjennom å være en ordning av stor betydning for petroleumsselskapene.

Internasjonalt

De siste årene har bydd på store forandringer i det internasjonale, politiske miljøet som norske offshore servicerederier opererer innenfor. For første gang på tiår bygges handelsbarrierer opp både i Europa og andre steder i verden (Norges Rederiforbund, 2017b). Videre er det flere internasjonale, politiske faktorer som bidrar til å forsterke den utfordrende situasjonen den norske flåten står overfor i etterkant av oljeprisfallet. Figur 4.3 gir en grafisk fremstilling av rederienes viktigste marked. Vi vil i dette delkapittelet vil diskutere sentrale politiske forhold med innvirkning på OSV-næringen i de fire største markedene utenfor Norge.



Figur 4.3: Offshore service-rederienes viktigste markeder (Norges Rederiforbund, 2017b, s. 53)

Storbritannia

Storbritannias folkeavstemning om å forlate EU vil kunne ha betydelig innvirkning for rederiene i offshore service som følge av at britiske markedet er deres nest største. Ifølge Martin Sandbu (2017) vil Brexit i hovedsak ha to implikasjoner for Norge: 1) Norges relasjon direkte til Storbritannia, og 2) en mulig svekkelse av EØS-avtalen og dermed Norges forhold til resten av unionen.

Sandbu (2017) påpeker at det vil være i Norges beste interesse å arbeide mot en frihandelsavtale med Storbritannia, i et forsøk på å videreføre dagens rammevilkår. Det er svært tydelig at hva slags handelsavtale som oppstår mellom Norge og Storbritannia vil være av stor betydning for de norske offshore servicerederiene, av hensyn til markedets viktighet for rederiene.

Hva gjelder Brexit sin andre mulige hovedimplikasjon for Norge er bildet noe mindre graverende for norske rederi. Med et så stort land som Storbritannia utenfor unionen hefter det usikkerhet rundt hvorvidt EU vil endre sin praksis vedrørende å gi land utenom unionen tilgang til det indre marked. Om Storbritannia ser for seg en løsning der de inkluderes i EØS-samarbeidet kan være til ulempe for Norge, da avtalen hadde måttet tilpasses en langt større, britisk økonomi. Dette er mindre sentralt for de norske OSV-selskapene, da Europa, Storbritannia holdt utenom, representerer en liten del av næringens aktivitet, jf. figur 4.3.

Dermed vurderes den første implikasjonen som mest relevant for norske offshore service rederi. Vi konkluderer med at utfallet av forhandlinger om en handelsavtale direkte mellom Norge og Storbritannia vil være svært viktig for norsk OSV-bransje.

Brasil

Rederiforbundet (2016) trekker frem utviklingen i Brasil som utfordrende for norske rederi. Hvert fjerde skip på den brasilianske sokkelen er eid av norske rederi. Markedet er vurdert som den norske næringens tredje største. Stadige politiske korrupsjonsskandaler som inkluderer brasilianske petroleumsselskaper skaper store utfordringer for skipsnæringen, særlig hva gjelder forutsigbarhet og stabilitet rundt tildeling av oppdrag. Videre har det statlige, brasilianske oljeselskapet, Petrobras, endret sin praksis for tildeling av oppdrag, som kraftig favoriserer skip med brasiliansk flagg. Siem Offshore og Deep Sea Supply mistet begge kontrakter med Petrobras til fordel for brasilianske konkurrenter (Havnes, 2016).

USA

I USA har vi sett lignende trekk som i Storbritannia. Etter å ha ført en valgkamp basert på at USA skal komme først, kan det tyde på at nåværende president har en annen tilnærming til frihandel enn det som har vært gjeldende tidligere. For norske offshore servicerederi vil dette kunne være av betydning, da næringen selv rangerer USA som sitt fjerde viktigste marked. Implikasjonen for næringen er sammenlignbar med betydningene av Brexit og proteksjonisme og korrupsjonskandaler i Brasil: usikkerhet rundt tildeling av oppdrag, og en fare for at skip på amerikanske hender og flagg skal prioriteres foran internasjonale aktører.

Russland

Som en reaksjon på Russlands annektering av Krimhalvøya i 2014 har den vestlige verden iverksatt en rekke økonomiske sanksjoner overfor landet. Skip fra norske offshore rederier var store på den russiske sokkelen, slik at denne politiske konflikten var svært uheldig at sammenfalt med utviklingen i oljeprisen (Norges Rederiforbund, 2016a). Næringen selv rangerer Russland som sitt femte største marked. En oppmyking eller intensivering av økonomiske sanksjoner overfor landet vil dermed kunne ha stor betydning for de norske rederiene i OSV-bransjen.

Oppsummert står næringen overfor betydelige politiske utfordringer i sine fire største markeder utover Norge. Proteksjonisme, korrupsjon og økonomiske sanksjoner fører til en innskrenkning av næringens rammevilkår, og hemmer lik og rettferdig internasjonal konkurranse. De internasjonale politiske forholdene står i kontrast til de nasjonale. Næringen selv peker på politiske virkemidler som kan styrke konkurransekraften ytterligere, likevel later det til at politiske impulser fra hjemmemarkedet må vurderes å være mer positive enn det som er gjeldende internasjonalt.

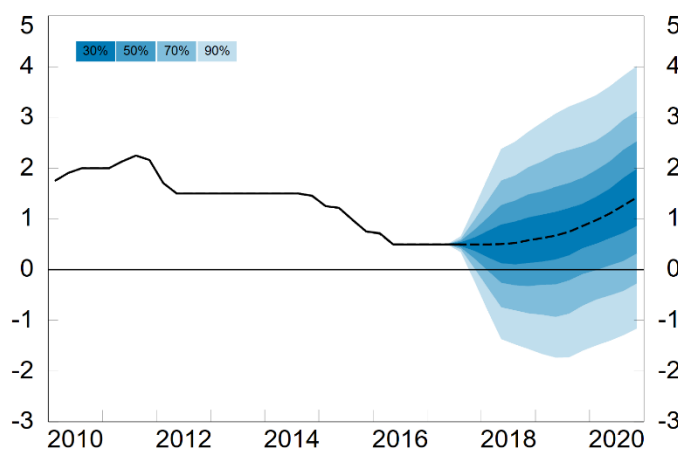
4.1.2 Økonomiske forhold

Makropolitisk forhold som rentenivå, forretningsykluser og økonomiske vekstrater i inn- og utland er tungtveiende økonomiske forhold som legger store føringer for forretningsklimaet i ulike bransjer. I dette delkapittelet vil vi omtale dagens økonomiske situasjon, før en gjennomgang av næringens renteutsikter og forventede vekstrater i næringens viktigste markeder følger.

Som delkapittel 2.1.7 presenterer er dagens markedstilstand svært utfordrende for rederiene offshore. Den underliggende økonomiske faktoren som har forårsaket dette er det betydelige

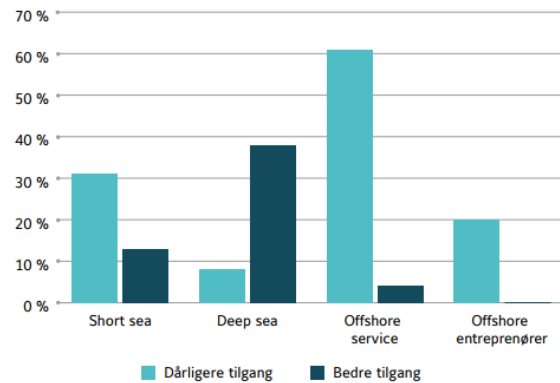
fallet i oljeprisen i 2014, som beskrevet i delkapittel 2.1.5. Siden den gang har bildet bedret seg, og oljeprisen er i skrivende stund på over 60 USD per fat. Som beskrevet i delkapittel 2.1.5 betyr dette at aktiviteten i petroleumsselskapene tar seg opp. Dette er et økonomisk forhold som er svært viktig for rederiene i norsk offshore, da selskapene i petroleumssektoren utgjør OSV-næringens etterspørselsside.

Styringsrenten i Norge er i skrivende stund på 0,5 prosent (Norges Bank, 2017c). Figur 4.4 viser historisk styringsrente i Norge, samt Norges Banks rentebane. Man ser tydelig hvordan sentralbanken har respondert på oljeprisfallet i 2014, ved å holde en svært lav styringsrente både for å stimulere økonomien i Norge, samt å sørge for at norsk rentenivå er konkurransedyktig relativt til utlandet. Utsiktene fremover tilsier at det lave rentenivået skal vedvare over de nærmeste årene, før man venter en svak økning nærmere 2020. At det forventes lave renter underbygges videre av at renten på norske 10-årige statsobligasjoner i skrivende stund er på 1,54 prosent. Lave renter bidrar til å redusere avkastningskrav og legge til rette for rimelig refinansiering, hvilket igjen kan legge til rette for enklere kapitaltilgang i næringen.



Figur 4.4: Styringsrenten med usikkerhetsvifte. Prosent. 1. kvartal 2010 til 4. kvartal 2020 (Norges Bank, 2017, s. 36)

Likevel, jf. figur 4.5, er det tydelig at utsiktene til bedret kapitaltilgang innenfor offshore servicerederiene er begrenset:



Figur 4.5: Rederienes forventinger om kapitaltilgang i 2017. Fordelt på rederisegmenter (Norges Rederiforbund, 2017b, s. 50)

Åtte av ti rederier opplevde stram kapitaltilgang i 2016, og ved inngangen til 2017 forventet seks av ti en mer svekket tilgang på kapital fremover (Norges Rederiforbund, 2017b). Det er tydelig at forholdene i offshore service rederiene er så svekket at gunstig kreditt i pengemarkedene ikke nødvendigvis flyter i deres retning.

Veksten i norsk økonomi har tatt seg opp. Dette reflekteres av flere faktorer. Finansdepartementet understreker at sentrale "piler" peker oppover, og at det dermed er på tide å gi mindre gass (Halvorsen, 2017). Statistisk Sentralbyrå (2017) peker på flere forhold som viser moderat konjunkturoppgang i første halvår i 2017. Økning i BNP, sterkere konsumvekst i husholdningene, samt en klarere nedgang i sesongjustert ledighet underbygger at den verste nedgangen i norsk økonomi later til å være passert. Dette er et økonomisk forhold av stor betydning for offshore service, da aktivitet på norsk sokkel utgjør næringens største marked.

I næringens nest største marked, Storbritannia, er utsiktene til økonomiske vekst mindre gunstig. Økonomisk vekst første halvår i 2017 var på absolutt bunnivå relativt til landene i EU, på bare 0,5%. Kjersti Haugland i DNB Markets peker på at nedkjølingen kommer som en forsinket effekt av Brexit. Beskjeden vekst i dette betydelige markedet er uheldig for den norske næringen (Langberg, 2017).

I sin tredje pengepolitiske rapport legger Norges Bank (2017) frem sine anslag på økonomisk vekst for OSV-næringens tredje til femte største marked. Sentralbanken legger til grunn en vekst i BNP på 3,9 % i 2018 og 4 % i 2019 og 2020 i fremvoksende økonomier, Kina holdt utenom Under fremvoksende økonomier sorterer Russland og Brasil, to viktige markedet for

de norske rederiene i offshore service. I tilsvarende periode legger sentralbanken til grunn en BNP-vekst i USA fra 2,2 % i 2018 til 2 % i 2020.

Oppsummert later de økonomiske rammevilkårene for næringen å være mest gunstig i hjemmemarkedet og i de mer fremvoksende økonomiene representert ved Brasil og Russland. Som det framgår av figur 4.3 betyr dette at næringen står overfor gunstige vekstutsikter i tre av sine fem viktigste markeder. Næringens andre og fjerde viktigste markeder, henholdsvis Storbritannia og USA, har til sammenligning relativt mindre positive vekstutsikter.

4.1.3 Sosiokulturelle forhold

Selskap i norsk offshore service står overfor utfordringer hva gjelder rekruttering og markedsføring av utdannelse innenfor maritime fag (Norges Rederiforbund, 2017b). Dette kommer som følge av siste tids utvikling, der flere hundre sjøfolk og landmannskap har blitt oppsagt eller permittert i takt med redusert aktivitet i petroleumssektoren. Næringens egne anslag for redusert bemanning for 2016 viste seg å være for lave, og året gav en ny topp i antall oppsigelser og permitteringer.

For norsk OSV-næring er dette uheldig, da næringen selv er svært klare på at kompetente sjøfolk er helt essensielt for innovasjon og nyskaping (Norges Rederiforbund, 2017b). For å sikre dette pekes det videre på behovet for offensiv kompetansepolitikk. Tilgang på kompetente sjøfolk er en av den norske flåtens komparative fordeler, og viktig at videreføres for å ikke svekke norsk konkurransekraft. På den positive siden økte antall opplæringsplasser fra 1 860 til 2 100 i den norskkontrollerte flåten, med forventning om et stabilt nivå ut 2017 (Norges Rederiforbund, 2017b).

Offshore har generelt vært preget av svært høye lønninger, og på den måten tiltrukket seg arbeidskraft fra store deler av inn- og utland. I tråd med utsikter til høye lønninger har dyktige medarbeidere med rett utdanning funnet veien offshore. Det kan diskuteres om tidens overkapasitet og fokus på kostnader i hele offshore-sektoren kan endre i hvilket grad næringen tiltrekker seg dyktig, høykompetent arbeidskraft. Dette representerer en trussel for bransjen.

4.1.4 Teknologiske forhold

Som tidligere nevnt hevder næringen selv at norske eiere kontrollerer verdens mest avanserte offshoreflåte (Norges Rederiforbund, 2017b). Oljeproduksjon på dypt og farvann i Nordsjøen

har ført til utvikling og forbedring av løsninger offshore i årtier. I senere tid har rederiene opplevd økt etterspørsel etter skip til bruk til undervannsinstallasjoner. Disse operasjonene er langt mer komplekse og høyteknologiske enn tradisjonell aktivitet gjennomført av PSV og AHTS-skip. CSV-skipene som utfører undervannsoperasjoner i Nordsjøen er fremst i verden på å utnytte moderne teknologi i krevende farvann.

Fremvekst av offshore vindkraft utgjør muligheter for norske rederi. Som forklart i delkapittel 2.1.5 representerer havvind en alternativ oppdragskilde for flåten. Her stiller norske rederi sterkt, med tiårs erfaring fra arbeid i samme farvann. Utviklingen av havvindmølleparker er fremdeles i begrenset omfang. Teknologiske fremskritt som muliggjør forbedring og effektiviserer vindparkdrift vil derfor trolig representere betydelige muligheter for rederiene i OSV-næringen.

Miljømessige forhold og teknologiske nyvinninger sammenfaller til en viss grad. Vi opplever stadig at skip blir mer energieffektive, renere når til kai og bedre utrustet med batterier takket være teknologiske fremskritt (Aadland, 2017). Flere av næringens miljømessige forbedringer er dermed muliggjort som følge av teknologiske nyvinninger.

Avslutningsvis nevnes innovasjonskraften som oppstår som synergi innad i den norske, maritime klyngen på Vestlandet. Næringen selv legger stor vekt på innovasjonskraften som følge av klyngeeffekten i Norge:

«Den norske maritime næringen har vist evne til å skape en verdensledende maritim klynge på basis av kunnskap. En unik innovasjons- og verdiskapingsevne kjennetegner den norske maritime næringen. Verdiskaping per arbeidstaker er blant de høyeste i Norge.» (Norges Rederiforbund, 2011, s. 5)

En diskusjon om hvorvidt klyngeeffekter eksiterer i norsk maritim næring er ikke hensikten i denne sammenheng, men det understrekes at faglitteraturen legger opp til at en sterk klynge bidrar til økt innovasjonsevne blant aktørene. Dette sammenfaller bra med næringens omtale av seg selv, som svært innovative og teknologitunge. Det kan dermed virke som om den maritime klyngen på Vestlandet selv innehar muligheter til å fremme teknologiske fremskritt. På den måten vil teknologiske forhold ikke utelukkende komme fra forhold utenfor bransjen, men også som resultat av næringens egen evne til nyvinning.

4.1.5 Miljømessige forhold

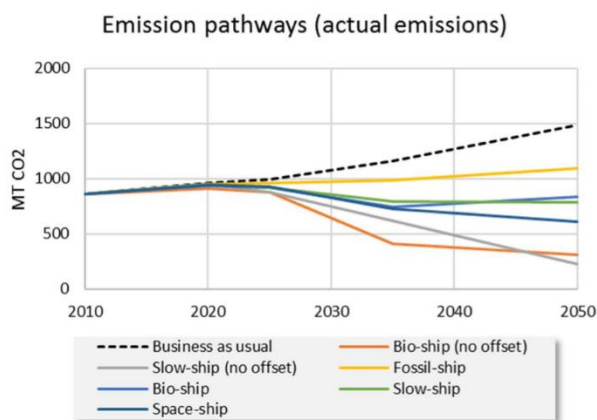
Viktigheten av bærekraft og miljøvennlige løsninger kommer stadig mer i fokus. Aktører i petroleumsnæringen er intet unntak. Som deltakere i en bransje relatert til å utvinne olje og gass er det et ønske for selskap å jobbe med sin miljømessige profil. Som tilbyder av fossilt brensel er petroleumssektoren svært aktuell i diskusjoner om hvordan oljeproduiserende land skal arbeide for å overholde Paris-avtalen. Avtalen forplikter deltakende land å målrettet jobbe mot to-graders målet, og offshore service er intet unntak.

Norges Rederiforbund fikk i 2017 levert en rapport fra Det Norske Veritas (DNV) som omhandler hvordan flåten best kan tilpasse seg nye krav om reduserte CO₂-utslipp. Det er flerfoldige tiltak som kan vurderes: tabell 4.1 viser tiltakene, og figur 4.6 viser forventet resultat ved hvert tiltak.

Pathway	Description
Bio-ship (no offset)	Focus on biofuels; moderate electrification; no offsetting
Slow-ship (no offset)	Extensive slow steaming; electrification, hydrogen and bio-LNG, no offsetting
Fossil-ship	Continue using fossil fuels, rely on offsetting; extensive energy efficiency
Bio-ship	Focus on biofuels; moderate slow steaming and energy efficiency; moderate electrification
Slow-ship	Extensive slow steaming; electrification, hydrogen and LNG
Space-ship	Moderate use of biofuels, speed reduction and offsets; extensive energy efficiency including measures on idea stage

Tabell 4.1: Ulike tiltak til vurdering for å redusere CO₂-utslipp til havs (Det Norske Veritas, 2017, s. 2)

Tiltakene fra tabell 4.1 gav effekt i svært varierende grad, som illustrert i figur 4.6:



Figur 4.6: Estimert utfall av ulike tiltak for å redusere CO₂-utslipp til havs (Det Norske Veritas, 2017, s. 3)

Rapporten viser at en kombinasjon av betydelig fartsreduksjon (20-50 %), fokus på alternative energikilder og bruk av utslippkvoter (offsetting emissions) er mest hensiktsmessig for at skipsfarten skal bidra til å nå målene i Paris-avtalen. Det er langt flere tiltak som vil påvirke rammevilkårene i næringen, som begrensning av utslipp av andre drivhusgasser som nitrogen- og svoveloksid, og krav til elektrifisering av skip som ligge til kai. Rapporten fra DNV omhandler kun CO₂, men er et godt bilde på hvor omfattende utfordringer næringen står overfor.

Forhold som påvirker bærekraft og miljø er ikke begrenset til kun å være en idealistisk tanke. Allerede i dag krever Statoil at skip som skal kontraheres på femårige kontrakter skal ha utvidede batterisystemer om bord (Aadland, 2017). Petroleumsselskapene jobber aktivt med å kutte utslipp og bedre sitt omdømme, noe som vil påvirke aktørene i offshore servicerederiene i økende grad fremover. På denne måten er miljømessige hensyn ikke kun til begrensning for selskap i OSV-bransjen. Ved tidlig å tilpasse seg kundenes ønsker kan miljømessige tilpasninger være et fortrinn ved forhandlinger om kontrakter med petroleumsselskapene.

4.1.6 Juridiske forhold

Selskapene i denne analysen må forholde seg til internasjonale regler for skipsfart, lokale lover samt plikter og påbud som følger av børsnotering.

Felles for samtlige selskap i analysen er at de er notert på Oslo Børs. Som en følge av dette er selskapene forpliktet til å etterleve norsk lovgivning vedrørende verdipapirhandel. Tilhørende notering på Oslo Børs følger klare retningslinjer som selskap plikter å følge. Herunder særlige bestemmelser innenfor innsideinformasjon og håndtering av denne, omsetningsregler og en betydelig informasjonsplikt.

Selskapene i næringen plikter videre å følge regelverk fastsatt av International Maritime Organization, IMO. Som undergruppe av FN har IMO ansvaret for sikkerhet og trygghet til sjøs, samt å forebygge forurensning fra skip (IMO, 2017). Organisasjonen utarbeider standarder som blant annet stiller krav til sikkerhetsopplæring av ansatte og sikkerhetsutstyr om bord.

Videre må rederiene tilpasse sin virksomhet etter lokale lover og regler i de markedene de opererer i. Særlig forskjellig lovgivning knyttet til skatt, arbeidsliv og flaggregler vil gjøre seg gjeldende for offshore service.

De juridiske forholdene som omkranser offshore service oppfattes som relativt stabile i forhold til andre hensyn i omgivelsene. Lover og regler som legger føringer for aktivitet over landegrenser oppfattes som politiske forhold, og vil ikke kommenteres videre i dette avsnittet.

4.1.7 Oppsummering PESTEL

Analysen av omgivelsene til offshore service rederiene viser hvordan politiske og økonomiske forhold påvirker næringen i størst grad. Utsikter til oppsving i norsk økonomisk vekst bidrar til å styrke optimismen innen hele den norske offshoresektoren. I Nordsjøen har næringen fordeler i sitt viktigste marked i form av gunstige regler for beskatning og en politisk vilje som historisk har hatt til hensikt å styrke det norske flagget. Både politiske og økonomiske forhold i hjemmemarkedet virker å være positive for næringen.

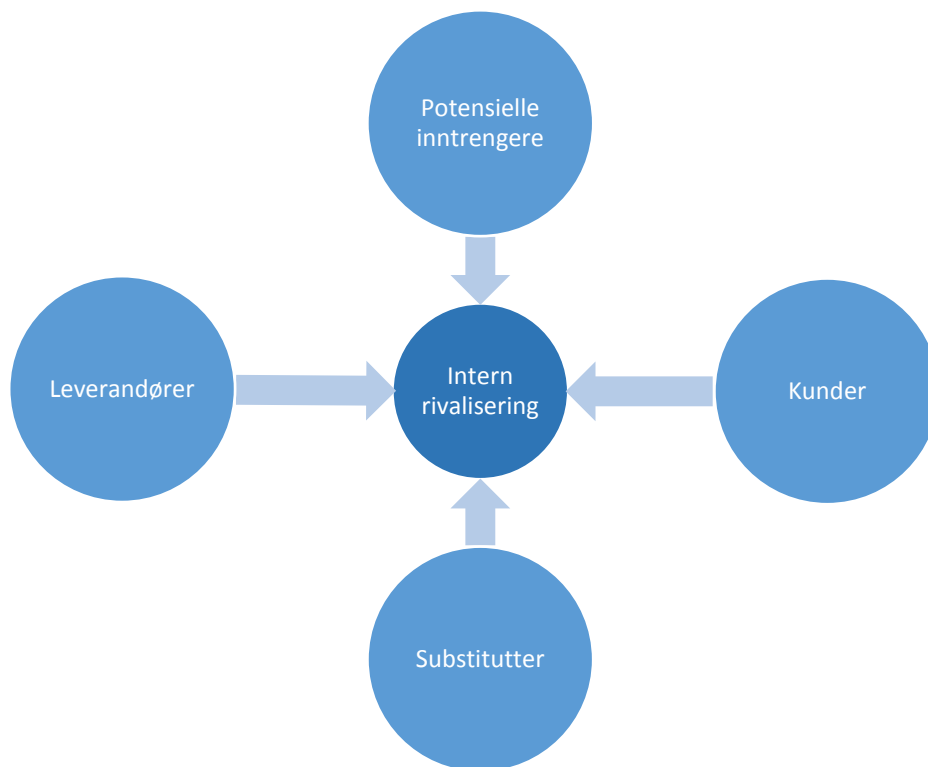
Internasjonalt er bildet annerledes. Utsiktene til vekst i viktige marked som USA og Storbritannia er begrenset. Samtidig har det oppstått en proteksjonistisk tankegang i begge land, og hvordan dette vil påvirke norske offshore rederier er enda usikkert. Gode utsikter til vekst i viktige marked som Brasil og Russland bidrar til å bedre situasjonen for næringen. De gode vekstutsiktene i disse markedene begrenses noe av økonomiske sanksjoner i Russlands tilfelle, og betydelige korrupsjonstilfeller i Brasils tilfelle. Til tross for utsikter til vedvarende lave renter forventer rederiene selv en innskrenket kapitaltilgang i fremtiden.

Som følge av pessimisme knyttet til sektoren som helhet siden 2014 er det ingen selvfølge at næringen vil fortsette å ha mulighet til å rekruttere høykompetent arbeidskraft i like stor grad som tidligere. Som et av de norske selskapers fortrinn er det svært viktig å ha fokus på å fremdeles tiltrekke kompetent arbeidskraft.

Teknologiske fremskritt byr på muligheter for næringen, særlig gjennom utvikling av havvind. Ny teknologi ligger an til å gjøre flåten mer energieffektiv, og også muliggjøre implementering av batteridrift som del av skipenes energikilder. På den måten representerer økt fokus på bærekraft og miljøhensyn både trusler og muligheter for rederiene: tilfredsstillende man ikke krav vil oppdrag kunne utebli, samtidig kan tidlig implementering av nye, mer miljøvennlige løsninger by på fortrinn i forhandlinger om oppdrag. Juridiske forhold vurderes til å være stabile.

4.2 Porter's five forces

Porter's five forces er et rammeverk utviklet av Michael E. Porter i 1980. Rammeverket benyttes for å bestemme hvor attraktiv en bransje er, basert på fem ulike kompetitive krefter. Disse kreftene er etableringstrussel fra inntrengere, trussel fra substitutter, kundemakt, leverandørmakt og intern rivalisering innad i bransjen. Porter argumenterer for at disse fem kreftene skaper et bilde av konkurransesituasjonen og hvilket lønnsomhetspotensial som ligger i bransjen (Johnson et al, 2009). Analysen av kreftene vil gi en dypere forståelse av de forholdene som påvirker en bransje. Vi vil i denne analysen gå igjennom og vurdere hvordan de fem kreftene er i OSV-bransjen.



Figur 4.7: Porter's Five Forces

4.2.1 Etableringstrussel fra inntrengere

Vi vil i denne delen vurdere trusselen fra inntrengere i OSV-markedet. I følge Johnson et al. (2017) er det typisk fire ulike elementer som kan skape barrierer til å trenge inn i markedet. Dette er stordriftsfordeler, adgang til tilbud- og distribusjonskanaler, forventet rivalisering og produkt differensiering. Vi vil analysere hvorvidt disse elementene spiller inn på trusselen fra inntrengere i OSV-bransjen.

Stordriftsfordeler

Et skip vil i de aller fleste tilfeller gjøre operasjoner uavhengig av andre samarbeidende skip, og således kan man argumentere for at det på et operativt nivå ikke vil være nevneverdige stordriftsfordeler å snakke om. På en annen side er et rederi avhengig av et bredt spekter av støttefunksjoner som for eksempel administrasjon, IT, regnskap, innkjøp av skip og utstyr, HR, logistikk og vedlikehold. Ved å ha flere skip kan kostnadene for disse støttefunksjonene fordeles på et større antall skip og inntektskilder, slik at kostnaden per skip blir lavere jo flere skip man har. Basert på dette kan en argumentere for at det er mulig å oppnå stordriftsfordeler i OSV-bransjen, dette trekker i retning av at trusselen fra inntrengere er lav. Dette understøttes av det faktum at noe av bakgrunnen for fusjonen til SolstadFarstad var at man kunne kutte i onshore-kostnadene.

Tilgang til innkjøps- og distribusjonskanaler

For at et eventuelt nytt rederi skal kunne få fotfeste i OSV-markedet, er det avhengig av å ha tilgang til både innkjøps- og distribusjonskanaler. For et OSV-rederi er det i hovedsak skip, utstyr og bunkers som må kjøpes inn. Innkjøpsfaktorene selges i åpne markedet og det vil dermed være lett for en ny aktør å få tilgang til relevante innkjøpskanaler. Dette utgjør dermed ikke en etableringsbarriere for nye aktører.

Det er flere elementer som vil påvirke tilgjengeligheten til distribusjonskanalene for en ny aktør. Som vi diskuterte i kapittel 2.1.2 preges OSV-markedet til en viss grad av langsiktige kontrakter. Nye aktører vil på kort og mellomlang sikt stå utenfor mulighetene til å få en del av kontraktene som følge av kontraktens løpetid. Videre er det et faktum at skipene utfører teknisk krevende operasjoner som krever kunnskap og erfaring for å gjennomføre. En kunde er avhengig av å vite om leverandørene har nødvendig kompetanse til å utføre tjenesten de etterspør. Det kan ta tid for en ny aktør å bygge den nødvendige tilliten i markedet. Basert på dette kan vi argumentere for at det kan være vanskelig for nye aktører å få tilgang til distribusjonskanaler, dette trekker i retning av at trusselen for inntrengere er lav. Konklusjonen underbygges av at det ikke er etablert nye rederier i OSV-bransjen de siste 12 årene (Sundberg, 2016), til tross for mange år med god inntjening i OSV-markedet.

Forventet rivalisering

Johnson et al. (2012) argumenterer for at dersom eventuelle nye aktører oppfatter bransjen som en svært kompetitiv bransje, kan det ofte være nok til at det fremstår som en inntrengingsbarriere. Det er i praksis vanskelig å si noen om hvordan OSV-bransjen fremstår for

nye aktører. Frem til og med 2013 var ratene høye og en kan tenke seg at bransjen ikke fremsto som svært rivaliserende. Fra 2014 har derimot ratene, spesielt i PSV- og AHTS-segmentet, falt betraktelig og antall skip i opplag har ikke vært på det nivået det burde vært for at ratene skulle holdt seg på et «normalt» nivå. Dette kan derfor tyde på at rederiene fremstår som mer rivaliserende, og at nye aktører vil forvente en viss rivalisering noe som fremstår som en barriere til å etablere seg i OSV-markedet.

Produktdifferensiering

Mulighetene for produktdifferensiering bestemmes gjerne av graden av kompleksitet produktet/tjeneste innehar. Som vi nevnte i kapittel 2.1.2, deles OSV-bransjen inn etter de tre hovedsegmentene CSV, AHTS og PSV. Kompleksiteten på oppgavene mellom de ulike segmentene varierer.

PSV-skip frakter utstyr fra land til riggene utfører standardiserte oppgaver, og skipene behøver ikke være utstyrt med mye avansert teknologi. Forskjellen på skipene i PSV-segmentet er som regel kun fraktekapasitet, og en kan vanskelig argumentere for at dette er noe man kan produktdifferensiere seg på i svært stor grad.

AHTS-segmentet er i likhet med PSV-segmentet preget av skip som utfører mer standardiserte oppgaver. AHTS-skip differensieres gjerne på fysisk størrelse og trekraft. Oppgavene et AHTS-skip utfører er relativt lite komplekst. En kan dermed argumentere for at det er vanskelig å produktdifferensiere innen AHTS-segmentet.

CSV-segmentet er definitivt det mest avanserte hva gjelder teknologi av de tre segmentene. CSV-skip bygges gjerne til å kunne utføre relativt spesifikke operasjoner. Det kreves i tillegg mye kunnskap og erfaring fra rederienes side for å kunne utføre mange av operasjonene som et CSV-skip gjør. På bakgrunn av dette kan en argumentere for at det kan være mulig å produktdifferensiere seg innen CSV-segmentet.

For OSV-bransjen som helhet kan en dermed konkludere med at graden av produktdifferensiering er lav til middels.

Konklusjon

På bakgrunn av diskusjonen over har vi sett at man kan dra fordel av å være en stor aktør, dette er en barriere for eventuelle inntrengere. I tillegg kreves kunnskap og kompetanse for å skape tillit til kundene, noe som for mange vil være vanskelig å opparbeide seg på kort og

mellomlang sikt. Videre vil det være begrensede muligheter for produkt differensiering, særlig i PSV- og AHTS-segmentet. I lys av nedgangskonjunkturen i bransjen vil det for eventuelle inntrengere fremstå som om bransjen er rivaliserende. Vi kan dermed konkludere med at trusselen fra inntrengere er lav i OSV-bransjen.

4.2.2 Trussel fra substitutter

En kan vanskelig se for seg at noe kan erstatte OSV-skipene så lenge olje utvinnes offshore. Det vil alltid være behov for utstyr og materiell til plattformene, riggene må flyttes på og operasjonene CSV-skip utfører kan ikke utføres av noe annet enn et CSV-skip. En kan dermed konkludere med at trussel fra substitutter er lav.

4.2.3 Kundemakt

I denne delen vil vi vurdere hvilken makt kundene har på bransjen. Som nevnt i kapittel 2.1.5 er kundene i OSV-bransjen i all hovedsak petroleumsselskapene. Johnson et al nevner flere elementer som påvirker kundemakten, vi vil vurdere to elementer vi mener er relevante for OSV-bransjen: kjøperkonsentrasjon og byttekostnad. I tillegg vil vi vurdere hvordan den økonomiske situasjonen i markedet påvirker kundemakten.

Kjøperkonsentrasjonen

Kundemakten blir høy dersom et lite antall kjøpere står for majoriteten av salgsinntektene. Vi så i kapittel 2.1.5 at det er svært mange ulike operatører på norsk sokkel, noe som taler for at kjøperkonsentrasjonen er lav. I tillegg opererer selskapene i OSV-bransjen internasjonalt, antall kunder er dermed høyt. Vi kan dermed konkludere med at kjøperkonsentrasjonen er lav.

Byttekostnad

Dersom en kjøper lett kan bytte mellom ulike leverandører, sier vi at byttekostnaden for kjøperen er lav. Johnson et al. (2012) argumenterer for at dersom produktene er lite differensiert, så er ofte byttekostnaden også lavere. Vi diskuterte tidligere at graden av produkt differensiering er varierende mellom ulike segmentene innen OSV. Basert på dette kan vi argumentere for at byttekostnaden er lav for AHTS- og PSV-segmentet, og noe høyere for CSV-segmentet. Dette understøttes av det faktum at CSV-skip ofte er på lengre kontrakter enn PSV- og AHTS-skip. Dersom en kjøper ønsker å bryte kontrakten vil dette føre til ekstraomkostninger som gjør at byttekostnaden blir høyere. En kan dermed si at byttekostnaden er lav til middels for OSV-bransjen som helhet.

Økonomisk situasjon

Kundenes forhandlingsmakt vil variere i stor grad med de sykliske svingningene i bransjen. Dersom det er tilbudsoverskudd, vil kundens forhandlingsmakt øke som følge av at rederiene har ledig kapasitet. Dette har, som vi har sett i kapittel 2.1.7, resultert i lavere rater og flere skip i opplag. Dersom det er etterspørselsoverskudd, som situasjonen var frem til 2013, vil kundenes forhandlingsmakt synke da det blir mindre ledig kapasitet.

Konklusjon

Vi har sett at det er mange kunder i OSV-bransjen. Vi argumenterte for at byttekostnaden er lav i AHTS- og PSV-segmentet, og noe høyere i CSV-segmentet. Samlet sett trekker dette i retning av at kundemakten er lav. Den viktigste faktoren som påvirker kundemakten er etter vårt syn den økonomiske situasjonen i OSV-bransjen. I en situasjon med betydelig tilbudsoverskudd vil kundemakten øke. Vi kan dermed konkludere med at kundemakten i dagens markedssituasjon er middels.

4.2.4 Leverandørmakt

Vi vil i denne delen vurdere hvor stor makt leverandørene til OSV-bransjen har. Vi vil her vurdere makten til verftene, da vi mener dette er den desidert viktigste leverandøren for OSV-selskapene. Vi vil vurdere leverandørkonsentrasjonen, byttekostnaden for OSV-selskapene og hvordan den økonomiske situasjonen påvirker leverandørmakten.

Leverandørkonsentrasjon

Dersom bransjen er avhengig av et lite antall leverandører sier vi av leverandørmakten er stor. Antall verft som produserer skip for OSV-bransjen er stort, både i Norge og Internasjonalt. I Norge produseres det meste av skip på Mørekysten, her er Vard, Kleven Maritime og Ulstein Verft (Maritimt Forum, 2015). I tillegg er Bergen Group en stor aktør i norsk verftsindustri. Videre er det svært mange aktører i verftsindustrien internasjonalt. India, Japan og Sør-Korea er land som har en betydelig verftsindustri. Selskapene i OSV-bransjen kjøper i hovedsak PSV- og AHTS-skip fra verftene i Asia. Basert på det høye antallet verft i Asia kan en argumentere for at leverandørkonsentrasjonen er lav for PSV- og AHTS-segmentet. Aktørene i OSV-bransjen kjøper i hovedsak CSV-skip som er produsert ved norske verft. Antall verft som produserer CSV-skip er betydelig lavere enn for de andre segmentene. En kan dermed argumentere for at leverandørkonsentrasjonen her er noe høyere. Samlet sett kan vi konkludere med at leverandørkonsentrasjonen i OSV-bransjen er middels.

Byttekostnad

Vi sier at byttekostnaden for selskapene i bransjen er høy dersom kostnaden forbundet med å gå fra en leverandør til en annen er høy. I utgangspunktet kan man tenke seg at det er liten byttekostnad knyttet til det å gå fra et verft til et annet da skip i liten grad produseres på «samlebånd». Samtidig er det et faktum at mange av skipene som opererer i det norske OSV-markedet har søsterskip, altså at det er bygd flere skip med samme design. Vi kan argumentere for at designkostnaden går ned ved å benytte samme rederi på flere skip. Det kan tenkes at grunnen til dette er muligheten for stordriftsfordeler. Verftene får bygd flere skip av samme type, noe som gjør at behovet for individuelle tilpasninger i produksjonen blir lavere. Dette er kostnadsbesparende. Rederiene får flere skipstyper å forholde seg til og det kan tenkes at overføringseffekten hva gjelder erfaring og kompetanse går opp. En kan dermed argumentere for at det er en viss byttekostnad knyttet til leverandører. Dette peker i retning av noe leverandørmakt.

Økonomisk situasjon

Verftene, som OSV-selskapene, blir påvirket av aktiviteten i oljebransjen for øvrig. I gode tider har OSV-selskapene behov for flere skip for å møte etterspørselen fra sine kunder, og de kontraherer dermed flere skip (Stopford, 2009). I dårlige tider hvor flere skip ligger i opplag, har ikke OSV-selskapene behov for flere skip. I 2014, altså før den tøffe økonomiske situasjonen slo inn for fullt i OSV-markedet, ble det inngått kontrakter om 400 nye supplyskip på verdensbasis. I 2016 ble det totalt inngått 11 nybyggkontrakter. Når verftene har ledig kapasitet, vil deres forhandlingsmakt synke. Isolert sett gjør altså dagens økonomiske situasjon i OSV-markedet, og følgelig også i verftsindustrien, at leverandørmakten blir lavere.

Konklusjon

Vi har sett at det er forbundet en viss byttekostnad ved kontrahering av skip. Videre er det for CSV-segmentet noe leverandørkonsentrasjon som følge av at antallet potensielle verft begrenses. Likevel vil den økonomiske situasjonen i dagens OSV-markedet være tungtveiende for hvordan vi vil vurdere leverandørmakten på kort og mellomlang sikt. Vi konkluderer med at leverandørmakten er lav til middels.

4.2.5 Intern rivalisering

Porters femte kraft er rivaliseringen mellom konkurrentene i en bransje. Johnson et al. (2009) mener differensiering, balansen mellom konkurrentene, faste kostnader, utgangsbarrierer og bransjevekst påvirker rivaliseringen i bransjen. Vi vurderer disse elementene i det følgende.

Differensiering

Johnson et al. (2009) argumenterer for at rivaliseringen øker i bransjer med homogene produkter. Spesielt AHTS- og PSV-segmentet er homogent, dette peker i retning av høy rivalisering. CSV-segmentet er som tidligere diskutert preget av mer differensiering, noe som peker i retning av mindre rivalisering. For OSV-bransjen samlet sett kan vi konkludere med at differensiering fører til økt rivaliseringen.

Balansen mellom konkurrentene

Johnson et al. (2009) argumenterer for at graden av rivalisering gjerne øker i bransjer hvor konkurrenter er omtrent samme størrelse. SolstadFarstad er betydelig større enn sine konkurrenter målt etter antall skip. En kan derimot diskutere hvorvidt SolstadFarstad er en dominerende aktør i OSV-markedet. Johnson et al mener bransjer med en dominerende aktør tenderer til å bære preg av at de mindre aktørene har posisjonert seg i et nisje-segment av markedet. I en bransje med lite produktdifferensiering vil det være vanskelig å ta en nisjeposisjon. Selskapene i OSV-bransjen har skip innen de ulike segmentene, og selv om flåtesammensetningen er ulik kan vi vanskelig argumentere for at noen av aktørene har valgt en nisjeposisjon. Vi kan dermed konkludere med at balansen mellom konkurrentene fører til noe økt rivalisering.

Faste kostnader vs opplag

I OSV-bransjen generelt, og i PSV- og AHTS-segmentet spesielt, har ratene falt betraktelig. Det har vært eksempler på at ratene har vært så lave at de ikke har dekket de variable kostnadene til rederiene (Flaaten, 2015). Normalt sett ønsker man i en slik situasjon å ta skipet ut av operasjon da driften genererer negativ kontantstrøm. Med mer avansert teknologi på skipene har kostnaden ved å legge skip i opplag gått opp (Flaaten, 2015). Særlig på grunn av kostnadene ved å ta et skip ut av opplag, er det for mange aktører mindre kostnadsdrivende å ha et skip operativt enn å legge det i opplag. Denne situasjonen gjør at det blir værende flere skip i markedet enn hva tålelig grense er, dette tilbudsoverskuddet øker rivaliseringen i markedet.

Utgangsbarrierer

Rivaliseringen kan øke dersom det er vanskelig for aktører å komme seg ut av markedet. Den utfordrende tiden kan virke som en utgangsbarriere for aktørene i OSV-bransjen. Som nevnt i kapittel 2.1.6 kontraherte rederiene store mengder skip frem til og med 2013/2014, dette førte til at de har fått en stor oppbygning av gjeld. Prisen på skip har siden 2014 gått betraktelig ned på grunn av et tilbudsoverskudd. Dette vil si at aktører kan havne i en situasjon hvor de etter et eventuelt salg av skip vil sitte med en betydelig gjeld uten inntektsmulighetene et skip gir. Dette representerer en utgangsbarriere. Denne utgangsbarrieren fører til økt rivalisering i bransjen.

Bransjevekst

Johnson et al. (2009) argumenterer for at aktører i en bransje med lav eller negativ vekst, må vokse på bekostning av hverandre, og ikke vokse med veksten i markedet. Dette fører ofte til konkurranse på pris, noe som virker rivaliserende. Ratene i spesielt PSV og AHTS-markedet har gått betraktelig ned de siste årene som følge av overkapasitet. Den negative veksten i OSV-bransjen fører til økt rivalisering blant aktørene i næringen.

Konklusjon

Lite differensiering gjør at rivaliseringen i en bransje øker. OSV-bransjen er en bransje som ikke er preget av særlig differensiering, men dette varierer etter hvilket segment man vurderer. Balansen mellom de ulike aktørene i markedet tyder på at økt rivalisering. Med høy gjeldsoppbygning vil det per i dag være vanskelig for flere av aktørene å tre ut av markedet. Videre er det høye kostnader forbundet med å legge skip i opplag, noe som fører til at flere skip forblir operative. I tillegg gjør den negative bransjeveksten at aktørene i OSV-bransjen må vokse på bekostning av hverandre, dette fører til prispress. Basert på dette kan vi konkludere med at det er en betydelig rivalisering i OSV-bransjen.

4.2.6 Konklusjon Porter's five forces

Som vi nevnte innledningsvis er formålet med Porter's five forces å vurdere hvor attraktiv en bransje er gjennom en analyse av rivaliseringen i bransjen. Vi har gjennom denne analysen sett at de ulike elementene i Porter five forces ikke er enstemmig hva gjelder attraktiviteten. Etableringstrusselen til inntrengere og trusselen fra substitutter er liten, noe som peker i retning av at bransjen er attraktiv. Videre vurderte vi det dithen at leverandørmakten var lav til middels gitt dagens situasjon for spesielt verftsindustrien. Kundemakten vurderte vi til å være middels,

mye på grunn av at det er et tilbudsoverskudd i dagens marked. Til slutt så vi på rivaliseringen blant aktørene i OSV-bransjen. På grunn av store utgangsbarrierer og de høye kostnadene forbundet med det å legge skip i opplag konkluderte vi med at rivaliseringen i markedet har presset ratene ned. Dette har ført til at mange aktører ikke får dekket inn sine variable kostnader. Vi konkluderte derfor med at det er en betydelig rivalisering i OSV-markedet. Basert på diskusjonen i dette kapitlet mener vi at attraktiviteten til OSV-bransjen er lav.

4.3 Intern analyse

Vi vil i dette kapitlet vurdere hvorvidt de ulike ressursene til SolstadFarstad gir grunnlag for et varig konkurransefortrinn for selskapet. Vi vil benytte VRIO-rammeverket (Barney, 2014) som utgangspunkt for analysen. For å vurdere om en ressurs gir grunnlag for et varig konkurransefortrinn, vil vi i henhold til VRIO-rammeverket vurdere ressursens verdifullhet, sjeldenhet, hvorvidt det er imiterbart og om det er mulig å organisere ressursen.

Barney (2014) argumenterer for at en ressurs er verdifull dersom den fører til at selskapets kostnader går ned eller øker kundenes betalingsvillighet for produktene.

Videre må man vurdere om ressursen er sjeldent. Dersom en ressurs er verdifull, men flere aktører i markedet sitter på samme ressurs kan en vanskelig argumentere for at den gir grunnlaget for et konkurransefortrinn. En er da i en situasjon hvor det å ha ressursen blir redusert til et spørsmål om å overleve.

Dersom et selskap har en verdifull, sjelden ressurs kan dette ofte være et konkurransefortrinn. Samtidig er det essensielt at selskap som ønsker å etterligne ressursen må ha en kostnadsulempe ved å tilegne seg ressursen sammenlignet med de som allerede har ressursen. Dersom det er tilfellet at den er vanskelig å imitere, kan det gi grunnlag for varige konkurransefortrinn.

Til slutt må selskapet være organisert på en slik måte at en får utnyttet mulighetene ressursen gir. Barney (2014) argumenterer for at det ofte er komplementære ressurser som gir grunnlaget for at en får utnyttet en ressurs slik at den på sikt kan gi et varig konkurransefortrinn.

Vi vil i det følgende vurdere ressursene SolstadFarstad har opp mot konkurrentenes ressurser. Barney (2014) deler ressursene opp i fire kategoriene fysisk kapital, finansiell kapital, humankapital og organisatorisk kapital. Fysisk kapital inkluderer den fysiske teknologien og

utstyret og de geografiske lokasjonene. Finansiell kapital er de ulike måtene selskapet har og kan få tilgang til kapital på. Humankapital ser på de ansatte i selskapet. Organisatorisk kapital inkluderer egenskapene til hele selskapet; selskapskulturen og omdømmet. Vi tar utgangspunkt i denne inndelingen når vi skal vurdere ressursene til SolstadFarstad.

4.3.1 Fysisk kapital

Flåte

Flåtesammensetningen får betydning for hvordan selskapene i OSV-bransjen preseterer. I nedgangskonjunkturer blir det ekstra tydelig, da noen skipssegment blir påvirket i større grad enn andre segment. Som vi så i kapittel 2.1.7 har CSV-segmentet vært mer stabilt gjennom nedgangskonjunkturen enn de andre skipssegmentene. SolstadFarstad har relativt sett en mindre CSV-flåte sammenlignet med DOF og Siem. Dette vil være en konkurranseulempa på kort sikt da dette er det segmentet som er minst påvirket av konjunkturedgangen i OSV-bransjen.

Som vi så under kapittel 2.2 og kapittel 2.3 har flåten til SolstadFarstad en gjennomsnittlig levealder som er noe yngre enn flere av konkurrentene. Dette vil ofte være positivt da skipsteknologi er i stadig utvikling. Nyere skip kan gjøre mer avanserte oppgaver, samtidig som de ofte er mer energieffektive (innovasjonsmelding, norsk rederiforbund). Samtidig, som vi diskuterte i kapittel 4.2.5, vil kostnaden forbundet med å legge nye skip i opplag være høyere sammenlignet med eldre skip. På en annen side vil det fra kundens side gjerne være ønskelig at selskapet benytter nyere skip i operasjonen.

Flåten til SolstadFarstad er en verdifull ressurs for selskapet. Samtidig ser vi blant annet at DOF og Siems posisjon i CSV-segmentet er relativt større enn SolstadFarstads. En kan dermed konkludere med at SolstadFarstads flåte ikke er en sjelden ressurs. Videre er flåten imiterbar, kanskje mer nå enn tidligere gitt situasjonen for verftene som vi diskuterte i kapittel 4.2.4.

Vi kan dermed konkludere med at flåten til SolstadFarstad gir konkurransemessig paritet.

Geografiske lokasjoner

Som vi har sett tidligere har SolstadFarstad flere kontorer både i Norge og i utlandet. Størsteparten av SolstadFarstads aktivitet styres fra Solstads kontorer i Skudeneshavn som ligger på vestlandskysten. Videre er det fortsatt aktivitet ved Farstads tidligere hovedkontor i Fosnavåg. Den norske maritime klyngen, spesielt tilknyttet offshore service, ligger i hovedsak

langs vestlandskysten som sett i kapittel 4.1.4. Dette gjør at SolstadFarstad ligger i umiddelbar nærhet til flere aktører i deres verdikjede, både leverandører og kunder.

Videre har SolstadFarstad kontorer i flere land hvor de har operasjoner eller som er i nærheten av land de har operasjoner i, dette ble tatt opp i kapittel 2.2.4. Disse lokasjonene gjør at de er i stand til å ha lokale ansatte i større grad, noe som vil gjøre det lettere å forstå kulturen i landet de opererer i. Det vil kunne være med på å høste goodwill i vertsnasjonen, og dersom det skulle oppstå en situasjon i operasjonslandet vil det være lettere å håndtere den lokalt.

SolstadFarstads geografiske plassering er en verdifull ressurs for dem. Vi så under presentasjonen av konkurrentene i OSV-bransjen også har kontorer i landene hvor de opererer. Som vi så i kapittel 2.3 har konkurrentene operasjoner i nesten helt samme land. Den geografiske plasseringen er altså ikke en sjelden ressurs for SolstadFarstad, og den er beviselig lett imiterbar.

Vi kan på bakgrunn av dette konkludere med at geografiske lokasjoner gir konkurransemessig paritet for SolstadFarstad.

4.3.2 Finansiell kapital

Eiersammensetning

I en bransje som er preget av økonomisk utfordrende tider er det viktig å ha solid egenkapital for å komme seg helskinnet igjennom denne perioden. Egenkapitalen i seg selv vil vi vurdere i regnskapsanalysen. Vi ønsker i denne delen å vurdere hvorvidt eierne til SolstadFarstad gir grunnlag til å være et varig konkurransefortrinn.

SolstadFarstad er i motsetning til sine konkurrenter ikke eid av familieselskap. Både DOF, Havila og Siem har sine respektive familieselskap som majoritets- eller opp mot majoritetsseiere. SolstadFarstad på sin side er eid av et bredere spekter av aksjonærer, med Hemen Holding og Aker ASA med sine datterselskaper i spissen. Dette er investorer som i større grad har en diversifisert portefølje enn familieselskapene som preger hovedaksjonærene hos konkurrentene. Dette gjør at SolstadFarstad kan benytte seg av den finansielle kompetansen disse profesjonelle investorene besitter (Fiskeridepartementet, 2014). I tillegg gir det muligheter til samarbeid med andre beslektede selskaper. Et eksempel på dette er samarbeidet mellom Deep Sea Aquaculture og Marine Harvest. Det er nærliggende å tro at

dette samarbeidet kom på plass som følge av felles eierskap under John Fredriksens Hemen Holding.

Ved å ha eiere med en bredere portefølje enn tilnærmet utelukkende Offshore Supply-rederier, har ikke eierne blitt påvirket av de utfordrende tidene i like stor grad. Følgelig står selskapet styrket i en situasjon hvor det vil være nødvendig å få tilført ny kapital fra eierne. Vi mener derfor eierne er en verdifull ressurs for SolstadFarstad.

Som nevnt er SolstadFarstad det eneste OSV-selskapet som ikke er eid av familieselskap. Dette gjør at ressursen knyttet til eierskap er sjeldent i bransjen. Det er på det rene at den er lett imiterbar for konkurrerende selskaper, men spørsmålet er om det er ønskelig for konkurrerende selskaper å imitere ressursen. Sett fra et eierståsted i konkurrerende selskaper kan det være ønskelig å ha OSV-selskapet innad i familien. Uavhengig av dette vil det beviselig være lett å imitere eiersammensetningen. Den nye eiersammensetningen vil derfor ikke være et varig, men et midlertidig konkurransefortrinn for SolstadFarstad.

4.3.3 Humankapital

Farstad påpeker i sin virksomhetsrapport (2013) at de ansatte er deres viktigste ressurs. I SolstadFarstad er opp mot 88 % av de ansatte sjøfolk. Disse sitter på den operative kompetansen og erfaringen i selskapet. Ettersom mye av arbeidet er teknisk krevende, er dette en svært viktig ressurs å inneha ettersom kravene fra kunde blir større jo mer komplekse operasjonene blir. For å opprettholde denne ressursen er selskapet avhengig av å beholde de ansatte i selskapet samtidig som de rekrutterer nye ansatte. De siste årene har vi sett at selskapet har nedbemannet i flere omganger på grunn av den vanskelig økonomiske situasjonen. De gjenværende ansatte blir følgelig en viktigere ressurs for selskapet.

I midlertid er det vanskelig å argumentere for at de ansatte er en varig ressursfordel for selskapet da det er ingenting som hindrer de ansatte å ta den kompetansen og erfaringen de besitter over til et annet selskap. En kan heller ikke argumentere for at det er en sjelden ressurs da konkurrentene også har ansatte med tilsvarende kompetanse og erfaring.

En kan konkludere med at de ansatte gir konkurransemessig paritet for SolstadFarstad.

4.3.4 Organisatorisk kapital

Kultur

Kulturen i et selskapet er en viktig ressurs da det vil være med å motivere og beholde ansatte i selskapet (Boye & Meyer, 2008). Som nevnt tidligere har SolstadFarstad nylig vært i en fusjonsprosess. Enehaug & Thune (2007) argumenterer for at organisasjonskulturen i selskaper blir utfordret i fusjonsprosesser. Enehaug & Thune (2007) mener den vanskeligste delen i en fusjon er å integrere menneskelige ressurser og kulturer. Når mennesker kommer fra organisasjoner med ulik organisasjonskultur og struktur, vil det i praksis være vanskelig å hente ut fusjonsgevinsten på grunn av et uheldig reaksjonsmønster fra menneskene i organisasjonen. Enehaug & Thune (2007) argumenterer for at ledelsen i mange fusjonerte selskaper ikke forstår hvordan fusjonsprosessen påvirker «holdninger, handlinger og reaksjoner» blant de ansatte.

Fusjonen i SolstadFarstad skjedde i inneværende år, altså svært kort tid siden. Av den grunn er det vanskelig for utenforstående å vite noe om hvordan integrasjonen av de tre selskapene har påvirket og påvirker kulturen i SolstadFarstad. I følge Boye & Meyer (2008) påvirkes organisasjonskulturen i stor grad, spesielt i tiden etter en fusjon. I tiden etter en fusjon vil det komme både direkte og indirekte fusjonskostnader knyttet til det å opprettholde og bygge en god kultur innad i den nye organisasjonen. I følge Enehaug & Thune (2007) tar denne prosessen erfaringsmessig lang tid. En kan dermed argumentere for at kulturen i SolstadFarstad vil være en midlertidig konkurranseulempe for selskapet i tiden fremover.

Omdømme

Som nevnt i kapittel 2.2.1 var både Solstad og Farstad familieeide selskaper med røtter tilbake til 60- og 70-tallet. De har hatt en betydelig lokal forankring ved at de har vært representert med en stor organisasjon på små steder langs vestlandskysten. 24. august i år kom SolstadFarstad med en pressemelding om at de skal nedbemanne med 35 stillinger ved Farstads tidligere kontor i Ålesund og med 6-7 stillinger ved selskapets hovedkontor i Fosnavåg (Helgesen & Stige, 2017). En kan tenke seg at SolstadFarstad har lidd et omdømmetap som følge av nedbemanningen, spesielt i tidligere «Farstadland». En kan tenke seg at omdømmetapet først og fremst kommer blant lokalbefolkningen. Det er derimot tvilsomt om dette vil ha innvirkning på selskapets inntjening og resultat. Vi mener dermed at et eventuelt omdømmetap som følge av fusjonen ikke er en konkurransemessig ulempe for SolstadFarstad.

4.3.5 Konklusjon/oppsummering

Tabell 4.2 oppsummerer de ulike elementene som har vært diskutert over, ser på om de er en styrke eller svakhet for selskapet og om de gir grunnlag for å være et varig konkurransefortrinn.

	Verdifull	Sjelden	Iimiterbar	Organisert	Styrke/Svakhet	Resultat
Flåte	X				Styrke	Paritet
Geografisk lokasjon	X				Styrke	Paritet
Egenkapital	X	X		X	Styrke	Konkurransefortrinn
Ansatte	X				Styrke	Paritet
Kultur					Svakhet	Konkurranseulempe
Omdømme					Svakhet	Paritet

Tabell 4.2: VRIO-analyse, oppsummering

Vi ser altså at det som danner grunnlaget for en konkurransefortrinn er nye eierne i SolstadFarstad. Dette konkurransefortrinnet vil kunne være av stor betydning for selskapet på sikt. Kulturen i selskapet mener vi er en konkurranseulempe. Bakgrunnen for dette er utfordringene som følger av å integrere tre selskaper i et selskap etter en fusjon. Siden fusjonen nylig har funnet sted er det forventet at dette vil gi innvirkning på selskapet i fremtiden. Konkurranseulempen knyttet til fusjonen vil dermed få innvirkning på fremtidsregnskapet i kapittel 9.

4.4 SWOT

Vi vil i dette kapittelet oppsummere den strategiske analysen i en SWOT-analyse. En SWOT-analyse ser på de interne styrkene og svakhetene ved et selskap, og de eksterne mulighetene og truslene i bransjen for øvrig (Thompson, 2001). Ved å ta utgangspunkt i de foregående analysene, Porter's five forces, PESTEL og VRIO, vil gi forsøke å gi et bilde på SolstadFarstads strategiske posisjon. Tabell 4.2 viser SWOT-analysen.

<p style="text-align: center;">Styrker</p> <ul style="list-style-type: none"> - Nye eiere - Ung flåte 	<p style="text-align: center;">Muligheter</p> <ul style="list-style-type: none"> - Nye markeder, havbruk og vindkraft
<p style="text-align: center;">Svakheter</p> <ul style="list-style-type: none"> - Lavere CSV-andel - Kulturutfordringer som følge av fusjon 	<p style="text-align: center;">Trusler</p> <ul style="list-style-type: none"> - Lavere aktivitetsnivå - Manglende tiltrekningskraft på arbeidskraft

Tabell 4.3: SWOT-analyse

De nye eierne representerer en styrke for SolstadFarstad. Eierne er profesjonelle aktører med bred erfaring innenfor flere ulike bransjen. Erfaringen og innsikten fra disse eierne vil kunne være en viktig ressurs for SolstadFarstad. Videre har SolstadFarstad en flåte som er yngre enn flere av konkurrentene. I kapittel 4.3.1 argumenterte vi for at en yngre flåte sender positive signal til kundene. Kostnadene forbundet med nyere skip er lavere enn for eldre.

I kapittel 2.1.7 argumenterte vi for at CSV-segmentet er det segmentet som er minst påvirket av de utfordrende tidene i OSV-bransjen. Med lange kontrakter og ratenivåer som ikke har blitt like påvirket som de andre segmentene, er dette et segment som har vist seg å være viktig å ha en betydelig posisjon i. SolstadFarstad har den nest laveste andelen CSV-skip av selskapene som inngår i bransjesammenligningen. I lys av dagens situasjon i OSV-markedet representerer dette en svakhet for SolstadFarstad. Videre vil det som vi diskuterte være utfordrende å bygge en god organisasjonskultur etter en fusjon. Dette representerer en midlertidig konkurranseulempe for SolstadFarstad.

Petroleumsnæringen er og har vært den absolutt viktigste inntektskilden for OSV-selskapene. I den senere tid har selskapene begynt å se på muligheten for å benytte sine ressurser og erfaringer i andre markeder. I kapittel 2.2.1 nevnte vi at SolstadFarstad har inngått et samarbeid med Marine Harvest innen akvakultur. I tillegg nevner næringen selv havvind som et marked som kan være aktuelt for OSV-selskapene å gå inn i, dette ble diskutert i kapittel 4.1.4.

Selv om markedet for OSV-tjenester har gått betydelig ned de siste årene er det ikke gitt at markedet er på vei opp igjen i nær fremtid. Det er fortsatt knyttet usikkerhet til om aktivitets-

og/eller ratenivået skal opp den nærmeste tiden. Denne uvissheten i et allerede utfordrende marked utgjør en trussel for SolstadFarstad. Videre vil det være viktig for SolstadFarstad å tiltrekke seg kompetent arbeidskraft for å kunne tilby konkurransedyktige tjenester i fremtiden. Samlet sett bærer analysen preg av at SolstadFarstad og bransjen for øvrig er i vanskelig tider, og følgene av dette er ventet å henge ved selskapet i en tid fremover.

5. Regnskapsanalyse

Vi vil i denne delen analysere de historiske regnskapsdataene for SolstadFarstad. Regnskapsanalysen, som omfatter kapittel 6-8, vil sammen med den strategiske analysen i kapittel 4 danne grunnlaget for å vurdere framtidsutsiktene for selskapet. I kapittel 5 vil vi klargjøre regnskapsdataene for videre analyse. Først følger en redegjørelse av analysenivå og analyseperiode. Videre vil vi utarbeide et estimat på regnskapstall for hele 2017 basert på kvartalsrapporter for konsernet og regnskapsdata for 2016. Deretter omgrupperes regnskapet fra å være mest kreditororientert til å bli mer investororientert. Til slutt vil vi vurdere hvorvidt vi skal justere for målefeil, samt gjøre rede for videre forholdstallanalyse.

5.1 Rammer for regnskapsanalyse

Før vi kan gå i gang med å klargjøre regnskapet for regnskapsanalyse er det enkelte elementer man må gjøre rede for som vil danne grunnlaget for videre analyse. Først må vi vurdere hvilket analysenivå vi ønsker å se på, deretter må vi velge analyseperiode før vi til slutt velger hvilke komparative virksomheter vi ønsker å benytte som sammenligningsgrunnlag for SolstadFarstad.

5.1.1 Valg av analysenivå

Vi vil her klargjøre hvorvidt vi ønsker å se på konsernet som helhet i regnskapsanalysen, eller se på de ulike selskapene som inngår i konsernet. I følge Knivsflå (2017a) er det ønskelig å se på selskapene hver for seg dersom selskapene som inngår i konsernet har avvikende virksomhetsområder eller at selskapene ikke opererer under like forhold. Dersom dette er tilfellet vil det være ønskelig å benytte en såkalt «sum-of-parts valuation» (Damodaran, 2012). Dette kan gjøres på formen

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

Utfordringen med «sum-of-parts valuation» er som regel mangelen på informasjon. I SolstadFarstad-konsernet inngår det flere datterselskaper, og vi har ikke utfyllende regnskapsinformasjon om alle datterselskapene som inngår i konsernet. Det vi derimot har er informasjon om selskapene som inngikk i fusjonen, da disse frem til og med 2016 har avlagt regnskap uavhengig av hverandre. Dette fører til at vi har god informasjonstilgang for å

vurdere selskapene hver for seg i en «sum-of-parts valuation». Selskapene har svært likt virksomhetsområde ved at de er representert i de ulike skipssegmentene. I tillegg opererer de under like forhold ved at alle har er godt representert på norsk sokkel med en betydelig internasjonal virksomhet i mange av de samme landene. Dette taler for at vi ikke opplever et stort informasjonstap ved å behandle selskapene samlet. Vi har valgt å analysere SolstadFarstad på konsernnivå, men siden vi har regnskapsdata for selskapene hver for seg vil vi analysere disse nærmere der det tilfører økt informasjonsverdi i verdivurderingen.

5.1.2 Valg av analyseperiode

Valg av analyseperiode vil basere seg på både hvor stabil en virksomhet har vært over tid og hvorvidt bransjen er syklisk (Knivsflå, 2017a). Dersom en virksomhet har vist seg å være stabil over tid vil en kunne benytte en lengre analyseperiode da historisk regnskapsdata vil beskrive dagens virksomhet i større grad enn dersom virksomheten varierer i stor grad over tid. Selv om også OSV-bransjen er påvirket av teknologiske nyvinninger, har hovedgeskjeften til SolstadFarstad forandret seg i liten grad. Selskapet har vært involvert i oppkjøp, noe som har ført til at selskapet har forandret seg noe over tid. Det faktum at selskapet nylig er fusjonert vil få begrenset betydning for valg av analyseperioden da vi uansett blir nødt til å legge sammen regnskapene for de tre selskapene.

I kapittel 2.1.4 fremholdt vi at OSV-bransjen er svært syklisk. Dette taler for at vi velger en lengre analyseperiode, grunnen til dette er at vi ønsker å få med både oppgangs- og nedgangskonjunkturer. Gjennomsnitt vil over tid gi et «normalt» bilde av virksomheten og bransjen. Som vi diskuterte i kapittel 2.1.7 er OSV-bransjen i en nedgangskonjunktur per nå, det vil dermed være viktig å ta med seg år som kan bidra til å normalisere dette bildet.

Gitt det faktum at bransjen er syklisk og at virksomheten er stabil over tid, har vi valgt en analyseperiode på 11 år. Første år i vår analyse er 2007 og siste år er 2017T. Vi vurderer denne analyseperioden tilstrekkelig for å få med både oppgangs- og nedgangskonjunkturer i OSV-bransjen.

5.1.3 Komparative virksomheter

Som presentert i kapittel 2.3 vil DOF, Siem og Havila utgjøre våre komparative virksomheter. Knivsflå (2017a) argumenterer for at selskapet man verdsetter bør inngå som en del av bransjen. SolstadFarstad står samlet sett for nærmere 40 % av omsetningen i bransjen. Ved å

inkludere selskapet i analysen vil vi ende opp med å sammenligne selskapet med seg selv i stor grad. Ved å ekskludere SolstadFarstad fra bransjegrunnelaget vil vi i større grad få fram forskjellene på SolstadFarstad og konkurrentene. Vi har derfor valgt å la DOF, Siem og Havila inngå i sammenligningsgrunnelaget uten å inkludere SolstadFarstad.

5.2 Presentasjon av regnskap

I dette kapittelet presenterer vi sammenslåtte årsregnskap for de tre fusjonerte selskapene. Vi behandler regnskapet for SolstadFarstad som om de hadde vært ett selskap hele perioden. Siden selskapene har benyttet forskjellig oppsett på sekkepostene har vi laget et standardoppsett som vi har konvertert alle regnskapene til. Vi har hatt til hensikt å få frem mest mulig interessant informasjon for alle selskapene da vi laget standardoppsettet. Informasjonen er hentet fra årsrapportene til de respektive selskapene. Regnskapene som presenteres her danner grunnlaget for videre omgruppering og analyse.

Regnskapstallene fra Deep Sea ble presentert i USD, mens Solstad og Farstad har presentert regnskapene i NOK. Vi har valgt å benytte NOK som presentasjonsvaluta for SolstadFarstad, følgelig måtte vi konvertere regnskapene til Deep Sea fra USD til NOK. For resultatregnskapet har vi valgt å benytte gjennomsnittlig vekslingskurs i det respektive året, mens vi for balanseposter har valgt å benytte kurs på balansedagen som grunnlag for valutakonverteringen. Tallene presenteres i hele millioner NOK.

Konsolidering av regnskapene av de tre ulike selskapene er etter vårt skjønn den beste fremgangsmåten for å gi et mest mulig rettviseende bilde av historisk regnskapsinformasjon for SolstadFarstad som helhet. Vi har ikke tatt høyde for eventuelle konserninterne transaksjoner ved konsollideringen. Dersom dette har forekommet ville det i prinsippet gjort at regnskapet vi presenterer er overvurdert. Som presentert i delkapittel 2.2.1 har selskapene inntil 2017 vært konkurrenter i samme bransje uten å være del av hverandres verdikjede. Vi anser det dermed som lite sannsynlig at konserninterne transaksjoner av vesentlig betydning har funnet sted før selskapet fusjonerte. Vi velger derfor å ikke ta hensyn til dette i vår analyse.

5.2.1 Presentasjon av resultatregnskap

Vi ser av tabell 5.1 at veksten i fraktinntekter har vært høy i årene fra 2007 til og med 2014 med unntak av 2010 og 2013 hvor veksten har vært mer beskjeden. Både i 2015 og 2016

opplevde SolstadFarstad et betydelig fall i driftsinntektene. Dette følger trenden i OSV-markedet som har vært, og er, i en nedgangskonjunktur, jamfør kapittel 2.1.7. Denne perioden har som nevnt vært preget av lavere offshoreaktivitet og fallende ratenivå. Dette forklarer fallet i driftsinntektene de siste årene.

Driftskostnadene har fulgt utviklingen i driftsinntektene i stor grad over analyseperioden med unntak av år 2010 og 2015. Dette viser at kostnadene i stor grad er driftsrelatert og påvirkes direkte av aktivitetsnivået. Spesielt lønnskostnader og andre driftskostnader følger utviklingen i driftsinntektene tett. Administrasjonskostnadene utvikler seg mer uavhengig av driftsinntektene.

Finanskostnadene har variert noe siden 2007, men vi ser en betydelig økning fra 2013. Dette henger sammen med en økning i flåtestørrelsen til rederiet. Som vi så i kapittel 2.1.6 er dette noe som virker tyngende i en nedgangskonjunktur.

Annen fullstendig inntekt er en betydelig post i flere år, grunnen til dette er i stor grad konverteringen fra USD til NOK for Deep Sea. Endringer i valutakursen vil forklare mye av bevegelsen i balansepostene til Deep Sea. Vi har valgt å sette valutakurseffekten under annen fullstendig inntekt for å få egenkapitalbevegelsene *matematisk* korrekt.

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017T
Frakttinntekter	5 260	6 151	6 809	6 767	7 273	7 720	7 841	8 644	8 111	5 415	4 676
CSV	682	664	1 177	1 350	1 603	1 824	2 003	2 228	2 815	2 597	2 113
AHTS	3 326	4 058	4 012	3 786	3 860	3 958	3 809	4 061	3 308	1 877	1 650
PSV	1 252	1 429	1 619	1 631	1 810	1 938	2 028	2 355	1 988	941	913
Annen driftsinntekt	48	-84	169	50	37	53	33	119	155	213	92
Gevinst/tap ved salg av skip	311	239	-3	62	154	43	43	62	-5	-150	
Sum driftsinntekter	5 619	6 306	6 975	6 878	7 465	7 817	7 917	8 825	8 261	5 478	4 768
Lønnskostnader mannskap	-1 272	-1 529	-1 906	-2 322	-2 738	-2 888	-2 811	-3 115	-3 053	-2 285	-2 028
Administrasjon	-268	-329	-390	-484	-572	-625	-648	-834	-1 015	-978	-905
Andre driftskostnader	-701	-749	-1 027	-1 291	-1 291	-1 357	-1 288	-1 349	-1 105	-892	-809
Andel resultat felleskontrollert virksomhet	11	41	2	3	-2	20	61	84	-426	-98	45
Sum driftskostnader	-2 229	-2 566	-3 320	-4 094	-4 604	-4 850	-4 686	-5 214	-5 599	-4 254	-3 696
Resultat før av- og nedskrivninger (EBITDA)	3 390	3 740	3 655	2 784	2 861	2 966	3 231	3 611	2 662	1 225	1 072
Avskrivninger	-871	-1 057	-1 412	-1 375	-1 639	-1 349	-1 162	-1 437	-1 592	-1 666	-1 846
Nedskrivninger								-57	-3 340	-4 654	
Gevinst/tap investeringer					70						
Driftsresultat (EBIT)	2 519	2 683	2 242	1 409	1 293	1 618	2 069	2 117	-2 271	-5 095	-774
Gevinst/tap investeringer	71	-211	147	117			28	1		171	
Andel resultat tilknyttede selskaper					2	5	6	1	-1	-2	5
Valutagevinst/tap	97	-487	556	-19	-54	23	-237	-840	-1 299	482	35
Annen finansinntekt	393	191	408	233	160	153	663	81	71	99	1 948
Annen finanskostnad	-658	-1 127	-793	-1 084	-1 265	-1 132	-1 118	-1 227	-1 387	-1 401	-1 723
Netto finansposter	-97	-1 635	319	-753	-1 157	-951	-657	-1 984	-2 617	-651	266
Resultat før skattekostnad	2 422	1 049	2 561	656	136	667	1 412	133	-4 887	-5 746	-508
Skattekostnad	-1 492	505	730	-220	30	16	-78	-34	-110	-92	-37
Årets resultat	929	1 553	3 292	435	166	683	1 334	99	-4 998	-5 839	-545
Annen fullstendig inntekt som kan reklassifi:	114	38	61	16	-60	-193	14	128	283	131	-63
Annen fullstendig inntekt som ikke kan rekla	25	219	-163	9	-30	-62	115	304	572	-98	36
Totalresultat	1 069	1 810	3 189	461	77	428	1 463	531	-4 142	-5 805	-573
Resultat til majoritet	906	1 572	3 281	465	211	663	1 340	138	-4 974	-5 878	-541
Resultat til minoritet	23	-19	10	-29	-45	20	-6	-38	-23	39	-4

Tabell 5.1: Resultatregnskap SolstadFarstad, 2007-2017

5.2.2 Presentasjon av balanseoppstilling

Tabell 5.2 og 5.3 viser balanseoppstillingen for SolstadFarstad. Vi ser at fra 2007 til og med 2014 har flåten vokst gjennomgående, med unntak av 2012. Rederiet har hatt en bevisst vekststrategi, og følgelig har de kontrahert nye skip. I 2015 og 2016 måtte rederiet skrive ned store verdier som vi ser i resultatregnskapet. I 2015 går balanseført verdi på flåten ned, mens det øker noe i 2016. Grunnen til dette er i hovedsak fusjonen mellom Solstad og REM i desember 2016

Samtidig som flåten har vokst, har også langsiktig gjeld økt. Veksten har altså i stor grad vært gjeldsfinansiert, dette er i tråd med hva som er tilfellet for resten av bransjen som diskutert i kapittel 2.1.6. Forholdet mellom langsiktig og kortsiktig gjeld påvirkes i 2016 av at en stor andel av langsiktig gjeld ble reklassifisert til kortsiktig gjeld for Farstad som følge av brudd på covenantskrav. Det blir opplyst i notene i årsrapporten at Farstad hadde reforhandlet

gjeldsbetingelsene etter balansedagen. Denne reklassifiseringen er derfor reversert i første kvartalsrapport for 2017.

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017T
Anleggsmidler											
Immaterielle eiendeler											
Utsatt skattefordel		79		36	113	168	123	146	93	41	41
Goodwill	30	30	30	30	112	100	97	102	58		
Sum immaterielle eiendeler	30	109	30	66	225	268	219	248	151	41	41
Anleggsmidler											
Skip og skip under bygging	17 189	20 697	24 224	28 550	29 693	29 148	27 858	37 343	33 248	36 344	35 140
Sum anleggsmidler	17 189	20 697	24 224	28 550	29 693	29 148	27 858	37 343	33 248	36 344	35 140
Finansielle anleggsmidler											
Investeringer i aksjer og andeler	1 185	1 093	27	31	33	239	1 010	360	673	717	723
Langsiktige fordringer	68	30	31	40	67	85	93	77	20	85	93
Andre finansielle anleggsmidler	566	323	362	305	285	276	233	149	119	83	109
Sum finansielle anleggsmidler	1 819	1 446	420	376	386	600	1 335	586	812	885	925
Sum anleggsmidler	19 038	22 252	24 675	28 992	30 304	30 016	29 413	38 177	34 211	37 269	36 106
Omløpsmidler											
Beholdninger	46	45	82	117	131	145	139	169	151	166	193
Kontanter og kontantekvivalenter	2 684	2 810	3 153	3 254	2 241	2 527	3 233	3 901	3 257	2 951	2 785
Kundefordringer	1 076	1 366	1 069	1 146	1 448	1 309	1 461	1 643	1 241	993	1 211
Andre kortsiktige fordringer	276	268	494	379	319	388	493	611	454	542	540
Forskuddsbetalte kostnader	186	107	103	69	65	94	141	96	86	82	85
Andre finansielle omløpsmidler	110	90	295	175	151	127	202	362	214	52	39
Sum omløpsmidler	4 378	4 686	5 197	5 138	4 354	4 591	5 670	6 783	5 403	4 785	4 853
Eiendeler holdt for salg				447	5		136		176	564	586
SUM EIENDELER	23 416	26 938	29 871	34 578	34 662	34 607	35 219	44 959	39 790	42 619	41 545

Tabell 5.2: Eiendeler SolstadFarstad, 2007-2017

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017T
Egenkapital											
Innskutt egenkapital											
Aksjekapital	129	133	130	129	132	131	132	1 660	162	267	432
Overkurs	556	312	1 834	1 778	1 780	1 891	1 894	1 853	3 621	4 134	5 595
Annen innskutt egenkapital	111	111	111	111	224	112	111	111	111	111	111
Sum innskutt egenkapital	796	556	2 075	2 019	2 136	2 133	2 137	3 623	3 895	4 512	6 138
Opptjent egenkapital											
Annen egenkapital	7 178	8 350	9 736	10 075	10 137	10 297	11 309	11 442	6 801	1 111	1 733
Sum opptjent egenkapital	7 178	8 350	9 736	10 075	10 137	10 297	11 309	11 442	6 801	1 111	1 733
Minoritetsinteresser	36	17	19	425	-61	-42	-49	-89	-115	-63	59
Sum egenkapital	8 010	8 923	11 830	12 518	12 211	12 388	13 397	14 976	10 580	5 559	7 931
Gjeld											
Avsetning for forpliktelser											
Utsatt skatt	33		42		48	44	42	43	43	40	38
Utsatt inntekt	20	66	44	27	29	26	7	20	10	195	114
Pensjonsforpliktelser	60	56	61	62	65	84	178	199	106	123	281
Langsiktig skattegjeld	1 300	761		98	50						
Sum avsetning for forpliktelser	1 414	883	146	187	192	153	226	262	159	358	433
Langsiktig gjeld											
Leasingforpliktelser	918	1 576	1 218	1 147	1 078	910	1 352	1 157	1 310	4 980	3 193
Gjeld til kredittinstitusjoner	8 763	11 696	13 637	16 333	16 893	15 457	15 762	22 702	20 816	19 024	26 731
Annen langsiktig gjeld	389	903	352	308	324	457	276	681	756	456	478
Sum langsiktig gjeld	10 070	14 175	15 207	17 787	18 295	16 825	17 390	24 540	22 883	24 460	30 403
Kortsiktig gjeld											
Leverandørgjeld	371	547	360	610	573	543	427	796	380	619	589
Betalbar skatt	186	155	114	157	119	102	47	67	97	71	68
Kortsiktig del av langsiktig gjeld	2 108	1 150	1 483	2 135	2 205	3 500	2 643	2 828	4 361	10 627	1 124
Avsatt utbytte	275										
Annen kortsiktig gjeld	984	1 105	731	897	1 067	1 096	1 088	1 489	1 329	925	999
Sum kortsiktig gjeld	3 923	2 957	2 689	3 798	3 964	5 242	4 205	5 181	6 167	12 241	2 779
Eiendeler holdt for salg				287							
Sum gjeld	15 406	18 015	18 042	22 060	22 451	22 219	21 822	29 983	29 210	37 059	33 614
SUM EGENKAPITAL OG GJELD	23 416	26 938	29 871	34 578	34 662	34 607	35 219	44 959	39 790	42 619	41 545

Tabell 5.3: Egenkapital og gjeld SolstadFarstad, 2007-2017

5.2.3 Presentasjon av egenkapitalbevegelser

Vi ser av tabell 5.4 at egenkapitalen har økt gjennomgående mellom 2007 og 2014 med unntak av et mindre fall i 2011. I 2015 og 2016 har egenkapitalen gått betydelig ned som følge av nedgangskonjunkturen i næringen. Selskapet måtte i disse årene foreta store nedskrivninger, dette forklarer en betydelig del av nedgangen i egenkapitalen i disse årene. Videre har det blitt foretatt store kapitalinnskudd i perioden. Deep Sea hentet over 1,4mrd NOK i 2014, og i 2016 og 2017 ser vi effekten av betydelige innskudd i forbindelse med refinansiering og fusjonering som nevnt i delkapittel 2.2.2. Avslutningsvis ser vi at utgående egenkapital i 2014 og 2015 påvirkes i betydelig grad av endringer i vekslingskursen mellom USD og NOK, dette synliggjøres som tidligere nevnt under posten annen fullstendig inntekt.

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017T
Egenkapital inngående	8 228	7 973	8 906	11 811	12 093	12 273	12 430	13 446	15 065	10 695	5 623
Korreksjon UB året før		28					-113				
Årets resultat	906	1 572	3 281	465	211	663	1 340	138	-4 974	-5 878	-541
Annet fullstendig inntekt	139	257	-102	25	-90	-255	129	432	855	34	-27
Betalt utbytte	-1 242	-938	-271	-211	-233	-253	-311	-388	-252		
Kapitalinnskudd	-59	7	-5	4	347	3	-28	1 437	1	771	1 655
Andre justeringer		9	2		-56						1 162
Egenkapital utgående	7 973	8 906	11 811	12 093	12 273	12 430	13 446	15 065	10 695	5 623	7 871

Tabell 5.4: Egenkapitalbevegelser SolstadFarstad, 2007-2017

5.3 Trailing

De siste tilgjengelige årsrapportene for selskapene som inngår i fusjonen er fra 2016. Vi ønsker å få et estimat på resultatregnskapet og balansen for 2017 basert på tilgjengelige kvartalsrapporter. SolstadFarstad har per 03.11 kun gitt ut kvartalsrapport for andre kvartal. Denne rapporten presenterer kun regnskapstall for Solstad på grunn av at fusjonen ble gjennomført rett før utgangen av andre kvartal. Farstad og Deep Sea var tatt av børs per utgangen av andre kvartal og offentliggjorde dermed ikke kvartalsregnskap. Første kvartal er eneste kvartal vi har for alle tre selskapene, og vi velger derfor å traile med utgangspunkt i resultatrapport for første kvartal 2017.

Vi har trailet selskapene hver for seg før vi har slått de sammen til et estimat for 2017, dette presenteres i tabell 5-5.

	2016 Q1-Q4	2016 Q1	2017 Q1	Trailing uten vekst	Vekst- justering	2017T	Endring i prosent
Fraktinntekter	5 530	1 654	1 154	5 030		4 676	-15,44 %
CSV	2 686	786	566	2 466	-533	2 113	-21,36 %
AHTS	1 898	600	352	1 650	-522	1 650	-13,03 %
PSV	946	269	236	913	-73	913	-3,44 %
Annen driftsinntekt	97	7	1	92	-114	92	-5,64 %
Gevinst/tap ved salg av skip	-150	-150					-100,00 %
Sum driftsinntekter	5 477	1 511	1 155	5 121		4 768	-12,95 %
Lønnskostnader mannskap	-2 287	-622	-804	-2 100	-1 074	-2 028	-11,33 %
Administrasjonskostnader	-975	-256	-244	-968	-82	-905	-7,20 %
Andre driftskostnader	-893	-238	-319	-834	-458	-809	-9,47 %
Andel resultat felleskontrollerte selskaper	-99	-12	4	-83		45	-145,83 %
Sum driftskostnader	-4 255	-1 128	-1 363	-3 986		-3 696	-13,13 %
Resultat før av- og nedskrivninger (EBITDA)	1 223	383	-208	1 135		1 072	-12,34 %
Avskrivninger	-1 667	-363	-446	-1 751	161	-1 846	10,71 %
Nedskrivninger	-4 657						-100,00 %
Driftsresultat (EBIT)	-5 102	20	-654	-615		-774	-84,83 %
Gevinst/tap investeringer	-604						-100,00 %
Andel resultat tilknyttede selskaper	-2	-2	6			5	-314,39 %
Valutagevinst/tap	482	521	35	22		35	-92,69 %
Annen finansinntekt	103	54	1 792	1 748		1 948	1789,79 %
Annen finanskostnad	-1 406	-328	-431	-835		-1 723	22,56 %
Netto finansposter	-652	245	1 402	-266		266	-140,77 %
Resultat før skattekostnad	-5 754	265	749	-674		-508	-91,16 %
Skattekostnad	-97	-18	-5	-2		-37	-62,00 %
Årets resultat	-5 850	247	744			-545	-90,68 %
Annen fullstendig inntekt	367	9	-19	45		-27	-107,45 %
Totalresultat	-5 722	256	725			-573	-89,99 %

Tabell 5.5: Trailing SolstadFarstad 2017

Trailingen bærer preg av at det er utfordrende tider i OSV-markedet. Dette fører til at det vil være vanskelig å få et godt estimat på hvordan regnskapstallene for 2017 kommer til å se ut gitt det faktum at vi baserer prediksjonen kun på et kvartal. Som en følge av dette har vi valgt å overstyre vekstprognosene der vi har sett ekstremverdier. På inntektssiden er det kun CSV-segmentet for Solstad som er vekstjustert. For driftskostnadene så vi en mindre nedgang for Farstad som vi har valgt å vekstjustere for. Veksten i driftskostnadene for de andre selskapene var såpass stor at de var å anse som ekstremverdien. Vi har derfor valgt å ikke ta hensyn til vekstprognosen for disse.

De reelle tallene for 2017 vil være preget av kostnader tilknyttet til fusjonsprosessen selskapet har vært igjennom. Fusjonskostnadene har ikke blitt behandlet i trailingen da vi ikke har et pålitelig estimat for hva de vil være i tilgjengelig informasjon per oktober 2017. Vi mener at informasjonstapet vi opplever ved å ikke inkludere dette er begrenset da de uansett ville blitt behandlet som unormale poster under kapittel 5.4.1.

De unormale postene i 2016 representerer ikke et godt fundament for å si noe om hva tilsvarende post vil være for 2017 da de ikke vil gjenta seg. Basert på vår informasjonstilgang vil vi ikke være i stand til å gi et godt estimat på de unormale postene for 2017. De unormale postene som fremkommer i Q1-rapporten vil dermed ligge til grunn som beste estimat på unormale poster for hele 2017.

For finanskostnadene har vi beregnet en historisk rentesats basert på rapportert finanskostnad og rapporterte gjeldsposter for 2016. Denne rentesatsen har vi benyttet som grunnlag for å estimere rentekostnaden for 2017. Vi har brukt samme fremgangsmåte for å lage et estimat på finansinntektene.

Både Solstad, Farstad og Deep Sea inngår i rederiskatteordningen, som omtalt i kapittel 4.1.1, og følgelig er skattekostnaden i hovedsak basert på tonnasjestørrelsen selskapet besitter. For å finne skattekostnaden for 2017 har vi beregnet forholdet mellom rapportert skattekostnad og balansestørrelsen for *skip og andre driftsmidler*. Gjennomsnittet av dette forholdstallet har vi benyttet som estimat på skattesats for 2017. Den estimerte skattesatsen har vi sammenholdt med trailet balansestørrelse for 2017 for å finne predikert skattekostnad for året.

5.4 Omgruppering av finansregnskapet

Det er nødvendig å omgruppere finansregnskapet for å få best mulig grunnlag for analyse i arbeid med verdsettelsen av SolstadFarstad. Denne oppgaven har til hensikt å estimere verdien av SolstadFarstads egenkapital gjennom bruk av fundamental verdsettelse. Med hensyn til egenkapitalen vil oppstillingene i finansregnskapet derfor tilpasses et mer investororientert perspektiv. IFRS har opprinnelig en oppstillingsplan som er mer kreditorfokuset. Dette er forårsaket av at eiendelene er sortert etter likviditet, gjeld etter forfallstidspunkt og resultatregnskapet fokuserer på om verdiskaping er større enn gjeldskostnad (Knivsflå, 2017b). Likviditet, soliditet og rentedekning er dermed hensynene som er mest vektlagt. På den måten overskygger utlånsrisiko for kreditorer til en viss grad fokus for investorrelevante hensyn som utsikter for rentabilitet og utdeling.

Omgrupperingen vil også bidra til å normalisere regnskapet, da en analyse av normale og unormale poster foretas i delkapittel 5.4.1. Resultatregnskapet vil omgrupperes først, etterfulgt av tilsvarende håndtering av balanseoppstillingen. Det presiseres at dette delkapittelet vil gi en deskriptiv presentasjon av selve omgrupperingen og normalisering av regnskapet. Sentrale

forhold vil kommenteres, men videre analyse av prestasjon over tid og i forhold til bransje hører ikke til i dette kapittelet. Med denne presiseringen til grunn vil dermed dette kapittelet ikke forskuttere analyse av SolstadFarstads historiske finansielle informasjon, som vil finne sted i kapittel 6 og 8.

5.4.1 Omgruppering av resultatregnskapet

Med et mer investororientert fokus er man mest opptatt av hvordan virksomhetens aktiviteter fører til endringer i egenkapitalen. Resultatet deles i to hovedkomponenter: i) normalisert nettoresultat til egenkapital som følge av resultat av egen drift og finansiering, og ii) unormale poster som er lite relevante for fremtiden ved at de kun påvirker få perioder. Omgrupperingen har fire steg: 1) identifisering av fullstendig nettoresultat (FNR) til egenkapitalen, 2) fordeling av FNR til korrekt resultatkilde, 3) identifisering av normale og unormale poster, og 4) fordeling av skattekostnad til rett kilde. De fire stegene vil gjennomgå i dette delkapittelet, før SolstadFarstads omgrupperte og normaliserte resultatregnskap i analyseperioden presenteres avslutningsvis.

Steg 1: Fullstendig nettoresultat til egenkapitalen (FNR)

Steg 1 innebærer å identifisere majoritetseierens totale del av resultatet, gjennom å beregne fullstendig nettoresultat til egenkapitalen. Knivsflå (2017b) definerer FNR som:

$$FNR = RES + AFR + DSP$$

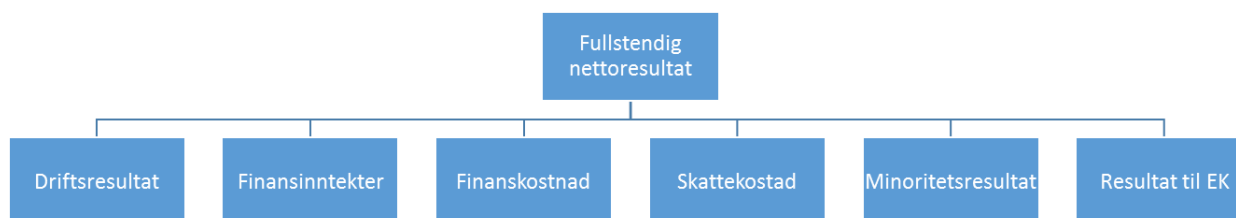
FNR består av rapportert årsresultat (RES), annet fullstendig resultat (AFR) og «dirty surplus» (DSP). RES er rapportert årsresultat *etter* at resultat til minoritetsinteressen er trukket fra. Da det er majoritetens andel av resultatet som er interessant ved beregning av FNR er dette korrekt størrelse å benytte. Ved rapportering etter IFRS skal samtlige kilder til balansebevegelser føres i resultatregnskapet. Dette fører til at ekstraordinære poster som ikke sorterer under ordinært årsresultat skal føres som annet fullstendig resultat. Gjennom egen oppstilling, eller samlet oversikt over årsresultat og annet fullstendig resultat, skal samtlige balansebevegelser gjøres rede for, med noen få unntak.

Disse unntakene gjøres rede for gjennom DSP. Dette er kostnader eller inntekter som føres direkte mot egenkapitalen. Regnskapsloven § 4-3 betegner dette som kongruensbrudd. I henhold til IAS 8 er kongruensbrudd svært sjeldent tillatt, jamfør tidligere nevnte prinsipp om resultatføring av samtlige balansebevegelser ved rapportering etter IFRS (Deloitte, 2017d).

Dermed skal DSP i hovedsak være 0 ved rapportering etter IFRS. Regelverket åpner likevel for at emisjonskostander, diverse justeringer og prinsippendringer kan føres mot egenkapitalen (Knivsflå, 2017b). Unntakene kan være av betydelig verdi, og er nødvendig å vurdere nøye. Merk at kapitalinnskudd/-uttak og andre transaksjoner med eiere ikke er inkludert i DSP. Balanseendringer som ikke har vært resultatført vil føre til et avvik mellom rentabiliteten til egenkapitalen og driftens lønnsomhet, og vil dermed kunne ha betydning for verdsettelsen.

Steg 2: Fordeling av FNR

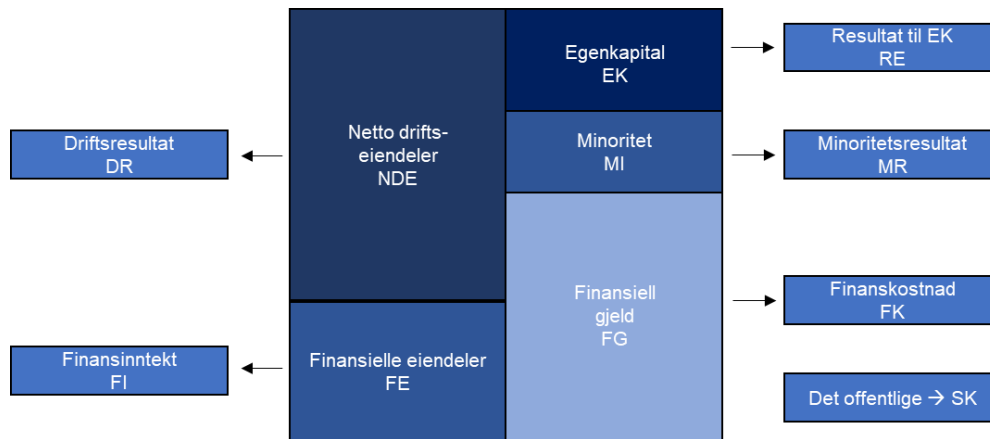
Formålet i steg 2 er å indentifisere forskjellige kilder til FNR, og tildele denne kilden sin korrekte andel av FNR deretter. Det er ønskelig å kunne vurdere hvilket bidrag til fullstendig nettoresultat før skatt de forskjellige eiendelskategoriene har hatt. Utfallet av fordelingen skal være to fullstendige resultat før skatt, fordelt på driftsrelaterte og finansielle poster.



Figur 5.1: Fordeling av FNR

Figur 5.1 viser hvordan FNR deles opp i seks underkategorier. Videre illustrerer figur 5.2 hvordan disse resultatbildene tildeles sine respektive poster i balansen. Eiendelene i balansen splittes opp i netto driftseiendeler (NDE) og finansielle eiendeler (FE). Førstnevnte er eiendelene som benyttes til selskapets operative kjernevirksomhet, mens FE er rene pengeplasseringer eller driftsfremmede eiendeler (Knivsflå, 2017c). Følgelig skal driftsinntekter tildeles NDE, mens finansinntekter tildeles FE.

Vi benytter lignende tilnærming på passivasiden. De forskjellige kildene til kapital skal tildeles korrekt andel av FNR. Resultat til EK (RE) tildeles EK, minoritetsresultat (MR) tildeles minoritet (MI) og finanskostnad (FK) tildeles finansiell gjeld (FG).



Figur 5.2: Fordeling av FNR til respektive balanseposter

Konsern som opererer med felleskontrollerte og tilknyttete selskap vil støte på utfordringer vedrørende å klassifisere disse eiendelene som enten finansielle eller driftsrelaterte. Nedenfor følger en redegjørelse for klassifisering av disse eiendelene i SolstadFarstads tilfelle.

Tilknyttede og avviklede virksomheter

For å avgjøre om et tilknyttet selskap er en finansiell eller driftsrelatert eiendel må det vurderes om datterselskapets virksomhet er tett knyttet til konsernets kjernevirksomhet. I tilfeller der det tilknyttede selskapet driver lignende virksomhet, eller annen virksomhet i samme verdikjede som konsernet, er eiendelen å anse som driftsrelatert. I motsatt tilfelle, der det tilknyttede selskaps virksomhet er fremmed for eierselskapets drift, er eiendelen av finansiell art. Hva gjelder resultat fra tilknyttede, avviklede virksomheter er bildet annerledes. En avviklet virksomhet kan uansett ikke bidra til konsernets drift fremover, og følgelig vil resultat herfra være en finansiell inntekt med virksomheten som tilhørende finansiell eiendel.

I SolstadFarstads tilfelle er den gjennomgående trenden at aksjeposisjoner og andeler i tilknyttede og felleskontrollerte virksomheter er av driftsrelatert art. I all hovedsak er plasseringene i offshore-relatert næring, enten i selskaper som tar del i konsernets verdikjede eller i sammenlignbare rederi. Disse postene vil omgrupperes til drift, basert på argumentasjonen i avsnittet ovenfor.

AFR og DSP

Vedrørende AFR og DSP vil det oppstå tilsvarende behov for klassifisering langs drift- og finansdimensjonen i forbindelse med normalisering av regnskapet. I selskapenes regnskapsoppstilling er det ikke åpenbart hvorvidt disse postene stammer fra driftsrelatert eller

finansiell aktivitet, da de oppstår sporadisk. Dermed vil vi benytte informasjon fra notene i arbeidet med å fordele AFR og DSP mellom drifts- og finansrelaterte resultatelement.

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017T
Driftsinntekter	5 619	6 306	6 975	6 878	7 535	7 817	7 917	8 825	8 261	5 478	4 768
Driftskostnader	-3 111	-3 663	-4 735	-5 472	-6 240	-6 219	-5 909	-6 792	-10 106	-10 475	-5 587
Driftsresultat	2 507	2 642	2 240	1 406	1 295	1 598	2 008	2 033	-1 845	-4 997	-820
Resultat fra driftstilknyttede virksomhet	11	41	2	3	-1	25	68	85	-427	-101	51
Driftsrelatert annen fullstendig inntekt		14	-4	2	2	-9	13	-48	75	-11	
Driftsrelatert DSP		9	2	-1							
Fullstendig driftsresultat før skatt	2 519	2 706	2 240	1 410	1 296	1 614	2 088	2 070	-2 196	-5 109	-769

Tabell 5.6: Fullstendig driftsresultat før skatt SolstadFarstad, 2007-2017

Tabell 5.6 viser hvordan resultat fra eierskap i driftsrelatert virksomhet tilfaller driftsresultatet. Endringer i utsatt skatt og pensjonsforpliktelser utgjør majoriteten av driftsrelatert AFR. Videre har vi vurdert de udefinerte egenkapitaljusteringene nevnt i forrige delkapittel til å være driftsrelatert. Vurderingen av disse justeringene er underordnet, som vil fremgå av normaliseringen i neste delkapittel.

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017T
Finansinntekter	393	191	408	233	160	153	663	81	71	99	1 948
Finanskostnader	-658	-1 127	-793	-1 084	-1 265	-1 132	-1 118	-1 227	-1 387	-1 401	-1 723
Verdiendringer finansielle instrumenter og val.	97	-487	556	-19	-54	23	-237	-840	-1 299	482	35
Gevinst/tap salg av aksjer/andeler	71	-211	147	117			28	1		171	
Finansresultat	-97	-1 635	319	-753	-1 158	-956	-663	-1 985	-2 616	-648	260
Finansiell annen fullstendig inntekt	139	242	-99	23	-92	-246	117	480	780	45	-27
Finansiell DSP					-56						
Fullstendig finansresultat før skatt	43	-1 393	221	-730	-1 306	-1 202	-547	-1 505	-1 836	-603	233

Tabell 5.7: Fullstendig finansresultat før skatt SolstadFarstad, 2007-2017

Hva gjelder fullstendig finansresultat før skatt er konsernet særlig påvirket av valutaeffekter. Valuta gir utslag både som finansiell AFR gjennom omregningsdifferanser og direkte i finansresultatet som valutagevinst/-tap. Som nevnt i delkapittel 5.4.1 forklarer omregningen av balanseverdien i Deep Sea fra USD til NOK store deler av selskapets finansielle AFR. Noe av selskapets derivater benyttes til å sikre driftsinntekter i utenlandsk valuta. Posten for derivater rapporteres netto, og inneholder instrumenter for å påvirke finansielle elementer som likviditets-, kreditt- og renterisiko. Posten vurderes derfor som mest tilhørende i finansresultatet. Tilsvarende gjelder kilden til DSP et oppkjøp Farstad foretok i 2011. Posten skyldes en valutaeffekt ved gradvis overtakelse, hvilket medfører klassifisering i fullstendig finansielt resultat.

Steg 3: Identifisere normale og unormale poster

I arbeidet med å produsere et fremtidsregnskap til bruk i verdsettelse er det viktig å skille mellom normale og unormale poster. Normale poster gjenkjennes ved at de oppstår over flere perioder, og er forventet å gjenta seg i kommende perioder. Salgsinntekt, lønnskostnader og avskrivninger er eksempler på normale driftsposter. Normale finansposter vil typisk være ordinært utbytte, renteinntekter og -kostnader. Skattekostnader og resultat til minoritetsinteresser sorterer også under normale poster.

FNR består av samtlige av årets inntekter og kostnader, men det er ingen selvfølge at samtlige poster stammer fra normal drift eller finansiering. Dermed kan ikke alle poster forventes at gjentas i fremtiden, et hensyn som vil ha innvirkning på utarbeidelsen fremtidsregnskapet.

Unormale poster er lite relevante for fremtiden, da de oppstår én eller få ganger og ikke forventes at skal gjenta seg stabilt i fremtiden (Knivsflå, 2017b). Tabell 5.8 lister opp eksempler på unormale finans- og driftsposter. Listen er ikke uttømmende, og det presiseres at klassifisering av poster som normale eller unormale er en skjønnsmessig vurdering uten et tydelig regelverk.

DRIFT	FINANS
En- eller fågangsnedskrivning	Verdiendring på finansielle instrument
Restruktureringsavsetning	Uvanlig gevinst eller tap ved salg
Uvanlig gevinst eller tap ved salg	Nettoresultat fra diskontinuerlig virksomhet
Verdiendring biologiske eiendeler	Ekstraordinære finansposter
Unormal driftsskatt	Finansielt annet fullstendig nettoresultat
Ekstraordinære driftsposter	Finansielt «dirty surplus»
Driftsrelatert annet fullstendig nettoresultat	
Driftsrelatert «dirty surplus»	

Tabell 5.8: Eksempler på unormale drifts- og finansposter

Vi vil dermed i det følgende foreta en vurdering av hvilke poster i regnskapene til SolstadFarstad som fremstår normale, samt å presentere de normale og unormale drifts- og finanspostene.

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017T
CSV	682	664	1 177	1 350	1 603	1 824	2 003	2 228	2 815	2 597	2 113
AHTS	3 326	4 058	4 012	3 786	3 860	3 958	3 809	4 061	3 308	1 877	1 650
PSV	1 252	1 429	1 619	1 631	1 810	1 938	2 028	2 355	1 988	941	913
Totale fraktinntekter	5 260	6 151	6 809	6 767	7 273	7 720	7 841	8 644	8 111	5 415	4 676
Annen driftsinntekt	48	-84	169	50	37	53	33	119	155	213	92
Sum driftsinntekter	5 308	6 067	6 978	6 817	7 310	7 773	7 873	8 763	8 266	5 628	4 768
Lønnskostnader mannskap	-1 272	-1 529	-1 906	-2 322	-2 738	-2 888	-2 811	-3 115	-3 053	-2 285	-2 028
Lønnskostnader administrasjon	-268	-329	-390	-484	-572	-625	-648	-834	-1 015	-978	-905
Andre driftskostnader	-701	-749	-1 027	-1 291	-1 291	-1 357	-1 288	-1 349	-1 105	-892	-809
Andel resultat tilknytte selskaper	11	41	2	3	-1	25	68	85	-427	-101	51
Ordinære avskrivninger skip	-871	-1 057	-1 412	-1 375	-1 639	-1 349	-1 162	-1 437	-1 592	-1 666	-1 846
Sum driftskostnader	-3 100	-3 622	-4 733	-5 470	-6 241	-6 194	-5 842	-6 651	-7 193	-5 922	-5 537
Normalt driftsresultat før skatt	2 208	2 445	2 245	1 347	1 069	1 580	2 032	2 113	1 073	-294	-769
Gevinst/tap salg av skip	311	239	-3	62	154	43	43	62	-5	-150	
Nedskrivninger skip								-57	-3 340	-4 654	
Unormal driftsrelatert AFR og DSP		23	-2	2	2	-9	13	-48	75	-11	
Unormalt driftsresultat før skatt	311	262	-5	63	156	34	56	-43	-3 270	-4 815	
Driftsresultat før skatt	2 519	2 706	2 240	1 410	1 226	1 614	2 088	2 070	-2 196	-5 109	-769

Tabell 5.9: Fullstendig driftsresultat sortert etter normale og unormale poster SolstadFarstad, 2007-2017

De viktigste momentene fra tabell 5.9 er særlig to sentrale poster som klassifiseres som unormale. Gevinst eller tap fra salg og nedskrivning av anleggsmidler er poster av betydelig størrelse for SolstadFarstad. Det kommer særlig til syne i periodens siste del, der selskapet har måttet ta nedskrivninger i milliardklassen. Disse to postene holdes utenom normalt driftsresultat, da de ikke kan forventes å ha forutsigbar innvirkning på fremtidig driftsresultat. Samme argumentasjon tilsier at de driftsrelaterte egenkapitaljusteringene og AFR også klassifiseres i unormalt driftsresultat.

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017T
Finansinntekter	393	191	408	233	160	153	663	81	71	99	208
Finanskostnader	-658	-1 127	-793	-1 084	-1 265	-1 132	-1 118	-1 227	-1 387	-1 401	-1 723
Normalt finansresultat	-265	-936	-384	-851	-1 105	-979	-454	-1 146	-1 317	-1 302	-1 515
Realisert agio (disagio)	-171	170	-8	109	102	-64	104	251	-131		-55
Urealisert agio (disagio)	269	-657	564	-128	-156	86	-341	-1 090	-1 168	482	90
Unormal finansiell AFR og DSP	139	242	-99	23	-148	-246	117	480	780	45	-27
Ekstraordinære finansposter	71	-211	147	117	70		28	1		171	1 740
Unormalt finansresultat	308	-456	605	120	-131	-223	-92	-359	-519	699	1 748
Finansresultat før skatt	43	-1 393	221	-730	-1 236	-1 202	-547	-1 505	-1 836	-603	233

Tabell 5.10: Fullstendig finansresultat sortert etter normale og unormale poster SolstadFarstad, 2007-2017

Tabell 5.10 viser hvordan realisert og urealisert valutagevinst og –tap hentes ut fra det normale finansresultatet. Fremtidig gevinst eller tap som følge av valutaendringer kan ikke estimeres med bakgrunn i historiske fluktueringer. Tilsvarende hentes finansiell AFR og DSP ut fra normalt finansresultat. I denne posten ligger en betydelig omregningsdifferanse knyttet til utenlandsk valuta. Valutaeffekten i AFR forsterkes ytterligere av valutaeffekten ved å

omregne regnskapet til Deep Sea fra USD til NOK. De ekstraordinære finanspostene stammer fra salg av finansielle eiendeler, samt kapitalinnskudd i 2017 i forbindelse med fusjonen.

Steg 4: Fordeling av skattekostnad

For å få et korrekt bilde på ulike posters bidrag til det normale nettoresultatet må normal skattekostnad fordeles til opprinnelig kilde. For å fordele skattekostnaden er det nødvendig å beregne selskapets driftsskattesats (dss) i analyseperioden. Gjennomsnittet av disse satsene vil benyttes som estimat på den normaliserte driftsskattesatsen (ndss) for analyseperioden.

Flere faktorer vil påvirke SolstadFarstads effektive skattesats. Som beskrevet i delkapittel 4.1.1 gjelder særegne bestemmelser for beskatning av norske rederier som har meldt seg inn i rederiskatteordningen. Kort oppsummert betyr ordningen at rederiene betaler en beskjeden tonnasjeskatt for flåten, uavhengig av skipenes inntjening og lønnsomhet. Finansinntekter og andre særskatter beskattes etter normale skattemessige prinsipper for selskaper. Tabell 5.11 viser utviklingen i selskapsskatten i analyseperioden.

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017T
Skattesats	28 %	28 %	28 %	28 %	28 %	28 %	28 %	28 %	27 %	25 %	24 %

Tabell 5.11: Skattesats, 2007-2017

Vi beregner driftsrelatert skattesats ved å benytte formelen under. Videre regner vi et vektet gjennomsnitt av driftsrelatert skattesatsen. Denne representerer den normaliserte driftsrelaterte skattesatsen. Beregningen vises i tabell 5.12.

$$dss = \frac{NSK - f_{iss} * FI - u_{frss} * UFR + f_{kss} * FK}{DR + UDR}$$

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017T
Normal skattekostnad	-1 492	505	730	-220	30	16	-78	-34	-110	-92	-37
Finansinntektsskatt	-16	-36	-76	-43	-30	-28	-124	-15	-13	-17	-33
Unormalt finansresultatskatt	-3	-32	2	-20	-19	12	-19	-45	24		9
Finanskostnadskatt	103	316	222	303	354	317	313	331	375	350	413
Normalt driftsresultat	2 208	2 445	2 245	1 347	1 069	1 580	2 032	2 113	1 073	-294	-769
Unormalt driftsresultat	311	262	-5	64	156	34	56	-43	-3 270	-4 815	
Driftsrelatert skattesats	0,6257	-0,0948	-0,2602	0,3259	0,2241	0,1762	0,1189	0,1474	-0,2256	-0,0834	-0,5537
Normalisert driftsrelatert skattesats	0,1332										

Tabell 5.12: Normalisert driftsrelatert skattesats SolstadFarstad, 2007-2017

Vi har beregnet SolstadFarstads normaliserte driftsrelaterte skattesats til å være 13,32 %, dette vises i tabell 5.12. En kan argumentere for at det blir feil å beregne driftsrelatert skattesats for SolstadFarstad, da skattesatsen er basert på tonnasje og ikke driftsresultat. SolstadFarstads

internasjonale aktivitet vil derimot påvirke driftsskattesatsen. Vi velger av den grunn å beregne en driftsskattesats med viten om at det ikke er en praktisk korrekt tilnærming til rederibeskatningen. Vi ser at denne tilnærmingen gir et betydelig avvik mellom normalisert driftsrelatert skattesats og beregnet driftsrelatert skattesats for de ulike årene. Denne residualverdien vil bli presentert under som unormal skattesats på normal driftsresultat. I denne posten vil det altså ligge en korreksjon for tonnasjebeskatningen i tillegg til beskatning som følge av internasjonal beskatning.

SolstadFarstads finansresultat består av både realiserte og urealiserte poster. Norsk skattelovgivning baserer seg på et realisasjonsprinsipp, og urealiserte poster er dermed ikke et betalbart skatteelement. For finansregnskapet ville dette normalt sett inngått som et utsatt skatteelement. Urealiserte poster knytter seg i all hovedsak til urealisert agio. Urealisert agio svinger i stor grad fra år til år. Utsatt skatt på urealisert agio gir dermed et dårlig bilde på skattekostnaden knyttet til urealisert agio. Vi velger derfor å ikke beregne skattekostnad på urealisert agio. Netto finansposter presenteres i tabell 5.13.

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017T
Finansinntekt - normal	393	191	408	233	160	153	663	81	71	99	208
Finansinntektskatt	-16	-36	-76	-43	-30	-28	-124	-15	-13	-17	-33
Netto finansinntekt	377	155	332	189	130	124	540	66	58	83	175
Finanskostnad - normal	-658	-1 127	-793	-1 084	-1 265	-1 132	-1 118	-1 227	-1 387	-1 401	-1 723
Finanskostnads-katt	103	316	222	303	354	317	313	331	375	350	413
Netto finanskostnad	-556	-812	-571	-780	-911	-815	-805	-895	-1 013	-1 051	-1 309
Normalt netto finansresultat	-178	-656	-238	-591	-780	-691	-265	-829	-955	-968	-1 135
Realisert agio (disagio)	-171	170	-8	109	102	-64	104	251	-131		-55
Skatt på realisert agio (disagio)	-3	-32	2	-20	-19	12	-19	-45	24		9
Netto realisert agio	-175	138	-7	89	83	-52	85	205	-108		-46
Urealisert agio (disagio)	269	-657	564	-128	-156	86	-341	-1 090	-1 168	482	90
Skatt på urealisert agio (disagio)											
Netto urealisert agio (disagio)	269	-657	564	-128	-156	86	-341	-1 090	-1 168	482	90
Resultat fra tilknyttede selskap											
Finansielt annet fullstendig resultat	139	242	-99	23	-148	-246	117	480	780	45	-27
Finansiell dirty surplus											
Ekstraordinær finansresultat	71	-211	147	117	70		28	1		171	1 740
Unormalt netto finansresultat	304	-488	606	100	-150	-211	-112	-404	-496	699	1 757

Tabell 5.13: Fordeling av skattekostnad, finanselementer SolstadFarstad, 2007-2017

I tabell 5.14 vises oppsummert skattekostnad. Vi ser at unormal driftsskatt på normalt driftsresultat utgjør en betydelig post i enkelte av årene. Som diskutert over er denne posten en residualpost for å ta høyde for skattekostnad knyttet til rederibeskatningen.

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017T
Normal driftsskattekostnad	-294	-326	-299	-179	-142	-210	-271	-281	-143	39	102
Skatt på finansinntekt	-16	-36	-76	-43	-30	-28	-124	-15	-13	-17	-33
Skatt på finanskostnad	103	316	222	303	354	317	313	331	375	350	413
Skatt på unormalt driftsresultat	-194	25	-1	-21	-35	-6	-7	6	-738	-402	
Unormal driftsskatt på normalt driftsresultat	-1 087	557	883	-260	-97	-68	29	-30	385	-64	-528
Unormal skattekostnad											
Skatt på unormalt finansresultat	-3	-32	2	-20	-19	12	-19	-45	24		9
Rapportert skattekostnad	-1 492	505	730	-220	30	16	-78	-34	-110	-92	-37

Tabell 5.14: Oppsummering skattefordeling SolstadFarstad, 2007-2017

Presentasjon av normalisert og omgruppert resultat

Tabell 5.15 presenterer SolstadFarstads normaliserte og omgrupperte resultatregnskap i analyseperioden. Skattekostnadene utregnet i forrige delkapittel er fordelt til sine respektive resultatelement. På denne måten har de ulike kildenes bidrag til fullstendig nettoresultat blitt identifisert, i henhold til intensjonen bak omgruppering av resultatregnskapet som presentert innledningsvis i delkapitlet.

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017T
Fraktinntekter	5 260	6 151	6 809	6 767	7 273	7 720	7 841	8 644	8 111	5 415	4 676
CSV	682	664	1 177	1 350	1 603	1 824	2 003	2 228	2 815	2 597	2 113
AHTS	3 326	4 058	4 012	3 786	3 860	3 958	3 809	4 061	3 308	1 877	1 650
PSV	1 252	1 429	1 619	1 631	1 810	1 938	2 028	2 355	1 988	941	913
Annen driftsinntekt	48	-84	169	50	37	53	33	119	155	213	92
Sum driftsinntekter	5 308	6 067	6 978	6 817	7 310	7 773	7 873	8 763	8 266	5 628	4 768
Lønnskostnader mannskap	-1 272	-1 529	-1 906	-2 322	-2 738	-2 888	-2 811	-3 115	-3 053	-2 285	-2 028
Lønnskostnader administrasjon	-268	-329	-390	-484	-572	-625	-648	-834	-1 015	-978	-905
Andre driftskostnader	-701	-749	-1 027	-1 291	-1 291	-1 357	-1 288	-1 349	-1 105	-892	-809
Andel resultat tilknytte selskaper	11	41	2	3	-1	25	68	85	-427	-101	51
Ordinære avskrivninger skip	-871	-1 057	-1 412	-1 375	-1 639	-1 349	-1 162	-1 437	-1 592	-1 666	-1 846
Sum driftskostnader	-3 100	-3 622	-4 733	-5 470	-6 241	-6 194	-5 842	-6 651	-7 193	-5 922	-5 537
Driftsresultat	2 208	2 445	2 245	1 347	1 069	1 580	2 032	2 113	1 073	-294	-769
Driftsrelatert skattekostnad	-294	-326	-299	-179	-142	-210	-271	-281	-143	39	102
Netto driftsresultat	1 914	2 119	1 946	1 168	927	1 369	1 761	1 831	930	-255	-666
Netto finansinntekt	377	155	332	189	130	124	540	66	58	83	175
Nettoresultat til sysselsatt kapital	2 291	2 274	2 278	1 357	1 057	1 493	2 301	1 898	988	-172	-492
Netto finanskostnad	-556	-812	-571	-780	-911	-815	-805	-895	-1 013	-1 051	-1 309
Netto minoritetsresultat	23	-19	10	-29	-45	20	-6	-38	-23	39	-4
Netto resultat til egenkapital	1 712	1 482	1 697	606	191	659	1 502	1 041	-1	-1 262	-1 797
Unormalt netto driftsresultat	-971	844	877	-217	24	-40	78	-67	-3 622	-5 280	-528
Unormalt netto finansresultat	304	-488	606	100	-150	-211	-112	-404	-496	699	1 757
Unormalt netto minoritetsresultat											
Fullstendig nettoresultat til egenkapital	1 046	1 837	3 181	490	65	408	1 469	570	-4 119	-5 844	-568
Netto betalt utbytte	-1 301	-904	-276	-207	114	-250	-453	1 049	-251	771	2 817
Kapitalinnskudd											
Andre egenkapitaljusteringer											
Endring i egenkapital	-255	933	2 905	282	179	157	1 016	1 619	-4 370	-5 072	2 249

Tabell 5.15: Omgruppert resultatregnskap SolstadFarstad, 2007-2017

5.4.2 Omgruppering av balansen

I samme tilfelle som ved omgruppering av resultatregnskapet, er tilsvarende behandling av balansen nødvendig. Balanseoppstillingen i henhold til IFRS er mest kreditororientert ved at likviditeten på eiendeler og forfallstid på gjeld er i hovedfokus (Knivsflå, 2017c). I et mer investorvennlig perspektiv er vi mer interessert i å identifisere eiendelene som skaper verdier gjennom drift, og finansieringen av disse. Balansen skal altså ha et tydelig skille mellom eiendeler og kapitalkilder avhengig om de er drifts- eller finansrelaterte. Dette gjøres i fire steg.

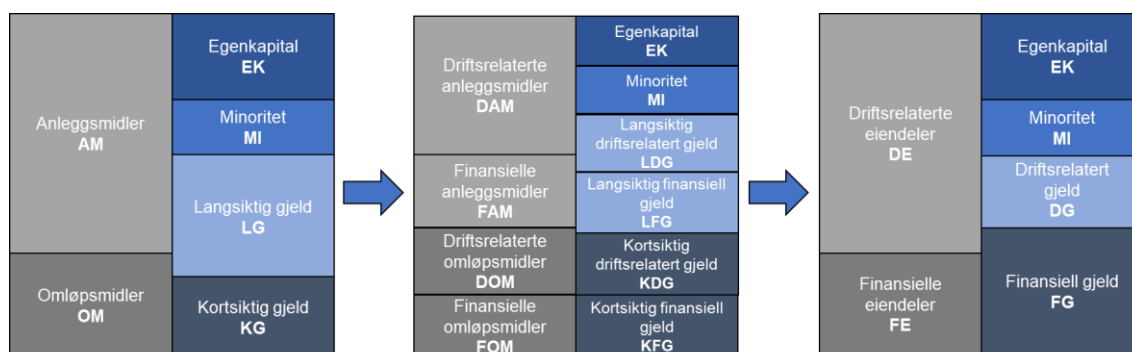
Steg 1: Klassifisering av avsatt utbytte til egenkapital

Beslutning om å betale utbytte til eiere bidrar til å redusere selskapets egenkapital. Det er viktig å understreke at denne reduksjonen først finner sted i det kapitalen faktisk blir utbetalt til eierne. Inntil den tid er kapitalen å regne som selskapets egenkapital, uavhengig av regnskapsmessig klassifisering.

SolstadFarstad rapporterer i henhold til IFRS. Etter IAS37 kvalifiserer ikke avsatt utbytte på balansedagen til å være en forpliktelse, og kan dermed ikke balanseføres som en kortsiktig gjeld (Deloitte, 2017c). Dermed vil det som regel ikke være behov for omgruppering av avsatt utbytte tilbake til egenkapital for selskapet som rapporterer etter IFRS. SolstadFarstad har kun ett år hvor avsatt utbytte er rapportert avvikende fra ønsket gruppering i utgangspunktet. Dette gjelder Deep Sea i 2007, og i det følgende vil posten være omgruppert til å være inkludert i konsernets egenkapital.

Steg 2: Klassifisering av eiendeler etter drift og finansiering

Steg to går ut på å foreta tidligere nevnte omgruppering av balansen. Aktivasisiden skal fordeles basert på om eiendelene er av finansiell eller driftsrelatert art. Tilsvarende skal passivasiden fordeles etter driftsrelatert eller finansiell gjeld, fremfor etter forfallstid på gjelden.



Figur 5.3: Stegvis prosess, omgruppering av balansen

For eiendelene gjelder samme grensedragning vedrørende relasjon til drift som for resultatregnskapet. Hvis eiendelen benyttes i operasjonell aktivitet er den per definisjon driftsrelatert. Motsatt, der eiendelen er fremmed for kjernevirksomheten, eller en ren pengeplassering, er det en finansiell eiendel.

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	
Driftsrelaterte anleggsmidler												
Skip og skip under under bygging, ink vedlikehold	17 189	20 697	24 224	28 550	29 693	29 148	27 858	37 343	33 248	36 344	35 140	
Tilknyttet virksomhet	1 180	1 088	22	26	28	234	1 005	355	668	714	721	
Pensjonseiendeler	10	24	42	37	39	38	18	16	3	1	1	
Immaterielle eiendeler	30	109	30	66	225	268	219	248	151	41	41	
Driftsrelaterte anleggsmidler	DAM	18 410	21 918	24 318	28 679	29 985	29 687	29 100	37 962	34 070	37 099	35 902
Driftsrelaterte omløpsmidler												
Kundefordringer og driftsrelaterte fordringer	1 475	1 637	1 444	1 461	1 707	1 647	1 941	2 168	1 636	1 489	1 693	
Beholdninger	46	45	82	117	131	145	139	169	151	166	193	
Driftsrelaterte omløpsmidler	DOM	1 521	1 682	1 526	1 578	1 793	2 080	2 337	1 787	1 655	1 885	
Driftseiendeler	DE	19 931	23 600	25 844	30 256	31 823	31 480	40 299	35 858	38 754	37 787	
Finansielle anleggsmidler												
Investeringer i tilknyttet selskap	12					42	25	30	15			
Langsiktig finansielle fordringer	45	15	6	12	31	6	50	31	2	84	92	
Langsiktig finansielle investeringer	4	5	5	5	5	5	5	5	5	3	3	
Andre finansielle anleggsmidler	566	314	330	296	258	250	232	149	119	83	109	
Finansielle anleggsmidler	FAM	628	334	341	313	294	303	312	215	141	204	
Finansielle omløpsmidler												
Finansielle fordringer	64	104	223	132	124	144	154	182	144	128	143	
Investeringer			16		25	26	1					
Eiendeler holdt for salg/diskontinuerlig				447	5		136		176	564	586	
Andre finansielle omløpsmidler	110	90	295	175	151	127	202	362	214	52	39	
Bankinnskudd og kontantekvivalenter	2 684	2 810	3 153	3 254	2 241	2 527	3 233	3 901	3 257	2 951	2 785	
Finansielle omløpsmidler	FOM	2 858	3 004	3 687	4 008	2 546	2 825	3 727	4 445	3 791	3 695	3 554
Finansielle eiendeler	FE	3 485	3 338	4 027	4 321	2 840	3 127	4 038	4 660	3 932	3 865	3 758
Totale eiendeler	TE	23 416	26 938	29 871	34 578	34 662	34 607	35 219	39 790	42 619	41 545	

Tabell 5.16: Omgruppert driftsrelaterte og finansielle eiendeler
SolstadFarstad, 2007-2017

Tabell 5.16 viser hvordan immaterielle eiendeler, herunder skatteeiendeler, er gruppert til å tilhøre DAM. Videre kan det argumenteres for at pensjonsforpliktelse er en pengeplassering som tilhører den finansielle delen av balansen (Knivsflå, 2017c). Vi regner imidlertid pensjonsutgifter som en del av total kostnad for arbeidskraft, hvilket innebærer en sortering

under DAM. Som diskutert i forrige delkapittel er majoriteten av konsernets aksjeposisjoner og andeler i tilknyttet virksomhet driftsrelatert, og følgelig å anse som en post tilhørende DAM.

DOM består av konsernets beholdninger og driftsrelaterte fordringer. Sistnevnte består i hovedsak av kundefordringer, forskuddsbetalte driftskostnader og andre driftsrelaterte fordringer. Selskapets beholdninger består av bunkers og smøreoljer, og utgjør resterende DOM.

Lån til tilknyttede selskap vurderes som en eiendel tilhørende FAM, selv om eierskapet til det tilknyttede selskapet er driftsrelatert. Vi mener at lånet er av finansiell art fra konsernets ståsted, og kategoriserer deretter. Dette som følge av at utlånsvirksomhet ikke sorterer under selskapets normale drift. Lån til selskap utenfor konsernet, finansielle instrumenter og andre, uspesifiserte finansielle anleggsmidler utgjør det gjenværende av konsernets FAM.

Eiendeler holdt for salg er å anse som resultat av diskontinuerlig virksomhet, og sorterer under FOM. Tilsvarende gjelder for rene finansielle investeringer, kontanter og kontantekvivalenter. Det kan argumenteres for at deler av kontantbeholdningen bør klassifiseres til DOM. Dette av hensyn til det løpende behovet man har for kontanter for å muliggjøre driften. Vi har ikke informasjon om en hensiktsmessig fordeling mellom de to klassifiseringene. For å ikke tilføre analysen unødvendig støy velger vi å kategorisere kontantbeholdningen som FOM.

På gjeldssiden skiller vi mellom driftsrelatert og finansiell gjeld. Sistnevnte er en del av virksomhetens langsiktige finansiering, og er hentet fra banker og andre kapitalmarked. Dette er rentebærende gjeld der kostnaden tilknyttet kapitalen er tydeliggjort ved at rentekostnader er skilt ut i regnskapet. Driftsrelatert gjeld opptas som en naturlig del av driften til virksomheten. Leverandørgjeld og skyldige forhåndsbetalte tjenester er eksempler på dette. Felles for driftsrelatert gjeld er at renter i utgangspunktet ikke betales på det utestående beløp.

Det nevnes at det finnes et annet hovedsyn vedrørende skillet mellom driftsrelatert og finansiell gjeld. På den ene siden kan man argumentere for at all gjeld er finansiell, da all gjeld egentlig er rentebærende. En rentekomponent kan ilegges driftsrelatert gjeld ved å dekomponere kostnadsposter. Dette synet vil ikke bli vektlagt i denne oppgaven. Vi har ikke grunnlag for å kalkulere rentekostnader utover det som oppgis som finanskostnader i regnskapet. Kostnaden tilknyttet driftsrelatert gjeld anses dermed som inkludert i varekostnaden.

		2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017T
Egenkapital												
Egenkapital, majoritet	EK	8 248	8 906	11 811	12 093	12 273	12 430	13 446	15 065	10 695	5 623	7 871
Minoritetsinteresser	MI	36	17	19	425	-61	-42	-49	-89	-115	-63	59
Egenkapital, konsern		8 284	8 923	11 830	12 518	12 211	12 388	13 397	14 976	10 580	5 559	7 931
Driftsrelatert gjeld												
Avsetning for krav		1 414	883	146	187	192	153	226	262	159	358	433
Annen langsiktig rentefri gjeld (lease)		918	1 576	1 218	1 147	1 078	910	1 352	1 157	1 310	4 980	3 193
Langsiktig driftsrelatert gjeld	LDG	2 332	2 459	1 364	1 334	1 270	1 063	1 578	1 419	1 470	5 338	3 626
Kortsiktig rentefri/driftsrelatert gjeld	KDG	1 540	1 807	1 206	1 664	1 759	1 741	1 562	2 353	1 806	1 614	1 655
Driftsrelatert gjeld	DG	3 872	4 266	2 570	2 998	3 028	2 805	3 140	3 772	3 275	6 952	5 281
Finansiell gjeld												
Langsiktig rentebærende/finansiell gjeld	LFG	9 152	12 599	13 988	16 927	17 217	15 915	16 038	23 383	21 573	19 480	27 210
Kortsiktig rentebærende/finansiell gjeld	KFG	2 108	1 150	1 483	2 135	2 205	3 500	2 643	2 828	4 361	10 627	1 124
Finansiell gjeld	FG	11 260	13 749	15 472	19 062	19 423	19 415	18 681	26 211	25 934	30 107	28 333
Egenkapital og gjeld		23 416	26 938	29 871	34 578	34 662	34 607	35 219	44 959	39 790	42 619	41 545

Tabell 5.17: Omgruppert driftsrelatert og finansiell egenkapital og gjeld SolstadFarstad, 2007-2017

Tabell 5.17 viser tilsvarende fremgangsmåte ved klassifisering av passiva som ved aktiva. Selskapets LDG består av rentefri leasingforpliktelse og avsetninger for krav, herunder hovedsakelig skattegjeld, pensjonsforpliktelser og utsatt inntekt. Gjeld opptatt som naturlig del av driftssyklusen, som leverandørgjeld og betalbar skatt utgjør konsernets KDG.

Langsiktig, rentebærende gjeld hentet fra forskjellige kilder i kapitalmarkedene utgjør konsernets LFG. Andelen av LFG som forfaller innen tolv måneder fra rapporteringsdato skilles ut, og utgjør majoriteten av selskapets KFG.

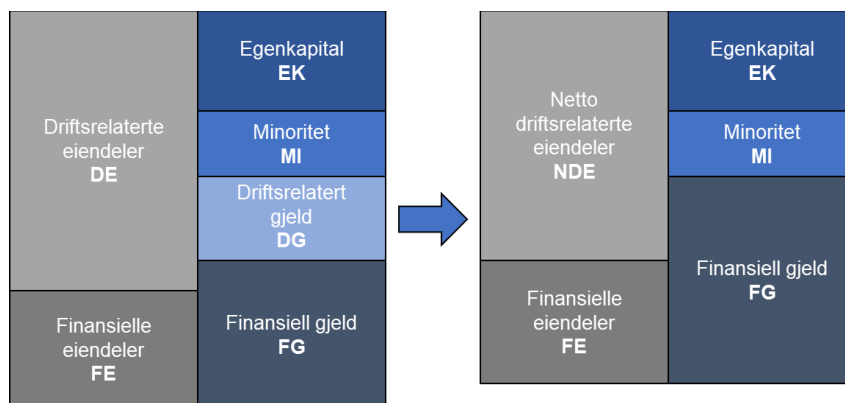
		2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017T
Driftsrelaterte anleggsmidler	DAM	18 410	21 918	24 318	28 679	29 985	29 687	29 100	37 962	34 070	37 099	35 902
Driftsrelaterte omløpsmidler	DOM	1 521	1 682	1 526	1 578	1 838	1 793	2 080	2 337	1 787	1 655	1 885
Driftseiendeler	DE	19 931	23 600	25 844	30 256	31 823	31 480	31 181	40 299	35 858	38 754	37 787
Finansielle anleggsmidler	FAM	628	334	341	313	294	303	312	215	141	170	204
Finansielle omløpsmidler	FOM	2 858	3 004	3 687	4 008	2 546	2 825	3 727	4 445	3 791	3 695	3 554
Finansielle eiendeler	FE	3 485	3 338	4 027	4 321	2 840	3 127	4 038	4 660	3 932	3 865	3 758
Totale eiendeler	TE	23 416	26 938	29 871	34 578	34 662	34 607	35 219	44 959	39 790	42 619	41 545
Egenkapital, majoritet	EK	8 248	8 906	11 811	12 093	12 273	12 430	13 446	15 065	10 695	5 623	7 871
Minoritetsinteresser	MI	36	17	19	425	-61	-42	-49	-89	-115	-63	59
Egenkapital, konsern	EK+MI	8 284	8 923	11 830	12 518	12 211	12 388	13 397	14 976	10 580	5 559	7 931
Langsiktig driftsrelatert gjeld	LDG	2 332	2 459	1 364	1 334	1 270	1 063	1 578	1 419	1 470	5 338	3 626
Kortsiktig rentefri/driftsrelatert gjeld	KDG	1 540	1 807	1 206	1 664	1 759	1 741	1 562	2 353	1 806	1 614	1 655
Driftsrelatert gjeld	DG	3 872	4 266	2 570	2 998	3 028	2 805	3 140	3 772	3 275	6 952	5 281
Langsiktig rentebærende/finansiell gjeld	LFG	9 152	12 599	13 988	16 927	17 217	15 915	16 038	23 383	21 573	19 480	27 210
Kortsiktig rentebærende/finansiell gjeld	KFG	2 108	1 150	1 483	2 135	2 205	3 500	2 643	2 828	4 361	10 627	1 124
Finansiell gjeld	FG	11 260	13 749	15 472	19 062	19 423	19 415	18 681	26 211	25 934	30 107	28 333
Egenkapital og gjeld	TK	23 416	26 938	29 871	34 578	34 662	34 607	35 219	44 959	39 790	42 619	41 545

Tabell 5.18: Omgruppert totalbalanse SolstadFarstad, 2007-2017

Steg 3: Fra total til sysselsatt kapital

Som nevnt i det foregående steget er deler av kapitalen som finansierer virksomheten ikke rentebærende, og tatt opp som en naturlig del av driftssyklusen. Det vil si at passivasiden ikke gir et korrekt bilde på den kapitalen som eiere og långivere har investert og krever avkastning

på. Det er ønskelig å justere for dette ved å fjerne driftsrelatert gjeld fra passivasiden. DG flyttes til aktivsiden, og trekkes fra driftsrelaterte eiendeler. Ved å nettopportere driftsrelaterte eiendeler får vi et korrekt bilde av virksomhetens sysselsatte kapital, kun bestående av aksjonærenes innskutte kapital og rentebærende, finansiell gjeld.



Figur 5.4: Stegvis prosess fra total til sysselsatt kapital

NDE utregnes ved å subtrahere DG fra DE. Dette gjøres i to steg for å kunne identifisere to relevante størrelser av driftsrelaterte eiendeler: netto anleggsmidler (NAM) og driftsrelatert arbeidskapital (DAK). Førstnevnte gir informasjon om nettoinvestering i driftsrelatert infrastruktur, mens DAK viser nettoinvesteringen i driftssyklusen. Videre forteller DAK i hvilken grad selskapets kortsiktige kreditorer finansierer DOM. I et tilfelle der DAK er mindre enn 0 subsidier de kortsiktige kreditorene selskapet utover DOM. Tabell 5.19 viser utregningen av SolstadFarstads NAM og DAK.

		2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017T
Driftsrelaterte anleggsmidler	DAM	18 410	21 918	24 318	28 679	29 985	29 687	29 100	37 962	34 070	37 099	35 902
Langsiktig driftsrelatert gjeld	LDG	2 332	2 459	1 364	1 334	1 270	1 063	1 578	1 419	1 470	5 338	3 626
Netto driftsrelaterte anleggsmidler	NAM	16 078	19 459	22 954	27 345	28 715	28 624	27 522	36 543	32 601	31 761	32 276
Driftsrelaterte omløpsmidler	DOM	1 521	1 682	1 526	1 578	1 838	1 793	2 080	2 337	1 787	1 655	1 885
Kortsiktig driftsrelatert gjeld	KDG	1 540	1 807	1 206	1 664	1 759	1 741	1 562	2 353	1 806	1 614	1 655
Driftsrelatert arbeidskapital	DAK	-19	-125	320	-86	79	52	518	-16	-18	41	230

Tabell 5.19: Utregning av NAM og DAK SolstadFarstad, 2007-2017

Ved bruk av NAM og DAK identifiseres NDE, og vi kan utarbeide den sysselsatte balansen:

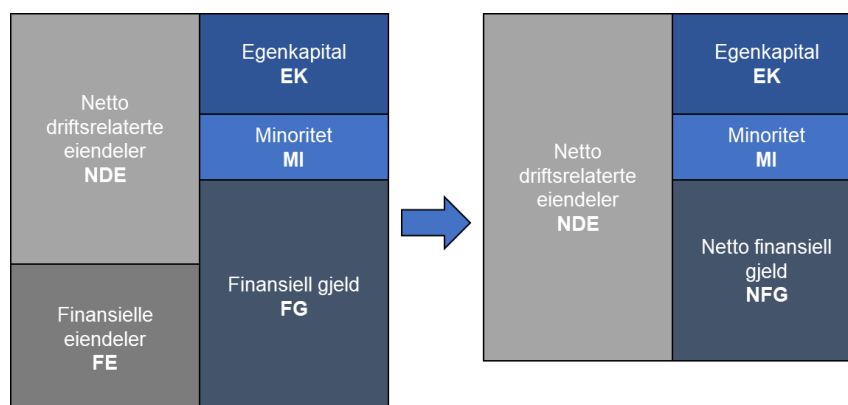
		2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017T
Netto driftsrelaterte anleggsmidler	NAM	16 078	19 459	22 954	27 345	28 715	28 624	27 522	36 543	32 601	31 761	32 276
Driftsrelatert arbeidskapital	DAK	-19	-125	320	-86	79	52	518	-16	-18	41	230
Netto driftseiendeler	NDE	16 058	19 334	23 274	27 259	28 794	28 676	28 040	36 527	32 582	31 802	32 506
Finansielle eiendeler	FE	3 485	3 338	4 027	4 321	2 840	3 127	4 038	4 660	3 932	3 865	3 758
Sysselsatte eiendeler	SSE	19 544	22 672	27 301	31 580	31 634	31 803	32 078	41 187	36 514	35 667	36 264
Egenkapital	EK	8 248	8 906	11 811	12 093	12 273	12 430	13 446	15 065	10 695	5 623	7 871
Minoritetsinteresser	MI	36	17	19	425	-61	-42	-49	-89	-115	-63	59
Finansiell gjeld	FG	11 260	13 749	15 472	19 062	19 423	19 415	18 681	26 211	25 934	30 107	28 333
=Syssesatt kapital	SSK	19 544	22 672	27 301	31 580	31 634	31 803	32 078	41 187	36 514	35 667	36 264

Tabell 5.20: Sysselsatt balanse SolstadFarstad, 2007-2017

Tabell 5.20 viser balansen mellom sysselsatte eiendeler og kapital. Balanseverdien er følgelig redusert i forhold til forrige delkapittel som følge av at passivasiden kun består av rentebærende gjeld og egenkapital, mens KDG er benyttet til å kalkulere NDE.

Steg 4: Fra sysselsatt til netto driftskapital

Avslutningsvis i omgrupperingen av balansen er hensikten å identifisere netto driftskapital. Dette er kapitalen som er investert i eiendelene som står for selve driften i virksomheten, altså aktivasisiden i balansen fratrukket finansielle eiendeler. Fremgangsmåten er lignende som ved steget ovenfor. Finansielle eiendeler flyttes til passivasiden, og utgjør sammen med finansiell gjeld posten netto finansiell gjeld. Se figur 5.5.



Figur 5.5: Stegvis prosess fra sysselsatt til netto driftskapital

Finansielle eiendeler er ofte likvide pengeposter som kan benyttes til å nedbetale finansiell gjeld, uten å påvirke selskapets drift. Det gir dermed mening å nettopportere finansiell gjeld og eiendeler.

		2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017T
Finansiell gjeld	FG	11 260	13 749	15 472	19 062	19 423	19 415	18 681	26 211	25 934	30 107	28 333
Finansielle eiendeler	FE	3 485	3 338	4 027	4 321	2 840	3 127	4 038	4 660	3 932	3 865	3 758
Netto finansiell gjeld	NFG	7 774	10 411	11 444	14 740	16 583	16 288	14 643	21 551	22 002	26 242	24 575

Tabell 5.21: Netto finansiell gjeld, SolstadFarstad 2007-2017

Ved å fjerne FE fra aktivsiden er det kun eiendelene som benyttes til drift som gjenstår. På passivasiden ser vi hvordan driftseiendelene er finansiert, gjennom å forholde oss til nettostørrelsen for finansiell gjeld og eiendeler. Tabell 5.22 viser balansen mellom NDE og NDK for SolstadFarstad.

		2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017T
Netto driftsrelaterte anleggsmidler	NAM	16 078	19 459	22 954	27 345	28 715	28 624	27 522	36 543	32 601	31 761	32 276
Driftsrelatert arbeidskapital	DAK	-19	-125	320	-86	79	52	518	-16	-18	41	230
Netto driftseiendeler	NDE	16 058	19 334	23 274	27 259	28 794	28 676	28 040	36 527	32 582	31 802	32 506
Egenkapital	EK	8 248	8 906	11 811	12 093	12 273	12 430	13 446	15 065	10 695	5 623	7 871
Minoritetsinteresser	MI	36	17	19	425	-61	-42	-49	-89	-115	-63	59
Netto finansiell gjeld	NFG	7 774	10 411	11 444	14 740	16 583	16 288	14 643	21 551	22 002	26 242	24 575
Netto driftskapital	NDK	16 058	19 334	23 274	27 259	28 794	28 676	28 040	36 527	32 582	31 802	32 506

Tabell 5.22: Netto driftskapital, SolstadFarstad, 2007-2017

5.5 Analyse av målefeil og justering

Knivsfå (2017d) definerer målefeil som forskjellen mellom rapportert og virkelig regnskapstall. I dette kapittelet vil vi forsøke å identifisere og justere for disse målefeilene. Dette gjør vi for å få regnskapsdata som viser de faktiske, underliggende økonomiske forholdene i SolstadFarstad og bransjen for øvrig. Justering for målefeil gjør at rentabilitetsberegningen bedre representerer den faktiske rentabiliteten for selskapet. Det er delte meninger innenfor verdsettelsesteori rundt hvorvidt man bør justere for disse målefeilene. Vi vil derfor ta for oss denne diskusjonen for å vurdere justering i vårt konkrete tilfelle.

5.5.1 Målefeil

Knivsfå (2017d) presenterer en modell for hvordan man skal analysere målefeil:

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

Målefeil type 1

Det første leddet i formelen måler differansen mellom faktisk, underliggende egenkapitalrentabilitet og egenkapitalkravet, dette er målefeil type 1. Dette kalles gjerne for

en «god» målefeil. For selskapet er denne differansen en strategisk fordel da den representerer superprofitt. Størrelsen på superprofitten vil avhenge av hvilket regnskapsrammeverk som benyttes. Historisk kostmodellen gjør seg i utgangspunktet gjeldende etter NGAAP. Avskrivningskostnaden vil som regel være lik hvert år, slik at man ved å finne superprofitten får frem den faktiske, underliggende rentabiliteten. Knivsflå (2017d) mener dermed at målefeil av type 1 er et godt bilde på rentabiliteten til selskapet, og det vil følgelig være ønskelig å måle den.

I IFRS benyttes verdimodellen i større utstrekning. Etter denne modellen vil verdiendringer blir registrert løpende og rapportert i samme regnskapsperiode som de oppstår. I perioder etter dette vil rentabiliteten i praksis ikke påvirkes av faktiske investeringer. Superprofitten vil i dette tilfellet fremkomme i samme periode som verdiendringer skjer. Målefeil av type 1 vil dermed være null i alle fremtidige perioder, og strategisk fordel vil være null. Selv om SolstadFarstad avlegger regnskapet etter IFRS-rammeverket, benytter de ikke verdimodellen som regnskapsrammeverk. Vi ønsker å synliggjøre rentabiliteten for SolstadFarstad og korrigerer dermed ikke for målefeil type 1.

Målefeil type 2

Det andre leddet i formelen for målefeil viser avviket mellom egenkapitalrentabiliteten som målt etter IFRS-reglene og den faktisk underliggende rentabiliteten. IFRS har til hensikt å gi en best mulig beskrivelse av de økonomiske forholdene i et selskap. Noen ganger krever eller tillater derimot rammeverket at selskapet rapporterer tall som ikke gir den beste beskrivelsen av den økonomiske situasjonen.

Det er flere forhold som kan gi opphav til et avvik mellom rentabiliteten målt etter IFRS og den faktiske rentabiliteten. Knivsflå (2017d) mener den potensielt største kilden til målefeil av type 2 er manglende balanseføring av eiendeler. IAS 37 omhandler immaterielle eiendeler, og stiller relativt strenge krav for at en potensiell immaterielle eiendel kan innregnes i balansen. Forskning og utvikling er eksempel på en immateriell eiendel som kan gi opphav til diskusjon rundt balanseføring. Forskning og utvikling skal først innregnes i balansen når det er ventet å gi en fremtidig økonomisk fordel for selskapet (Deloitte, 2017c). I praksis betyr dette at man ikke innregner forskning. For utvikling stilles det konkrete krav som kan føre til forskjell mellom IFRS og faktiske forhold. Ved å kostnadsføre eiendeler istedenfor å balanseføre vil rentabiliteten i kostnadsåret bli undervurdert, og rentabiliteten i de påfølgende årene bli overvurdert. Basert på den eksterne informasjonen vi har er det ikke noe som skulle tilsi at

SolstadFarstad har kostnader som burde vært balanseført. SolstadFarstad har heller ikke noen relevante poster knyttet til forskning og utvikling. Vi vil ikke justere for målefeil knyttet til manglende balanseføring.

Videre vil operasjonell leasing kunne gi grunnlag for målefeil av type 2. IAS 17 er gjeldende regnskapsstandard for leasingavtaler, og balanseføring av disse leieavtaler har vært en mye omtalt regnskapsmessig problemstilling (Deloitte, 2017a). Standarden skiller mellom finansielle og operasjonelle leieavtaler. Finansielle leieavtaler innregnes i selskapets balanse til neddiskontert leiebeløp. Operasjonelle leieavtaler kostnadsføres direkte for hver periode. For at noe skal karakteriseres som en finansiell leieavtale må den finansielle risikoen ved eiendelen bæres av leietaker. Operasjonell leasing defineres som en leasingavtale hvor utleier bærer den finansielle risikoen. Dagens IAS 17 har vært gjenstand for kritikk fordi man i praksis så at to svært like leieavtaler har blitt klassifisert ulikt, og det har vært mange vanskelig vurderingstilfeller hvorvidt en avtale er finansiell eller operasjonell. Resultatet er at det har vært vanskelig å sammenligne selskaper uten å foreta justeringer for hvordan leieavtalene er regnskapsført. Operasjonelle leieavtaler har i mange tilfeller blitt kritisert for å være konseptuelt feil ved at man ikke har balanseført leieavtalen når det i realiteten er en forpliktelse for selskapet.

SolstadFarstad har flere leieforhold. Som vi ser i balansen til selskapet er flere av leieavtalene klassifisert som finansielle leieavtaler, det er i all hovedsak skip som er klassifisert som finansielle leieavtaler. SolstadFarstad har også en liten andel operasjonelle leieavtaler, brorparten av dette knytter seg til leie av kontorlokaler både i Norge og utlandet. Selskapene som inngår i bransjesammenligningen har også klassifisert leieavtalene knyttet til kontorlokaler som operasjonelle leasingavtaler. Kostnaden knyttet til de operasjonelle leieavtalene er av begrenset størrelse sett i forhold til totale forpliktelser, og justering av disse vil dermed ikke gi store utslag i forholdstallsanalysen. Gitt den beskjedne mengden operasjonelle leasingavtaler velger vi å ikke justere regnskapet.

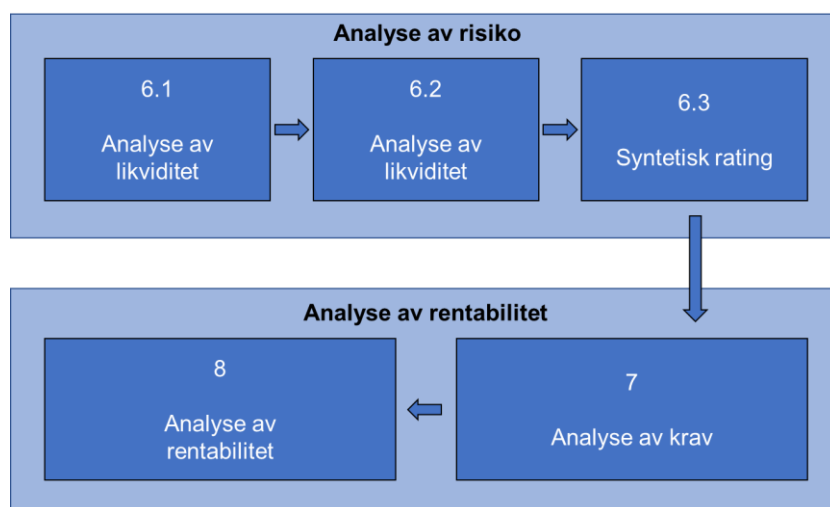
Målefeil type 3

Målefeil av type 3 kommer fra beviste feil i regnskapsføringen og rapporteringen, altså kreativ regnskapsføring. Hensikten med kreativ regnskapsføring er å gi brukerne av regnskapet inntrykk av at selskapet presterer bedre enn det i realiteten gjør. Det skilles gjerne mellom to ulike former for målefeil type 3, regnskapsstrekking og regnskapsmanipulasjon. Regnskapsstrekking betyr å utnytte det slingringsmonnet som ligger i regnskapsreglene

(Heskestad, 2016). Regnskapsmanipulasjon er å bevisst avgi et regnskap som inneholder informasjon som ikke er utarbeidet etter de underliggende regnskapsreglene. Gitt dagens økonomiske situasjon for SolstadFarstad og selskapene i OSV-markedet er det nærliggende å tro at insentivene til å manipulere regnskapene er tilstede. Som eksterne verdivurderere har vi derimot ingen informasjon om at regnskapene er manipulerte. Vi tar revisors rene beretninger til etterretning og velger å ikke justere regnskapene for målefeil type 3.

5.6 Rammeverk for forholdstallsanalyse

Vi vil i dette kapitlet gjøre rede for videre analyse. Vi vil benytte oss av forholdstallsanalyse for å få innsikt i de underliggende økonomiske forholdene til SolstadFarstad sammenlignet med bransjen vi sammenligner oss med. Knivsflå (2017e) definerer forholdstallsanalyse som en analyse av «et relativt forhold mellom vanligvis to regnskapstall som gir god innsikt i underliggende risiko eller rentabilitet». Knivsflå (2017e) presenterer følgende rammeverk for analyse av de underliggende økonomiske forholdene.



Figur 5.6: Rammeverk for strategisk regnskapsanalyse

I kapittel 6 starter vi med en analyse av likviditet. I denne delen vil vi se på den kortsiktige kredittrisikoen, altså om selskapet har midler til å betale sine forpliktelser etter hvert som de forfaller. Videre vil vi foreta en analyse av soliditet. Her ser vi på den langsiktige kredittrisikoen, fokuset her vil være på om selskapet har en finansiering som gjør at det kan stå imot lengre perioder med tap. Den kortsiktige og langsiktige kredittrisikoen blir til slutt i kapittel 6 oppsummert i en syntetisk rating, her vil vi vurdere selskapets totale risiko. I kapittel 7 beregner vi relevante avkastningskrav. Det beregnede avkastningskravet blir benyttet som

målestokk for rentabiliteten. I kapittel 8 blir analysen av risiko sammenholdt med avkastningskravet, dette viser selskapets superrentabilitet. I tillegg vil vi i kapittel 8 vurdere om SolstadFarstad har en strategisk fordel.

Regnskapsdata for bransjen blir aggregert, og følgelig bli verdivektet. Alternativt kunne vi regnet relevante forholdstall for hvert enkelt selskap, for så å regne snittet for bransjen som helhet. Dette ville gitt et gjennomsnitt som ikke var påvirket av størrelsen til de ulike selskapene. Ved å verdivekte sammenligningsgrunnlaget mener vi bransjesammenligningen bedre måler SolstadFarstads prestasjon i forhold til konkurrentene. Som tidligere nevnt har vi valgt å utelate SolstadFarstad fra bransjedataene på grunn av at selskapet ville utgjort en for stor andel av bransjedataene. Som en konsekvens av dette vil ikke bransjedataene være representative for bransjen som helhet, men poenget med å ha et godt sammenligningsgrunnlag står seg.

5.6.1 Tidsvekting

Før forholdstallsanalysen må vi vurdere hvordan vi skal vektlegge regnskapsdata fra de ulike årene. Dersom et selskap er stabilt over tid bør historisk regnskapsdata vektlegges likt. Likevekting gjøres dersom man kan identifisere en trend, og det forventes at egenkapitalrentabiliteten vil variere rundt en trend, såkalt «mean reverting». Dersom regnskapsdataen til et selskap varierer i stor grad vil det være mer hensiktsmessig å vekte senere år mer enn tidligere år. Dette gjøres gjerne hvis det er vanskelig å identifisere en klar utviklingstrend over tid. Grunnen til dette er at senere år er mer representative enn tidligere år for fremtidig regnskapsdata.

SolstadFarstad opererer som tidligere nevnt i en syklisk næring som varierer i stor grad over tid. Vi ser av utviklingen i fraktinntektene til SolstadFarstad at de har variert siden 2007, med en oppgang frem til og med 2014, for deretter å ha gått betydelig ned siden da. Dette taler for at vi vektlegger senere år i større grad enn tidligere år. Videre har SolstadFarstad vært involvert i flere oppkjøp og fusjoner de senere år, dette taler for at regnskapsdata fra tidligere år er lite representative for slik selskapet fremstår i dag. Vi velger derfor å vekte årene som følger.

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017T
Tidsvekting	2,50 %	5,00 %	5,00 %	7,50 %	7,50 %	10,00 %	10,00 %	10,00 %	12,50 %	15,00 %	15,00 %

Tabell 5.23: Tidsvekting

6. Risikoanalyse

I dette kapittelet vil SolstadFarstads kredittrisiko analyseres. Analyse av kredittrisiko er relevant i verdsettelse med hensyn til både investorer og långivere, samt om forutsetningen for fortsatt drift med rimelighet virker å være oppfylt. Man ønsker å kunne vurdere hvor sannsynlig det er at et selskap havner i en situasjon hvor man ikke har mulighet til å betjene sine løpende forpliktelser. For långivere er risiko for mislighold svært alvorlig. Med låntaker i økonomisk uføre risikerer långiver å tape store summer gjennom gjeldsforhandlinger eller konkurs. På oppsiden har bankene en beskjedne inntjening, som følge av en avtalt avkastning på hovedstolen og ingen rettighet til potensielle overskudd. Asymmetrien er tydelig: for bankene er kredittrisiko svært viktig, da nedsiden kan innebære tap av hele eller store deler av innskuddet, mens oppsiden er av begrenset omfang (Knivsflå, 2017e).

For å videre kunne vurdere selskapets kredittrisiko er det relevant å utvide risikobegrepet. Kallestad & Møller (2016) skiller mellom usystematisk og systematisk risiko. Førstnevnte knytter seg til bedriftsspesifikk risiko, herunder eksempelvis om et selskap er vellykket eller om det står overfor en potensiell konkurs. Systematisk risiko betegnes som generell markedsrisiko. I korte trekk er dette den risikoen som samtlige selskap i et marked er eksponert for. Markedsrisikoen hører naturlig med til den meravkastningen markedene kan tilby utover risikofri rente. En perfekt diversifisert investor vil spre sine investeringer slik at den usystematiske risikoen i flere selskap motvirker hverandre. Med denne tilnærmingen er porteføljen kun eksponert for systematisk risiko. Man kan dermed argumentere for at kun systematisk risiko er relevant i et investorperspektiv. Likevel er analyse av usystematisk bedriftsrisiko relevant for verdsettelse, da det er denne risikoen som er å betegne som systematisk for långiverne (Knivsflå, 2017e). På denne måten vil bedriftsspesifikk risiko påvirke lånevilkår gjennom å ha betydning for kreditorenes vurdering av risiko for mislighold av sine utlån.

Damodaran (2012) nevner to hovedkilder til informasjon for bruk til kredittanalyse: noteinformasjon fra regnskapet og finansielle forholdstall. Dette kapittelet vil i hovedsak bestå av forholdstallsanalyse for å vurdere SolstadFarstads kredittrisiko. I delkapittel 6.3 vil forholdstallsanalysen kulminere i en syntetisk kredittrisikorating til bruk i videre analyse.

Av hensyn til kvaliteten på videre analyse har vi i dette kapittelet foretatt en vurdering om spesielle hendelser og forhold i regnskapet. Da SolstadFarstad består av tre nyfusjonerte

selskap er det nødvendig å kontrollere om det finnes regnskapsposter som i for stor grad får feilaktig innflytelse over sentrale forholdstall. Et slikt forhold oppstod i 2016 da Farstad brøt med sine lånevilkår. Som følge av dette ble en stor del av selskapets langsiktige finansielle gjeld omgjort til kortsiktig gjeld til forfall i neste regnskapsperiode. Dette innebærer for SolstadFarstads del at kortsiktig finansiell gjeld for selskapet samlet økte med over 8mrd NOK, uten tilsvarende økning i finansielle eiendeler. Økningen vil dominere nevneren i flere nøkkelstørrelser som skal beregnes i dette kapittelet, og få et uforholdsmessig stort utslag på den syntetiske ratingen forholdstallene kulminerer i. Dette vil videre få store konsekvenser i utregningen av avkastningskrav i kapittel 7.

Vi velger derfor å kun benytte regnskapsinformasjon fra Solstad og Deep Sea når det gjelder beregning av nøkkeltall som inneholder kortsiktig finansiell gjeld i nevner. Vi velger å fjerne Farstad fullstendig fra disse forholdstallene, for å unngå asymmetri og gi et misvisende bilde av forholdet mellom kortsiktige eiendeler og gjeld. De berørte forholdstallene er likvidtetsgrad 1 og 2, samt den kortsiktige finansielle gjeldsgraden. Verdien for Farstad vil stå i tabellene, men ikke være medregnet i selskapets samlede tallstørrelse.

Da Farstad ved avleggelse av årsrapporten for 2016 kunne bekrefte at selskapet ikke lenger er i brudd med sine lånevilkår mener vi at fremgangsmåten beskrevet ovenfor gir et mer rettviseende bilde av SolstadFarstads finansielle posisjon.

Innledningsvis vil vi foreta en analyse av SolstadFarstads kortsiktige likviditet. Her er hensikten å vurdere selskapets evne til å møte sine løpende forpliktelser i et kort perspektiv. Videre vurderes selskapets soliditet for å analysere den langsiktige kredittrisikoen, altså evnen til å tåle fremtidige tap. Avslutningsvis vil funnene fra de to ovennevnte analysene kulminere i en syntetisk rating for SolstadFarstad. Det omgrupperte regnskapet fra kapittel 5 for SolstadFarstad og bransjen benyttes i den videre analysen. For å muliggjøre ytterligere dybde i analysen vil nøkkeltallene i dette kapittelet i tillegg vises for hvert enkelt av de fusjonerende selskapene.

6.1 Likviditetsanalyse

Som nevnt er det evnen til å betjene kortsiktige forpliktelser som er hensikten å vurdere i dette delkapittelet. Kortsiktige forpliktelser er typisk tatt opp gjennom driftssyklusen, og en sentral vurdering er i hvilken grad selskapet må betale kortsiktig gjeld før tilhørende innbetaling

finner sted (Damodaran 2012). Altså om selskapet har muligheten til å betale sin leverandør etter at deres kunde har betalt dem for den samme varen. Fra det enkle eksempelet er det tydelig hvordan dette forholdet vil ha innvirkning på selskapets likviditetssituasjon.

En kombinasjon av flere finansielle nøkkeltall gir et grunnlag for å danne et bilde av selskapers likviditet. Ved en konkurs vil man typisk kunne observere at nøkkeltallene har hatt en negativ utvikling i tiden frem mot konkursen (Knivsflå, 2017e). Man kan ikke slå fast at konkurs vil inntreffe på bakgrunn av negativ utvikling i nøkkeltall, men informasjonen fungerer som en varslings på hvilke risikoer man muligens vil stå overfor i fremtiden.

6.1.1 Likviditetsgrad 1

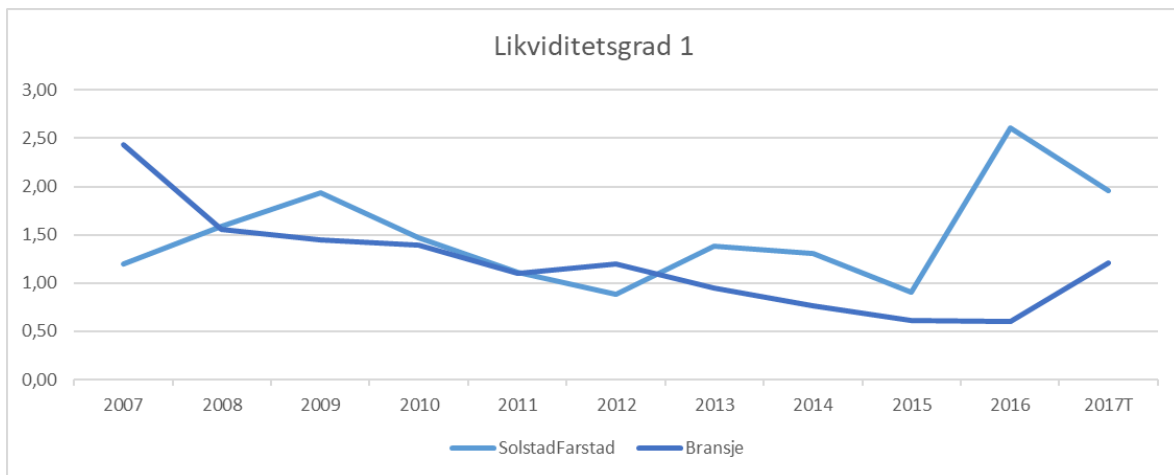
Likviditetsgrad 1 (LG1) viser forholdet mellom et selskaps omløpsmidler og kortsiktige gjeld. Damodaran (2012) beregner LG1 ved å dividere omløpsmidler på kortsiktige forpliktelser. Ved å benytte omgrupperte regnskapstall fra kapittel 5 vil vi beregne LG1 ved hjelp av følgende formel:

$$\text{Likviditetsgrad 1} = \frac{DOM + FOM}{KDG + KFG}$$

Ved LG1 lik 1 har selskapet likevekt mellom omløpsmidler og kortsiktig gjeld til forfall i året som kommer. En tommelfingerregel er at selskaper bør tilstrebe å ha minst dobbelt så høy verdi på omløpsmidler som kortsiktig gjeld for å være tilstrekkelig likvid. På den andre siden taler hensynet til arbeidskapital for at LG1 på over 2 kan være unødvendig høyt. Man ønsker ikke å binde opp unødvendig mye kapital i omløpsmidler kun av hensyn til forholdstallet (Damodaran, 2012). LG1 sier ikke noe om sammensetningen til omløpsmidlene, og det må tas hensyn til at likviditeten vil variere innad i omløpsmidlene. Hva som er «korrekt» nivå på LG1 må vurderes skjønnsmessig avhengig av bransje og selskapstype.

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017T	Snitt
SolstadFarstad	1,2002	1,5848	1,9384	1,4705	1,1059	0,8810	1,3808	1,3091	0,9046	2,6123	1,9574	1,5550
Solstad	0,8740	1,1066	1,9491	0,8990	0,8656	0,5769	1,0690	1,1959	0,6446	2,9499	2,8201	1,5372
Farstad	1,7227	2,3585	2,0651	1,8488	1,2847	1,2380	1,6065	1,2814	1,2365	0,1593	1,5185	1,3181
Deep Sea	1,4243	1,3346	1,3568	2,9698	1,4966	1,2124	3,1553	1,8002	1,0327	1,7177	1,3546	1,7119
Bransje	2,4300	1,5507	1,4424	1,3899	1,1000	1,2018	0,9503	0,7642	0,6148	0,6059	1,2134	1,0385

Tabell 6.1: Likviditetsgrad 1, 2007-2017



Figur 6.1: Likviditetsgrad 1, 2007-2017

Fra tabell 6.1 ser vi at SolstadFarstad har et vektet snitt for LG1 på 1,56 i perioden, mens tilsvarende størrelse for bransjen er 1,04. Begge størrelsene er under tommelfingerregelen på 2, noe som tyder på at det kan være forhold innen offshore service som tilsier et LG1 lik 2 ikke er en naturlig balanse. Slaubaugh, Pollock & Schmelzle (2004) har publisert en studie som nærmere analyserer tommelfingerregler vedrørende nøkkeltall som knytter seg til likviditet. Deres konklusjon pekte på at jo større balanseverdi et selskap har, jo lavere vil LG1 bli, uten at det skal vurderes som et faresignal. Offshore servicerederiene har svært kapitalintensive anleggsmidler som dominerer balansen. Dette medfører stor langsiktig finansiell gjeld, der den kortsiktige andelen får stor innvirkning på samlet kortsiktig gjeld. Telleren i brøken står i ro relativt til nevneren, da gjelden benyttes til å finansiere og øke beholdning av anleggsmidler, ikke omløpsmidler. På den måten reduseres «sunn» LG1, ved at forholdet teller/nevner endres i forhold til virksomheter som har et mer balansert forhold mellom omløps- og anleggsmidler. På bakgrunn av dette vil vi i denne analysen i større grad vurdere SolstadFarstads likviditetsgrad mot bransjen enn mot tommelfingerregelen på 2.

Figur 6.1 viser utviklingen i LG1 over analyseperioden. I all hovedsak følger SolstadFarstads LG1 utviklingen i bransjen frem til 2012, da selskapet opplever en vedvarende høyere LG 1 enn sine konkurrenter. I 2013 fører en uspesifisert økning i kortsiktig driftsrelatert gjeld til en reduksjon i LG1, som forsterkes ytterligere av nedgangskonjunkturen i bransjen fra 2015. LG1 reduseres i takt med fallende rater og lavere aktivitet, da omløpsmidler inn til selskapet reduseres, mens betjening av kortsiktig andel av finansiell ligger fast og reduserer omløpsreservene. Den kraftige forbedringen fra 2015 til 2016 er forårsaket av at både Solstad og Deep Sea reduserer sin kortsiktige finansielle gjeld betydelig. Også i 2017 har

SolstadFarstad en høyere LG1 enn bransjen. Det kan tyde på at forbedringen skyldes en mer gunstig sammensetning av gjeld for konsernet, gjennom refinansiering og kapitalinnskudd i forbindelse med fusjonering.

Trenden fra figur 6.1 er uklar, men det kan se ut som om LG1 for selskapet og bransjen konvergerer. Det kan dermed virke som om SolstadFarstads forhold mellom omløpsmidler og kortsiktig gjeld er mer gunstig enn hos bransjen på nåværende tidspunkt, men ikke ventet å vedvare.

6.1.2 Likviditetsgrad 2

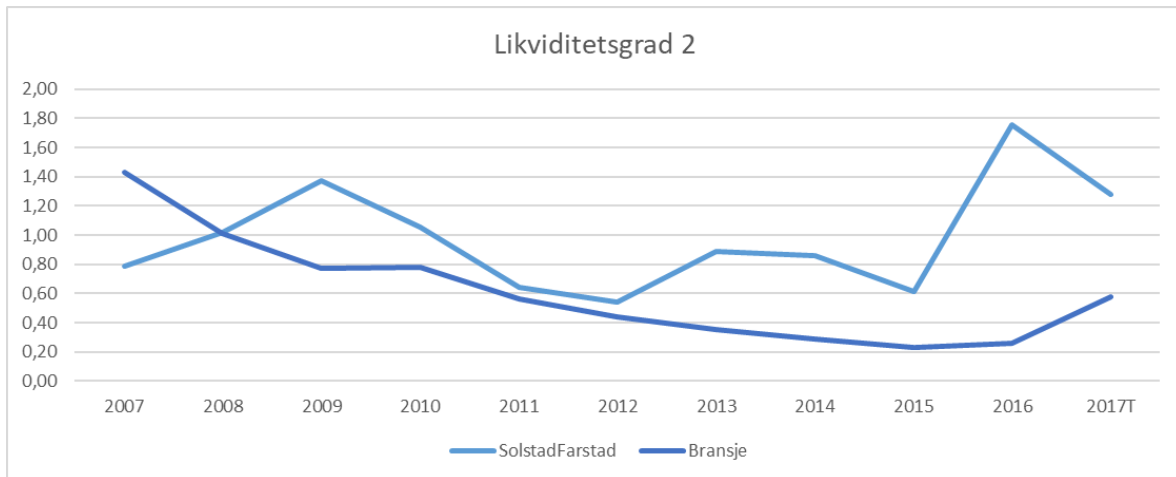
Likviditetsgrad 2 (LG2) er en analyse av mer likvide omløpsmidler enn LG1. Damodaran (2012) definerer LG2 som en størrelse som tar for seg omløpsmidler som raskt kan konverteres til kontanter, og ser vekk fra de mer illikvide eiendelene som varelager og fordringer. Formelen nedenfor viser utregning av LG2:

$$\text{Likviditetsgrad 2} = \frac{FOM}{KDG + KFG}$$

Nevneren holdes uendret, men telleren består kun av finansielle eiendeler som ble omgruppert i kapittel 5. Verdien vil dermed bli lavere enn ved LG1, og en tommelfingerregel er at LG2 bør være 1, altså der verdien av selskapets mets likvide midler er tilstrekkelige for å dekke forpliktelse til forfall i neste periode.

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017T	Snitt
SolstadFarstad	0,7833	1,0161	1,3710	1,0552	0,6422	0,5389	0,8861	0,8579	0,6148	1,7585	1,2790	1,0270
Solstad	0,5255	0,6041	1,2941	0,4760	0,3627	0,2959	0,6078	0,6328	0,3341	1,9423	1,6538	0,9058
Farstad	1,3409	1,7855	1,5947	1,5010	0,9117	0,8590	1,1505	0,9611	0,9180	0,1158	1,1159	0,9801
Deep Sea	0,4973	0,5958	0,7345	2,2563	0,7844	0,6297	1,8281	1,2045	0,8787	1,2714	0,9135	1,1108
Bransje	1,4332	1,0084	0,7702	0,7821	0,5611	0,4434	0,3558	0,2897	0,2294	0,2583	0,5807	0,4889

Tabell 6.2: Likviditetsgrad 2, 2007-2017



Figur 6.2: Likviditetsgrad 2, 2007-2017

Tabell 6.2 viser at bransjen har et snitt for LG2 som ligger under tommelfingerregelen, mens SolstadFarstad ligger nær snittet. Med bakgrunn i samme argumentasjon som i forrige delkapittel vedrørende eiendelssammensetning kan man argumentere for at «sunn» LG2 avviker fra tommelfingerregelen, og bransjesammenligningen bør vektlegges mest.

I perioden presterer SolstadFarstad bedre enn bransjen når det kommer til LG2. Dette kommer særlig til syne i det vektete snittet, der år med gunstig likviditet for konsernet i forhold til bransjen vektlegges mest. Den kraftige styrkingen av LG2 fra 2015 til 2016 er forårsaket av samme forhold som ved LG1: Deep Seas og Solstads kraftige reduksjon i kortsiktig finansiell gjeld. Foruten dette toppåret har SolstadFarstads LG2 hatt en relativt stabil trend gjennom perioden, til tross for utfordrende markedsforhold. I 2017 har alle tre selskap god LG2, og SolstadFarstad har en mer fordelaktig likviditetssituasjon enn bransjen.

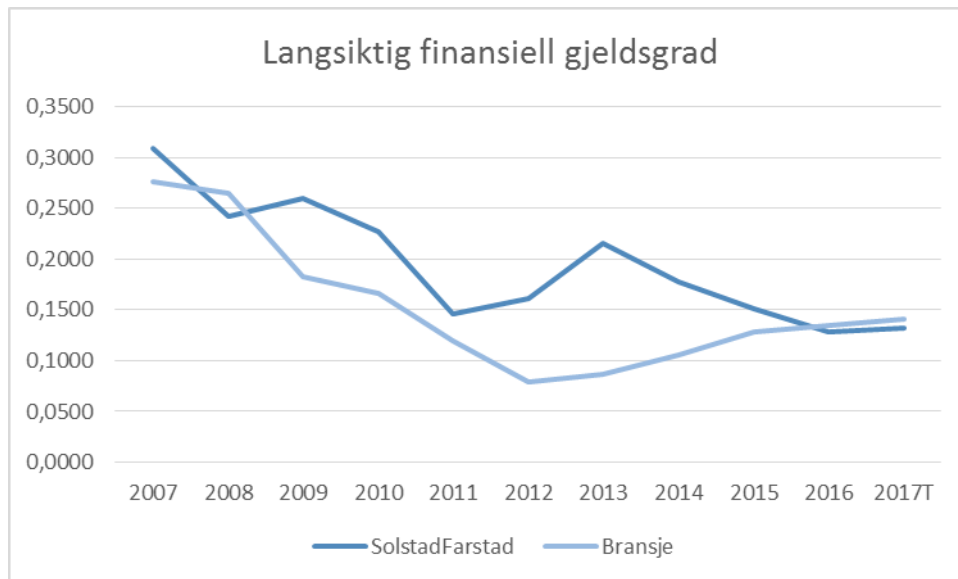
6.1.3 Finansiell gjeldsdekningsgrad

Videre ønsker vi å analysere langsiktig og kortsiktig finansiell dekningsgrad for å vurdere selskapets forhold mellom finansielle eiendeler og gjeld. Om de finansielle eiendelene er tilstrekkelig til å dekke den finansielle gjelden er relevant å vurdere, siden det avdekker om selskapet har netto finansielle eiendeler eller gjeld. Sannsynligheten for likviditetsutfordringer øker i takt med at selskapets eiendeler til å betjene gjeld blir relativt mindre. Den langsiktige finansielle gjeldsdekningsgrad (LFG) utregnes med følgende formel:

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

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017T	Snitt
SolstadFarstad	0,3095	0,2428	0,2603	0,2267	0,1462	0,1611	0,2162	0,1778	0,1516	0,1284	0,1326	0,1745
Solstad	0,3207	0,1605	0,2249	0,0982	0,0692	0,1002	0,1572	0,1194	0,0899	0,1392	0,1197	0,1276
Farstad	0,3484	0,3442	0,3138	0,3294	0,2319	0,2193	0,2402	0,2294	0,1687	0,1188	0,1870	0,2196
Deep Sea	0,1347	0,2083	0,2217	0,4574	0,2655	0,2076	0,6389	0,2118	0,3619	0,1164	0,0826	0,2600
Bransje	0,2765	0,2651	0,1833	0,1667	0,1195	0,0797	0,0866	0,1057	0,1278	0,1345	0,1405	0,1352

Tabell 6.3: Langsiktig finansiell gjeldsdekningsgrad, 2007-2017



Figur 6.3: Langsiktig finansiell gjeldsdekningsgrad, 2007-2017

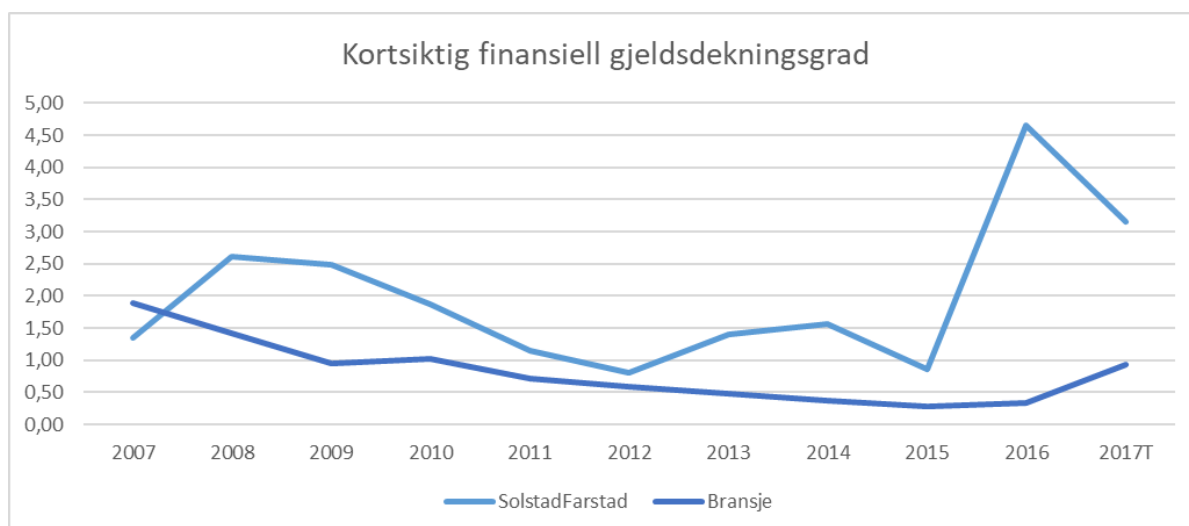
Tabell 6.3 viser hvordan SolstadFarstads og bransjens LFG samvarierer til en viss grad, og konvergerer mot slutten av analyseperioden. Selskapet har tidligere hatt en fordel i forhold til bransjen, men en kraftig økning i finansiell gjeld for å øke tonnasjen i samtlige selskap, samt nedgang i finansielle eiendeler i Solstad fra 2013 har sørget for likhet i 2017. Per dags dato har SolstadFarstad en betydelig finansiell gjeld, og ikke tilstrekkelig finansielle eiendeler til å utligne dette. Som nevnt tidligere i delkapittelet er det naturlig at offshore servicerederier tar opp finansiell gjeld for å finansiere driftsmidler. Likevel er det grunn til bekymring rundt forholdstallet. Både SolstadFarstad og bransjen generelt har redusert sin LFG over analyseperioden. Dette viser hvordan bankene har vært villige til å gi betydelig lån, og hvordan rederiene har økt sin tonnasje. SolstadFarstad har halvert sin evne til å innløse finansiell gjeld med finansielle eiendeler fra 30 % til 17,45 %. Siden nedgangen i 2015 har konsernet hatt store utfordringer, og dette reflekteres av den tydelige nedadgående trenden i LFG fra 2013. Oppsummert har SolstadFarstad en nøytral posisjon i forhold til bransjen, men det lave, absolutte tallet er grunn til bekymring.

Gjelddekningsgrad på kort sikt (KFG) regnes ut på følgende måte:

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

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017T	Snitt
SolstadFarstad	1,3558	2,6131	2,4854	1,8776	1,1543	0,8070	1,4099	1,5719	0,8693	4,6625	3,1629	2,1776
Solstad	0,8306	1,7904	2,6903	0,8774	0,6379	0,4049	0,8434	1,1771	0,4164	5,9097	4,6045	2,2302
Farstad	2,2489	3,6180	2,5298	2,4219	1,5793	1,3409	2,1514	1,7183	1,8649	0,1245	2,8491	1,8639
Deep Sea	2,4879	1,8664	1,4541	5,8681	2,0457	1,7256	4,8041	2,3184	1,0054	2,5141	1,6037	2,4499
Bransje	1,8994	1,4172	0,9549	1,0165	0,7124	0,5949	0,4742	0,3819	0,2884	0,3337	0,9341	0,6671

Tabell 6.4: Kortsiktig finansiell gjeldsdekningsgrad, 2007-2017



Figur 6.4: Kortsiktig finansiell gjeldsdekningsgrad, 2007-2017

KFG bidrar til å nyansere bildet ytterligere. Foruten bunnåret i 2012 og 2015 har konsernet hatt finansielle omløpsmidler større enn kortsiktig finansiell gjeld. Veksten i 2016 bærer i likhet med tidligere nøkkeltall preg av at både Solstad og Deep Sea kraftig reduserte sin kortsiktige finansielle gjeld. Med dette inkludert i betraktningen har likevel konsernet hatt en utvikling fra 2012 som har gjort dem mer solide enn bransjen hva gjelder å ha mulighet til å innløse kortsiktig finansiell gjeld med likvide, finansielle eiendeler.

6.1.4 Rentedekningsgrad

Damodaran (2012) definerer rentedekningsgrad (RDG) som selskapers evne til å betale renter med resultatet fra driften. En tommelfingerregel er at RDG bør være over 2, men forholdstallet må tolkes med måte. Det tas ikke høyde for rentenivå i utregningen, og dermed kan endringer

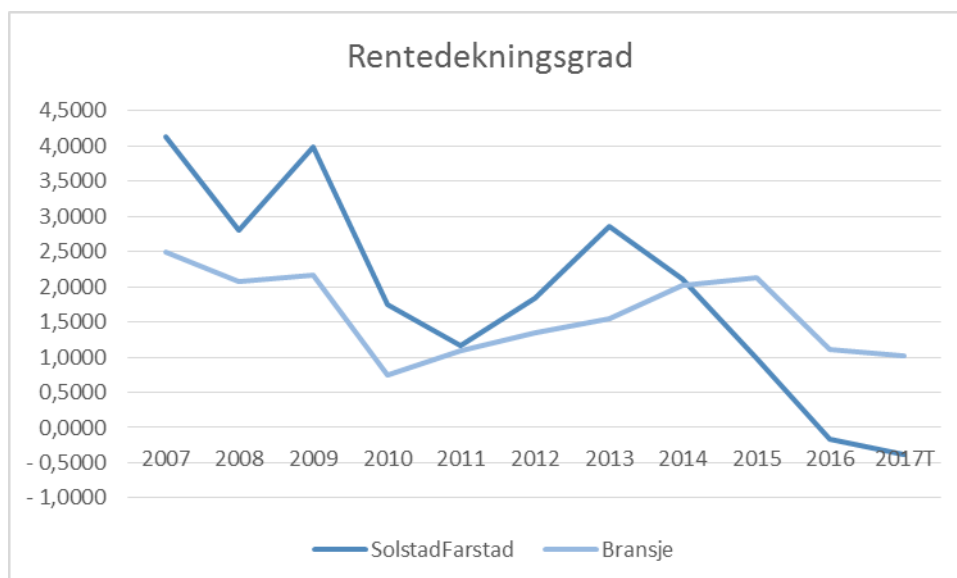
i dekningsgraden være delvis forklart av renteendring. Vi vil vurdere størrelsen på SolstadFarstads driftsresultat etter skatt pluss netto finansinntekter, relativt til netto finanskostnader ved hjelp av følgende formel:

$$\text{Rentedeckningsgrad} = \frac{\text{Netto driftsresultat} + \text{netto finansinntekter}}{\text{Netto finanskostnader}}$$

Damodaran (2012) påpeker at svakheten ved å bruke RDG i tidsserieanalyse er at årsresultatet vil variere kraftig over tid. I utregningen benyttes normaliserte poster fra kapittel 5, noe som gir et bedre sammenligningsgrunnlag da de kraftigste svingningene i resultat ofte skyldes unormale poster.

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017T	Snitt
SolstadFarstad	4,1235	2,8024	3,9926	1,7395	1,1609	1,8326	2,8589	2,1194	0,9758	-0,1639	-0,3756	1,3825
Solstad	3,6045	1,6948	2,9802	1,1515	0,5080	1,8062	2,7192	2,7024	2,0009	1,0050	0,1047	1,5877
Farstad	4,4442	5,4888	5,4416	2,9927	2,7272	2,2028	2,0049	1,5686	0,9011	-0,7180	-0,7822	1,5519
Deep Sea	5,3329	2,1255	3,3848	0,7577	0,2154	0,9441	13,7314	2,7479	-4,7183	-2,3691	-1,1095	1,1126
Bransje	2,4871	2,0698	2,1613	0,7408	1,0909	1,3558	1,5469	2,0117	2,1286	1,1023	1,0119	1,4858

Tabell 6.5: Rentedeckningsgrad, 2007-2017



Figur 6.5: Rentedeckningsgrad, 2007-2017

Tabell/figur 6.5 viser hvordan SolstadFarstads RDG har blitt kraftig redusert i perioden. Nedgangen skyldes i hovedsak at konsernets finanskostnader har økt i takt med store låneopptak for å finansiere vekst i flåtestørrelse, samtidig som inntjening fra drift har avtatt og til slutt blitt negativ. Den kraftige nedgangen fra 2013 er drevet av en særlig negativ utvikling hos Farstad og Deep Sea. SolstadFarstads historiske fordel i forhold til bransjen er snudd til

en situasjon der konsernet ligger betydelig bak bransjen, og ikke evner å betjene rentekostnader over driftsresultatet.

6.1.5 Oppsummering likviditetsanalyse

Likviditetsgrad 1 og 2 viser at SolstadFarstad har en større grad av likviditet enn sine konkurrenter i bransjen. Man kan argumentere for at både LG1 og LG2 har en bratt trend nedover, men dette må sees i sammenheng med at Solstad og Deep Sea kraftig reduserte sin kortsiktige gjeld i 2016, og at denne gjelden er forventet å returnere til et mer moderat nivå i 2017.

Den langsiktige finansielle gjeldsdekningsgraden er grunn til bekymring. SolstadFarstad presterer på samme nivå som bransjen, men likevel er de finansielle eiendelens evne til å dekke finansiell gjeld svært begrenset og kraftig redusert i senere år. I forhold til bransjen har SolstadFarstad en fordel hva gjelder å dekke kortsiktige finansielle forpliktelser med likvide finansielle omløpsmidler. Vedrørende rentedekningsgrad har SolstadFarstad en situasjon som er langt svakere enn bransjen for øvrig. Der bransjen har en svak negativ trend knyttet til å betjene fremtidige renteutgifter over driftsresultatet, er SolstadFarstad allerede i en situasjon der de ikke kan betjene renteutgifter over driftsresultatet.

Oppsummert har SolstadFarstad en mer likvid situasjon enn sine konkurrenter i 2017, samtidig som nåværende rentedekningsgrad er svakere enn for bransjen. Negativ rentedekningsgrad kan spise opp likviditetsforspranget selskapet har i dag. I kombinasjon med lav gjeldsdekningsgrad kan det kulminere i en presset likviditetssituasjon i fremtiden.

6.2 Soliditetsanalyse

I dette delkapittelet vil fokus være på det langsiktige risikoperspektivet. Formålet i soliditetsanalysen er å vurdere hvor godt SolstadFarstad er rustet til å tåle fremtidige tap. Knivsfå (2017e) understreker hvor sentral rolle egenkapitalen har vedrørende soliditet, der den opptrer som en buffer mot fremtidige tap. Hvor solid et selskap er i dag kan gi god innsikt i den langsiktige kredittrisikoen selskapet står overfor. For å vurdere SolstadFarstads soliditet vil vi i dette delkapittelet vurdere størrelsen på egenkapitalen, netto driftsrentabilitet og avslutningsvis presentere finansieringsmatriser som illustrerer finansieringsstrukturen i selskapet.

6.2.1 Egenkapitalprosent

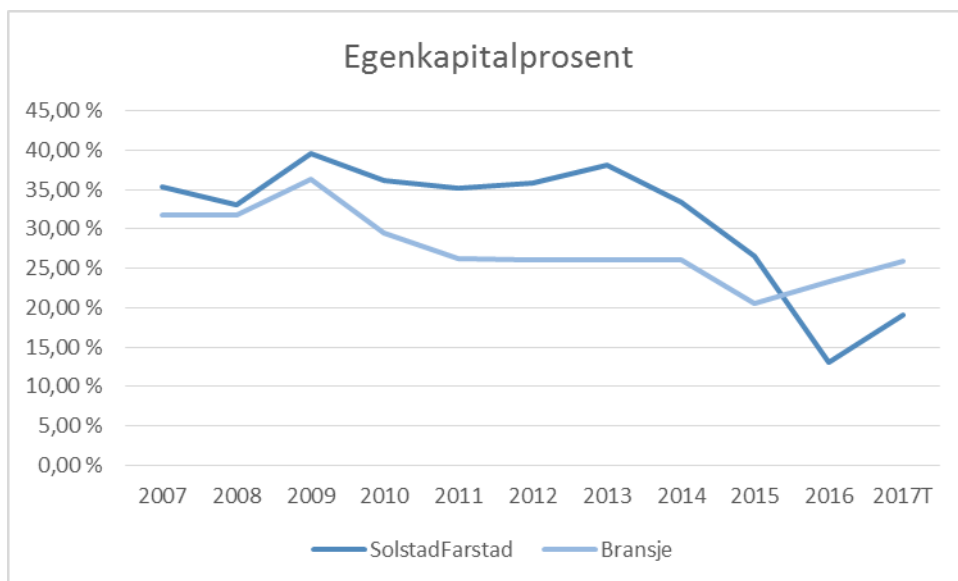
Egenkapitalens andel av totalkapitalen er sentralt for å vurdere soliditet. Der et selskaps gjeldsforpliktelser er uavhengige av om selskapet går med gevinst eller tap, blir egenkapitalen påvirket av resultatet. På den måten er egenkapitalen en buffer mot fremtidige nedgangstider. Viktigheten er tydelig, da en lav egenkapitalprosent øker risikoen for at fremtidige tap vil kunne medføre negativ egenkapital for selskapet. Ved negativ egenkapital er selskapets gjeld større enn eiendelene, selskapet er insuffisient og ute av stand til å innløse all gjeld ved realisering av alle eiendeler. En lav egenkapitalprosent vil dermed øke långivernes risiko for tap av utlån i fremtiden, og dette vil reflekteres i rentekravet som kreves og dermed i låntakers rentekostnader.

Egenkapitalprosenten er også relevant med tanke på lånevilkår i kontrakten med långivere. For at långivers risiko skal stå i forhold til avkastning stilles det som regel krav om soliditet ved å kreve en viss egenkapitalprosent til enhver tid. For låntaker er det svært viktig å ikke bryte lånevilkår, da dette typisk gir långiver rett til umiddelbart å kreve inn hovedstolen. Følgende formel ligger til grunn for utregningen av egenkapitalprosenten:

$$\text{Egenkapitalprosent} = \frac{\text{Egenkapital} + \text{Minoritetsinteresser}}{\text{Totalkapital}}$$

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017T	Snitt
SolstadFarstad	35,38 %	33,12 %	39,60 %	36,20 %	35,23 %	35,80 %	38,04 %	33,31 %	26,59 %	13,04 %	19,09 %	28,74 %
Solstad	36,04 %	36,20 %	37,75 %	32,05 %	27,80 %	31,72 %	32,97 %	28,50 %	22,59 %	15,51 %	14,75 %	25,77 %
Farstad	36,70 %	40,69 %	48,03 %	45,18 %	46,74 %	43,80 %	39,22 %	34,16 %	23,97 %	7,29 %	28,72 %	32,36 %
Deep Sea	30,28 %	13,51 %	20,65 %	21,31 %	23,29 %	20,51 %	58,90 %	42,13 %	47,32 %	16,44 %	14,09 %	28,46 %
Bransje	31,74 %	31,72 %	36,23 %	29,53 %	26,21 %	26,13 %	26,04 %	26,12 %	20,59 %	23,27 %	25,86 %	26,14 %

Tabell 6.6: Egenkapitalprosent, 2007-2017



Figur 6.6: Egenkapitalprosent, 2007-2017

Tabell/figur 6.6 viser hvordan SolstadFarstad historisk har hatt en mer solid egenkapital i forhold til bransjen. Til tross for store låneopptak frem til 2014 har andelen holdt seg stabil mellom 35 og 40 %. Dette skyldes at resultatene i perioden var høye, og dermed holdt balansen mellom egen- og fremmedkapital seg stabil. Sammen med bransjen for øvrig har egenkapitalprosenten i SolstadFarstad blitt kraftig redusert som følge av nedgangen i offshore servicemarkedet fra 2014. Dette skyldes av at inntjeningen ble kraftig redusert, og driftens bidrag gikk fra å øke til å tære på egenkapitalen. Fra 2014 til 2016 er situasjonen svært alvorlig, der konsernets egenkapitalprosent reduseres med nesten to tredjedeler. Særlig Farstad opplever en betydelig krise, der egenkapitalprosenten i 2016 er helt nede i 7,3 % av totalkapitalen. Som følge av refinansieringen og kapitalinnskuddet i forbindelse med fusjoneringen har konsernet bedret sin situasjon, og beveger seg nærmere bransjens soliditet.

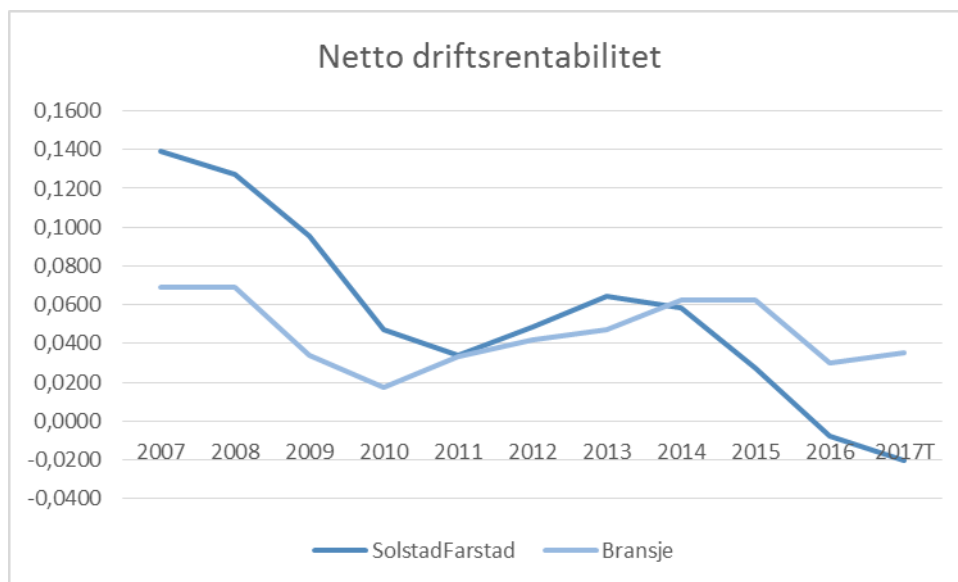
6.2.2 Netto driftsrentabilitet

Netto driftsrentabilitet (ndr) gir et bilde på hvordan driftseiendelene genererer avkastning. I konteksten av å vurdere soliditet er det relevant å vurdere hvilken avkastning man oppnår på driftseiendelene. Netto driftsrentabilitet utregnes ved at netto driftsresultat vurderes i forhold til gjennomsnittlige driftseiendeler i perioden, ved bruk av følgende formel:

$$\text{Netto driftsrentabilitet} = \frac{\text{Netto driftsresultat}}{\text{Netto driftseiendeler}_{IB} + \frac{\Delta NDE - \text{Netto driftsresultat}}{2}}$$

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017T	Snitt
SolstadFarstad	0,1391	0,1274	0,0957	0,0473	0,0336	0,0488	0,0641	0,0584	0,0273	-0,0079	-0,0205	0,0370
Solstad	0,1161	0,0853	0,0454	0,0254	0,0107	0,0478	0,0764	0,0775	0,0609	0,0266	-0,0061	0,0430
Farstad	0,1361	0,1739	0,1298	0,0745	0,0660	0,0532	0,0593	0,0497	0,0295	-0,0303	-0,0317	0,0397
Deep Sea	0,2299	0,1365	0,1569	0,0388	0,0159	0,0374	0,0297	0,0279	-0,0623	-0,0573	-0,0402	0,0116
Bransje	0,0690	0,0691	0,0340	0,0174	0,0330	0,0418	0,0469	0,0625	0,0627	0,0301	0,0350	0,0434

Tabell 6.7: Netto driftsrentabilitet, 2007-2017



Figur 6.7: Netto driftsrentabilitet, 2007-2017

Figur/tabell 6.7 viser hvordan SolstadFarstad har hatt en noe mer volatil utvikling i ndr enn bransjen for øvrig. Til tross for svake år mot slutten av perioden har SolstadFarstad et vektet snitt for ndr på 3,7 %, mot bransjens 4,34 %. Periodens nedgang i ndr er hovedsakelig forårsaket av en stadig økning av driftseiendeler i form av skip. Økningen i driftseiendeler har økt selskapets rentekostnader til å betjene gjelden, og uten tilsvarende utvikling i driftsresultatet vil ndr svekkes. Nedgangen gjør seg særlig gjeldene fra 2014, der ndr reduseres kraftig som følge av at netto driftsresultat går fra 1,8mrd NOK til -0,67mrd NOK i 2017. Lavere inntjening som følge av fallende rater og redusert aktivitet etter nedgangen i 2014 er årsaken til redusert driftsresultat, og følgelig blir rentabiliteten til driftsmidlene lavere da eiendelene ikke har hatt tilsvarende nedgang.

Det er verdt å legge særlig merke til selskapets nivå på ndr i 2016 og 2017. Etter en negativ trend fra 2014 er verdien for ndr negativ i disse årene. Det innebærer at driften fører til kapitalforringelse, altså reduksjon i egenkapitalen i selskapet. Negativ ndr er alvorlig for et selskap, da det strider med aksjeselskapers grunnleggende prinsipp om å sørge for avkastning på kapital, ikke forringelse. Det later til at fallet i ndr i bransjen har flatet ut i større grad enn

for SolstadFarstad. Bransjen har ndr på 3,5 % i 2017, mens SolstadFarstad på sin side har -2,1 % i ndr i kombinasjon med en brattere, negativ trend enn bransjen.

6.2.3 Finansieringsmatrise

For å gi innblikk i hvordan ulike eiendeler i SolstadFarstad er finansiert vil vi i dette delkapittelet presentere statiske finansieringsmatriser. Slike matriser gir et grafisk og lettfattelig bilde over hvordan forskjellige eiendelstyper er finansiert av ulike kapitalkilder på et gitt tidspunkt. Langs den ene aksen i matrisen sorteres finansieringskildene fallende etter soliditet. Egenkapital er følgelig mest solid, etterfulgt av langsiktig gjeld og til slutt kortsiktig gjeld som er minst solid. Tilsvarende rangeres eiendelene langs den andre aksen, stigende etter likviditet. Som de mest illikvide eiendelene kommer anleggsmidler sortert etter drift og finans først, før de mer likvide driftsrelaterte og finansielle eiendelene listes opp.

Det er ønskelig at det er en symmetri mellom likviditet på eiendeler og soliditet til den tilhørende finansieringen. Derfor ønsker man blant annet at langsiktig kapital skal finansiere langsiktige anleggsmidler. Finansiering ved hjelp av egenkapital er derfor den foretrukne finansieringen av anleggsmidler i et soliditetsperspektiv. Etter egenkapital er LDG å foretrekke foran LFG. Som nevnt i kapittel 5.4.2 er LDG en rimeligere kilde til kapital, da denne gjelden er opptatt gjennom driftssyklusen og ikke rentebærende, i motsetning til LFG. Den dyreste, og minst solide kilden til kapital er KFG. Foruten høy kostnad er gjeldstypen svært kortsiktig, og kan by på likviditetsutfordringer ved innfrielse. Jo raskere søylen i finansieringsmatrisen faller, dess mer solid er selskapet. Matrisene nedenfor er basert på regnskapsinformasjon for 2017:

	EK	MI	LDG	LFG	KDG	KFG	TE
DAM	7 871	59	3 626	24 345			35 902
FAM				204			204
DOM				1 885			1 885
FOM				775	1 655	1 124	3 554
TK	7 871	59	3 626	27 210	1 655	1 124	41 545

Tabell 6.8: Finansieringsmatrise SolstadFarstad, 2017

	EK	MI	LDG	LFG	KDG	KFG	TE
DAM	21,9 %	0,2 %	10,1 %	67,8 %			86,4 %
FAM				100,0 %			0,5 %
DOM				100,0 %			4,5 %
FOM				21,8 %	46,6 %	31,6 %	8,6 %
TK	18,9 %	0,1 %	8,7 %	65,5 %	4,0 %	2,7 %	100,0 %

Tabell 6.9: Finansieringsmatrise i prosent SolstadFarstad, 2007-2017

Tabell 6.9 viser at SolstadFarstad finansierer 100 % av sine samlede anleggsmidler med langsiktig kapital. Rentefri LDG står for en betydelig del av finansiering av anleggsmidlene, noe som muliggjør at SolstadFarstads LFG kan finansiere store deler av selskapets omløpsmidler. Knivsflå (2017e) poengterer at langsiktig finansiering av omløpsmidler er et positivt signal vedrørende soliditet. Rentefri KDG er den største finansieringskilden til finansielle omløpsmidler, hvilket fører til at kun 31,6 % av disse eiendelene må finansieres av risikabel og dyr KFG. Etter en turbulent periode i bransjen fra 2014 til i dag viser matrisen for 2017 at finansieringsstrukturen i SolstadFarstad isolert sett ikke er grunn til bekymring. For å diskutere mulige effekter av fusjonen og tilhørende refinansiering er det nødvendig å presentere bransjen prosentvise finansieringsmatrise:

	EK	MI	LDG	LFG	KDG	KFG	TE
DAM	21,5 %	9,4 %	1,4 %	67,7 %			83,7 %
FAM				100,0 %			3,6 %
DOM				33,7 %	59,8 %	6,5 %	6,6 %
FOM						100,0 %	6,1 %
TK	18,0 %	7,8 %	1,2 %	62,5 %	3,9 %	6,5 %	100,0 %

Tabell 6.10: Finansieringsmatrise prosent bransje, 2007-2017

I likhet med SolstadFarstad finansieres bransjens anleggsmidler i sin helhet av langsiktig kapital. Både anleggsmidlenes andel av totale eiendeler og langsiktig gjelds andel av totalkapitalen er svært lik hos SolstadFarstad og bransjen. Når det kommer til langsiktig driftsrelatert gjeld er bildet annerledes. Denne kapitalkilden er langt mindre hos bransjen, hvilket medfører at overskuddet fra langsiktig finansiell gjeld til å finansiere omløpsmidler er langt mindre enn hos SolstadFarstad. En langt større minoritetsinteresse enn SolstadFarstad bidrar til å utjevne dette, slik at tilgangen på langsiktig og rentefri kapital samlet sett er relativt lik hos selskapet og bransjen. Finansieringen av kortsiktige eiendeler avviker fra SolstadFarstad. I bransjen gjøres dette i langt større grad over kortsiktig gjeld, og den mest risikable og dyre gjeldstypen, kortsiktig finansiell gjeld, er langt større enn hos SolstadFarstad.

Det kan virke som om gjeldsforhandlinger og refinansiering av SolstadFarstad i forbindelse med fusjonen har hatt en effekt på å bedre finansieringsstrukturen i forhold til bransjen. Bransjen har langt større finansiering fra kortsiktige kilder (55 % høyere enn SolstadFarstad), og en mindre tilgang på gunstig finansiering gjennom langsiktig driftsrelatert gjeld. Bransjen har på sin side en større total egenkapital. Dette skyldes at SolstadFarstad opplevde en betydelig reduksjon i egenkapital fra 2015 til 2016 for samtlige tre selskap, mens andelen i bransjen holdt seg langt bedre.

6.2.4 Oppsummering soliditetsanalyse

Både egenkapitalprosenten og netto driftsrentabiliteten til SolstadFarstad gir uttrykk for at selskapet per i dag har en soliditetssituasjon som er svakere enn bransjen for øvrig. Bildet er ikke nødvendigvis like alvorlig som ved første øyekast. Egenkapitalprosenten har en positiv trend fra 2016 til 2017. 2016 var et bunnår for selskapet mye som følge av at Farstads egenkapital det året var svært lav. Som del av restruktureringen i forbindelse med fusjonen er den alvorlige egenkapitalsituasjonen avverget, og selskapet har et nivå på egenkapitalen som ikke er grunn til alvorlig bekymring.

Finansieringsmatrisene underbygger at soliditetssituasjonen er bedret. Langsiktig kapital finansierer alle anleggsmidler, samt store deler av omløpsmidlene. SolstadFarstad har her en fordel i forhold til bransjen, som i større grad benytter kortsiktig finansiering. På den andre siden har selskapet en negativ avkastning på driftseiendelene sine, i motsetning til bransjen. Dette vil redusere likviditets- og kapitalreservene, og kan bidra til å endre SolstadFarstads gunstige finansieringsstruktur i fremtiden.

6.3 Syntetisk rating

Som nevnt innledningsvis vil utvalgte finansielle nøkkeltall fra likviditets- og soliditetsanalysen ovenfor benyttes til å utarbeide en syntetisk rating. Å rate selskaper er en oppgave egne selskap har som sin virksomhet, og disse utarbeider grundige syntetiske ratinger til bruk av blant annet investorer og långivere. Knivsflå (2017e) argumenterer for at man på egenhånd ved bruk av soliditets- og likviditetsanalyse kan komme frem til en rating i samme karakterskala som benyttes av «Standard & Poor's» (S&P). Fremgangsmåten vil returnere en bokstavkarakter som samlet gir en indikasjon på sannsynligheten for at et selskap går konkurs innen ett år. Dermed vil rating, gjennom å gi et bilde på konkurserisiko, gi utslag for utregning

av avkastningskrav til investorer og långivere som utregnes i kapittel 7. Karakteren må tolkes med skjønn, da det bestandig vil være forhold i selskaper og bransjer som ikke vil reflekteres perfekt i finansielle forholdstall. De fire størrelsene som benyttes til å bestemme karakteren er likviditetsgrad 1, rentedeckningsgraden, egenkapitalprosenten og netto driftsrentabilitet. Tabell 6.8 inneholder karakterskalaen til S&P, samt grenseverdier for de ulike nøkkeltallene:

Rating	Likviditetsgrad 1	Rentedekningsgrad etter skatt	Egenkapitalprosent	Netto driftsrentabilitet
AAA	11,600	16,900	0,940	0,350
	8,900	11,600	0,895	0,308
AA	6,200	6,300	0,850	0,266
	4,600	4,825	0,755	0,216
A	3,000	3,350	0,660	0,166
	2,350	2,755	0,550	0,131
BBB	1,700	2,160	0,440	0,096
	1,450	1,690	0,380	0,082
BB	1,200	1,220	0,320	0,068
	1,050	1,060	0,270	0,054
B	0,900	0,900	0,220	0,040
	0,750	0,485	0,175	0,026
CCC	0,600	0,070	0,130	0,012
	0,550	-0,345	0,105	-0,002
CC	0,500	-0,760	0,080	-0,016
	0,450	-1,170	0,030	-0,030
C	0,400	-1,580	-0,020	-0,044
	0,350	-1,995	-0,100	-0,058
D	0,300	-2,410	-0,180	-0,072

Figur 6.8: Syntetisk rating

De finansielle forholdstallene til SolstadFarstad vil bli målt mot grenseverdiene i tabell 6.8 og returnere en karakter år for år, samt en karakter for det vektete snittet av perioden under ett:

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017T	Snitt
Likviditetsgrad 1	1,20	1,58	1,94	1,47	1,11	0,88	1,38	1,31	0,90	2,61	1,96	1,56
Rating	BB	BBB	BBB	BBB	BB	B	BB	BB	B	A	BBB	BBB
Rentedekningsgrad	4,12	2,80	3,99	1,74	1,16	1,83	2,86	2,12	0,98	-0,16	-0,38	1,38
Rating	A	A	A	BBB	BB	BBB	A	BBB	B	CCC	CC	BB
Egenkapitalprosent	35,4 %	33,1 %	39,6 %	36,2 %	35,2 %	35,8 %	38,0 %	33,3 %	26,6 %	13,0 %	19,1 %	28,7 %
Rating	BB	BB	BBB	BB	BB	BB	BBB	BB	B	CCC	B	BB
Netto driftsrentabilitet	13,91 %	12,74 %	9,57 %	4,73 %	3,36 %	4,88 %	6,41 %	5,84 %	2,73 %	-0,79 %	-2,05 %	3,70 %
Rating	A	BBB	BBB	B	B	B	BB	BB	B	CC	CC	B
SUM	BBB	BBB	BBB	BB	BB	BB	BBB	B	B	B	CCC	BB

Tabell 6.11: Syntetisk rating SolstadFarstad, 2007-2017

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017T	Snitt
Likviditetsgrad 1	2,43	1,55	1,44	1,39	1,10	1,20	0,95	0,76	0,61	0,61	1,21	1,04
Rating	A	BBB	BB	BB	BB	BB	B	B	CCC	CCC	BB	BB
Rentedekningsgrad	2,49	2,07	2,16	0,74	1,09	1,36	1,55	2,01	2,13	1,10	1,01	1,49
Rating	BBB	BBB	BBB	B	B	BB	BB	BBB	BBB	BB	B	BB
Egenkapitalprosent	31,7 %	31,7 %	36,2 %	29,5 %	26,2 %	26,1 %	26,0 %	26,1 %	20,6 %	23,3 %	25,9 %	26,1 %
Rating	BB	BB	BB	BB	B	B	B	B	B	B	B	B
Netto driftsrentabilitet	6,90 %	6,91 %	3,40 %	1,74 %	3,30 %	4,18 %	4,69 %	6,25 %	6,27 %	3,01 %	3,50 %	4,34 %
Rating	BB	BB	B	CCC	B	B	B	BB	BB	B	CCC	B
SUM	BBB	BB	BB	B	B	B	B	BB	B	B	B	B

Tabell 6.12: Syntetisk rating bransje, 2007-2017

På bakgrunn av soliditet- og likviditetsanalysen i dette kapittelet viser tabell 6.11 at SolstadFarstads vektete gjennomsnitt for perioden gir dem karakteren BB. Dette er hjulpet frem av at kapitalinnskudd i Solstad i 2016 og ytterligere refinansiering i forbindelse med fusjonen av de tre selskapene i 2017 har gitt et positivt bidrag til nøkkelstørrelsene. En diskusjon rundt selskapets konkurrisiko vil foretas i kapittel 11.

Tilsvarende vektete snitt for bransjen gir karakteren B. Foruten 2007 har SolstadFarstad hatt en bedre syntetisk rating enn bransjen hvert år frem til 2014. Fra 2014 til 2016 har selskapet hatt tilsvarende utvikling som bransjen, før SolstadFarstad oppnår en svakere rating i 2017. Den syntetiske ratingen følger i stor grad trender avdekket i analysene ovenfor. Både SolstadFarstad og bransjen får dårligere kredittrating i takt med den negative utviklingen i bransjen etter 2014. Farstad var et av rederiene i næringen som ble kraftigst rammet av nedgangen, og dette har gitt utslag i konsernets samlede ratingkarakter som er lavere enn bransjen i 2016. Innskyting av frisk kapital i forbindelse med fusjon og restrukturering virker å ha hatt en viktig betydning for SolstadFarstad likviditets- og soliditetssituasjon i forhold til bransjen.

7. Analyse av avkastningskrav

Vi vil i dette kapittelet beregne relevante avkastningskrav for SolstadFarstad. Avkastningskravene vil sammenholdes med regnskapstall og rentabilitetstall for å vurdere selskapets lønnsomhet, dette gjøres i kapittel 8. Avkastningskrav er det en alternativ plassering i kapitalmarkedet kan forventes å gi (Gjesdal & Johnsen, 1999). Det vurderes dermed som lønnsomt dersom en plassering i et selskap tilbyr høyere avkastning enn hva man kan få ved en alternativ plassering i markedet. Avkastningskravet er det kravet som er nødvendig for å få tilstrekkelig kapitaltilførsel til virksomheten (Gjesdal & Johnsen, 1999). For å skape sammenlignbarhet mellom de ulike kapitalkildene må vi finne total kapitalens avkastningskrav. Dette gjør vi med å finne den vektete gjennomsnittlige kapitalkostnaden (WACC). Dette gjør vi ved bruk av formelen nedenfor:

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

Innledningsvis vil vi beregne egenkapitalavkastningskravet (ekk) for perioden som helhet. Deretter regner vi ut kravet til finansiell gjeld og eiendeler. Til slutt i kapittelet beregner vi selskapskrav, herunder minoritetskrav, netto driftskapitalkrav (WACC) og kravet til sysselsatt kapital.

7.1 Avkastningskrav til egenkapital

For å finne avkastningskravet til egenkapitalen benytter vi kapitalverdimodellen (CAPM). I beregningen av egenkapitalkrav inngår risikofri rente, markedsrisikopremie, egenkapitalbeta og en illikviditetspremie (Damodaran, 2012). Følgende formel benyttes til beregningen.

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

Kapitalverdimodellen forutsetter er perfekt marked. Denne forutsetningen baserer seg på at usystematisk risiko blir diversifisert bort, og at det kun er den systematiske risikoen som er aktuell (DeMarzo & Berk, 2013). Den systematiske risikoen måles ved egenkapitalbeta. Vi vil i det følgende gå gjennom de ulike elementene som inngår i kapitalverdimodellen.

7.1.1 Risikofri rente

Kaldestad & Møller (2016) definerer risikofri rente som en hypotetisk avkastning på et verdipapir som ikke har konkurs- eller misligholdsrisiko. Alle risikable investeringer må som et minimum være kapable til å levere en avkastning som er høyere enn avkastningen man kan få på en risikofri investering. Kaldestad & Møller (2016) nevner statsobligasjoner som den beste tilnærmingen til risikofri rente. Et sentralt spørsmål ved valg av basis for risikofri rente er hvilken tidshorisont man skal velge. En lang rente (for eksempel 10-årig statsobligasjon) vil være høyere enn en statsobligasjon med kortere løpetid. Følgelig vil avkastningskravet direkte påvirkes av valg av tidshorisont på risikofri rente.

En kort rente er den beste teoretiske tilnærmingen til risikofri rente ettersom man er garantert å få avkastning lik forventet avkastning. Man løper ikke en risiko knyttet til inflasjon, og renten er ikke påvirket av en likviditetspremie (Kaldestad & Møller, 2016). På en annen side er en kort rente mer volatil enn en lang rente, dermed vil avkastningskravet bli mer ustabil.

Fordelen med en lang rente er at den er mer stabil enn kort rente, noe som fører til et mer stabilt avkastningskrav over tid. Langsiktige statsobligasjoner er ofte lite likvide, og følgelig prises det inn en likviditetspremie for at investor ikke kan selge aktivumet når han vil (Kaldestad & Møller, 2016). I tillegg løper en investor en risiko knyttet til inflasjon. En langsiktig rente er dermed ikke den nødvendigvis teoretisk beste tilnærmingen til risikofri rente.

I praksis er bruk av lang risikofri rente den mest brukte fremgangsmåten. I en undersøkelse PwC gjennomfører i samarbeid med Norske Finansanalytikeres forening svarte 41 % av de spurte analytikerne at de brukte 10-årig statsobligasjon som mål på risikofri rente (PwC, 2016). Penman (2013) benytter 10-årig statsobligasjoner som utgangspunkt for å beregne egenkapitalkravet. Hitchner (2011) argumenterer også for å benytte lang rente som grunnlag i kapitalverdimodellen.

Knivsflå (2017f) åpner for å benytte både korte og lange renter i sine rammeverk. En eksempel på en kort rente er NIBOR-rente med 3 måneders løpetid. Ved å benytte denne med fratrekk for kredittrisikopremie, vil en kunne bedre reflektere dagens lave rentenivå. NIBOR-rente med fratrekk for kredittrisikopremie vil være uten vesentlig likviditets- og inflasjonsrisiko som følge av den korte løpetiden.

I den videre utredning vil vi benytte oss av 10-årig norsk statsobligasjon som grunnlag for å beregne den risikofri renten. Vi vil beregne rentabilitetstall etter skatt, følgelig må vi benytte en størrelse på risikofri rente som er justert for skatt. Vi beregner et vektet snitt av renten på 10-årig statsobligasjoner for å finne risikofri rente for analyseperioden. Risikofri rente vises i tabell 7.1.

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Vektet snitt
10 årig statsobligasjon Norsk	4,78 %	4,47 %	4,00 %	3,52 %	3,12 %	2,10 %	2,58 %	2,52 %	1,57 %	1,33 %	1,65 %	2,40 %
Risikofri rente etter skatt	3,44 %	3,22 %	2,88 %	2,53 %	2,25 %	1,51 %	1,86 %	1,84 %	1,15 %	1,00 %	1,25 %	1,75 %

Tabell 7.1: Risikofri rente, 2007-2017

Som estimat for gjennomsnittlig risikofri rente for 2017 har vi benyttet gjennomsnittet av den 10-årige statsobligasjonsrenten de første 10 månedene i 2017. Gjennomsnittlig risikofri rente for analyseperioden er 1,75 % etter skatt.

7.1.2 Markedets risikopremie

Ifølge Hitchner (2011) er markedsrisikopremien den avkastningen en investor krever for å investere i en aksje fremfor i risikofrie statsobligasjoner. Med andre ord er det et tillegg i avkastningskravet for å påta seg markedsrisiko. Konjunktursvingninger, inflasjon og andre makroøkonomiske faktorer vil ifølge Kaldestad & Møller (2016) påvirke markedsrisikoen. Markedsrisikopremien er differansen mellom avkastningen i markedet og risikofri rente.

$$\text{markedets risikopremie} = r_m - r_f$$

Det finnes ifølge Kaldestad & Møller flere metoder å beregne markedets risikopremie. Den mest vanlige metoden er ifølge Damodaran (2012) å se på den historiske avkastningen på aksjer relativt til risikofri rente. Resultatet av en slik undersøkelse vil avhenge av hvilken risikofrie rente som legges til grunn, tidshorisonten på undersøkelsen og hvilket matematisk gjennomsnitt en legger til grunn. Damodaran (2017) presenterer hvert år et estimat på markedsrisikopremien. Markedsrisikopremien i Norge for 2017 estimeres her til å være 5,69 %. Å benytte denne metoden er noe omdiskutert da det ikke er gitt at historien vil gjenta seg, følgelig vil ikke estimatet nødvendigvis være representativt for fremtiden.

En annen metode er å estimere den implisitte premien i dagens aksjekurser. Fordelen med denne metoden er at den fokuserer på risikopremien fremover i tid, og den vil fange opp svingninger i premien over tid. Ulempen med denne metoden er at den gir volatile resultater

som er svært sensitive for endring i input (Kaldestad & Møller, 2016), i tillegg er det vanskelig å estimere i praksis. PwC gjennomførte i 2014 en beregning av den implisitte risikopremien i det norske markedet mellom 2010 og 2014. Det kom i denne beregningen frem at markedsrisikopremien var 5,4 % i det norske markedet (PwC, 2014).

En siste metode er å benytte seg av spørreundersøkelser. PwC og NFF gjennomfører årlig en slik undersøkelse for å finne hva norske analytikere mener risikopremien i markedet er. Fordelen med å gjennomføre en undersøkelse er at en setter premien fremover i fokus. På en annen side kan respondentene i undersøkelsen være påvirket av markedssentimentet. Respondentene behøver heller ikke være representative for markedet som helhet (Kaldestad & Møller, 2016). PwC (2016) kom frem til en markedsrisikopremie på 5 % i det norske markedet.

Videre i denne utredningen benytter vi et gjennomsnitt av de forskjellige metodene ovenfor. Markedsrisikopremien som legges til grunn blir dermed 5,36 %.

7.1.3 Illikviditetspremie

Kapitalverdimodellen åpner for å ta høyde for en illikviditetspremie. Illikviditetspremie skal korrigere for markedssvikt. Det vil være aktuelt å legge inn en illikviditetspremie i kapitalverdimodellen dersom det vil være vanskelig for aksjonærer å likvidere sitt aktivum. Dette er tilfellet dersom det historisk sett har vært liten grad av handel i aksjen. Dette kan være tilfellet om det er få og store aksjonærer i selskapet. Det kan også komme som følge av en krevende markedssituasjon hvor få investorer ønsker å kjøpe seg inn i selskapet.

De 20 største aksjonærene sitter per 10. november 2017 på rundt 70 % av aksjene i SolstadFarstad, altså en betydelig andel. SolstadFarstad har vært handlet samtlige handelsdager på Oslo Børs. Gjennomsnittlig antall aksjer i handel hver dag er 6,22 millioner, altså rundt 2 % av det totale antall aksjer. Dette peker i retning av at aksjen er likvid.

Videre vil den utfordrende situasjonen i OSV-bransjen være med å påvirke hvor likvid SolstadFarstad-aksjen er. Det har siden oljeprisfallet i 2014 vært en betydelig nedgang i aksjekursen. Det kan tenkes at dette kommer som følge av at tilbudet av aksjen er større enn etterspørselen. Dette peker i retning av at man bør inkludere en illikviditetspremie i kapitalverdimodellen.

Ifølge Knivsflå (2017f) er det lite teori rundt hvordan man beregner en illikviditetspremie. Knivsflå (2017f) mener en må benytte «beste skjønn» når man skal tallfeste størrelsen. Diskusjonen over drar både i retning av å inkludere og å ikke inkludere en illikviditetspremie. Ved å benytte «beste skjønn» ved fastsettelse vil det føre til et unøyaktig anslag på egenkapitalkravet. Av den grunn velger vi å ikke inkludere dette i kapitalverdimodellen i SolstadFarstads tilfelle. Like fullt mener vi det er mer relevant å legge til en illikviditetspremie for minoritetsinteresser da det i praksis ofte er en mer fremtredende illikviditet for minoritetsinteressene. Vi velger derfor å legge til en illikviditetspremie på 3 % for minoritetene.

7.1.4 Gjennomsnittlig egenkapitalbeta

I følge Kaldestad & Møller (2016) måler beta den enkelte aksjens risiko sett i forhold til aksjemarkedet som helhet. Aksjemarkedet som helhet, altså markedsindeksen, har beta lik 1. Det betyr at aksjemarkedet svinger i takt med seg selv. Vi benytter markedsindeksen som referanseindeks, og beta viser følgelig hvordan en aksje varierer i forhold til denne referanseindeksen. Dersom en aksje har en betaverdi høyere enn 1 er den systematiske risikoen knyttet til aksjen større enn referanseindeksen. Dersom betaverdien er lavere enn 1 er den systematiske risikoen knyttet til aksjen mindre volatil enn aksjemarkedet. Betaverdien til en aksje finnes ved å benytte følgende formel (Gjesdal & Johnsen, 1999)

$$\beta_{EK} = \frac{cov(r_i, r_m)}{Var(r_m)}$$

Vi benytter historiske aksje- og indekskurser for å beregne beta til selskapet. Vi velger i denne utredningen å benytte Oslo Børs-indeksen (OSEBX) som referanseindeks. Grunnen til dette er fordi selv om Oslo Børs er en oljeeksponert indeks, så er den totale indeksen godt diversifisert. Gitt at alle selskapene vi sammenligner SolstadFarstad med også er notert på Oslo Børs er det mest nærliggende å benytte OSEBX som referanseindeks.

Når man skal beregne egenkapitalbeta må en videre bestemme analyseperiode og avkastningsintervall. Damodaran (2012) argumenterer for at analyseperioden skal ta utgangspunkt i en periode med normal utvikling i næringen. Den senere utvikling i OSV-bransjen har vært utfordrende, men det er vanlig med store svingninger i en syklisk bransje som diskutert i kapittel 2.1.4. For å ta høyde for at OSV-bransjen er syklisk velger vi en periode lik analyseperioden for regnskapsanalysen. Altså fra begynnelsen av 2007 til i dag. For å ikke

få med kortvarige fluktasjoner fra den normal aksjekursutviklingen, velger vi å regne ut betaen basert på månedlige gjennomsnittskurser (Koller, Goedhart, & Wessels, 2010).

For å ta høyde for at SolstadFarstad ble fusjonert 26. juni 2017, velger vi å finne et vektet gjennomsnitt for betaen til de tre fusjonerte selskapene for å finne en beta for SolstadFarstad. Grunnlaget for vektingen er markedsverdi før fusjonen ble kjent. Dette gjør at verdien ikke påvirkes direkte av markedets reaksjoner på fusjonen. Vi benytter 2. Januar som dato for å regne markedsverdi for de tre selskapene.

Vi ser av tabell 7.2 at den 11-årige betaen er relativt lav. For å unngå at estimatet blir preget av en lang analyseperiode velger vi å justere betaen til å være et gjennomsnitt av den 11-årige, 5-årige, 2-årige og bransjebetaen (Damodaran 2017). Denne fremgangsmåten er en tilnærming til metoden Damodaran (2017) benytter for å regne ut beta i sine datasett.

Ujustert beta kalles også for rå beta. Blume (1975) argumenterer for at betaverdiene på lang sikt vil konvergere mot referanseindeksen. Pastor (2001) presenterer en formel for å justere for denne konvergeringen:

$$\beta_{justert} = \beta_{referanseindeks} * \frac{1}{3} + \beta_{EK} * \frac{2}{3}$$

	Vekting	SolstadF _a DOF	Siem	Havila	Bransje	
Vektet 11-årig	0,2500	0,5266	0,6459	0,6595	0,6424	
Vektet 2-årig	0,2500	1,0432	2,0709	0,2360	1,0802	
Vektet 5-årig	0,2500	0,9964	1,7864	0,6718	1,1577	
Damodaran	0,2500	1,3700	1,3700	1,3700	1,3700	
Ujustert beta		0,9841	1,4683	0,7343	1,3440	1,0626
Justert beta		0,9894	1,3122	0,8229	1,2293	1,0417

Tabell 7.2: Egenkapitalbeta

Av tabell 7.2 ser vi at gjennomsnittlig justert egenkapitalbeta for SolstadFarstad er 0,989. Det vil si at SolstadFarstad-aksjen varierer i mindre grad enn aksjemarkedet. Gjennomsnittlig beta for de komparative selskapene er 1,0417. Selskapene som inngår i bransjesammenligningen er altså mer volatil enn aksjemarkedet og SolstadFarstad.

Etter å ha beregnet egenkapitalbeta har vi kommet fram til samtlige variabler som inngår i kapitalverdimodellen. Vi beregner egenkapitalkravet til SolstadFarstad til å være 7,05 %

$$ekk = 0,0175 + (0,0536 * 0,9894) = 0,0705$$

7.2 Finansielle krav

Hovedformålet i denne delen er å beregne krav til netto finansiell gjeld. Dette vil inngå i beregningen av netto driftskrav i kapittel 7.3.5. Vi vil i videre beregninger av avkastningskrav benytte et vektet gjennomsnitt. Netto finansielt gjeldskrav beregnes ved å benytte følgende formel.

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

For å beregne netto finansielt gjeldskrav må vi beregne kravet til finansiell gjeld og kravet til finansielle eiendeler med tilhørende betaverdier.

7.2.1 Finansielt gjeldskrav

Det finansielle gjeldskravet er estimatet på kostnaden det er for selskapet å låne kapital av finansielle kreditorer. Finansielt gjeldskrav regnes ut på følgende formel.

$$\text{Finansielt gjeldskrav etter skatt} = r_f(1 - s) + krp_L$$

Vi tar utgangspunkt i den risikofri renten etter skatt som omtalt i kapittel 7.1.1 og kredittrisikopremien på lang sikt. Kredittrisikopremien baserer seg på syntetisk rating beregnet i kapittel 6.3. For å finne kredittrisikopremien benyttes tall fra tabell 7.3 (Knivsflå, 2017f).

Rating	KRP kort sikt	KRP lang sikt
AAA	0,002	0,006
AA	0,004	0,008
A	0,006	0,01
BBB	0,01	0,014
BB	0,027	0,031
B	0,04	0,044
CCC	0,079	0,083
CC	0,145	0,149
C	0,21	0,214
D	0,276	0,28

Tabell 7.3: Kreditrisikopremie

Vi ser av tabell 7.4 at gjennomsnittlig gjeldskrav er 5,61 %. Grunnen til at det finansielle gjeldskravet er høyt er at ratingen til SolstadFarstad er dårligere i 2017 enn tidligere år. Dette kommer som følge av de utfordrende tidene for selskapet som tidligere diskutert.

		2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017T	Samlet
Risikofri rente	r(f)	0,0344	0,0322	0,0288	0,0253	0,0225	0,0151	0,0186	0,0184	0,0115	0,0100	0,0125	0,0175
Rating SolstadFarstad		BBB	BBB	BBB	BB	BB	BB	BBB	BB	B	B	CCC	BB
Kreditrisikopremie	krp	0,0140	0,0140	0,0140	0,0310	0,0310	0,0310	0,0140	0,0310	0,0440	0,0440	0,0830	0,0386
Finansielt gjeldskrav	fgk	0,0484	0,0462	0,0428	0,0563	0,0535	0,0461	0,0326	0,0494	0,0555	0,0540	0,0955	0,0561

Tabell 7.4: Finansielt gjeldskrav SolstadFarstad, 2007-2017

7.2.2 Finansiell gjeldsbeta

Finansiell gjeldsbeta beregnes ved hjelp av markedsrisikodelen til finansiell gjeld (mrd_{FG}), kreditrisikopremie på lang sikt og markedsrisikopremie (mrp). Markedsrisikodelen er den delen av konkurrisikoen som kommer fra risikoen i økonomien generelt (Knivsflå, 2017f). Markedsrisikodelen beregnes ved hjelp av forklaringsgraden i egenkapitalbetaen og en justeringsfaktor. Vi benytter en justeringsfaktor på $1/3$, dermed blir markedsrisikodelen lavere enn egenkapitalbetaen. Dette forklares med at markedsrisikoen som kommer fra de underliggende forholdene i økonomien generelt er lavere enn risikoen til egenkapitalen i selskapet totalt sett. Justeringsfaktoren er fastsatt skjønnsmessig. Gjeldsbetaen beregnes ved å benytte følgende formel.

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

Vi ser av tabell 7.5 at den finansielle gjeldsbetaen til SolstadFarstad er 0,0152 gjennom analyseperioden. Grunnen til at gjeldsbetaen er lav er fordi markedsrisikodelen er noe lav. Grunnen til dette er at det er forklaringsgraden i egenkapitalbetaanalysen er lav. Den finansielle gjeldsbetaen blir dermed beregnet til å være noe lavere enn en skulle anta at den er, og det kan dermed vurderes dithen at det er en viss svakhet ved modellen vi benytter. Vi velger allikevel å ta med beta til finansiell gjeld videre.

		2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017T	Samlet
Lang kreditrisikopremie	krp(L)	0,0140	0,0140	0,0140	0,0310	0,0310	0,0310	0,0140	0,0310	0,0440	0,0440	0,0830	0,0386
Markedsrisikodel FG	mrd	0,0212	0,0212	0,0212	0,0212	0,0212	0,0212	0,0212	0,0212	0,0212	0,0212	0,0212	0,0212
Markedsrisikopremie	mrp	0,0536	0,0536	0,0536	0,0536	0,0536	0,0536	0,0536	0,0536	0,0536	0,0536	0,0536	0,0536
Finansiell gjeldsbeta	$\beta(FG)$	0,0055	0,0055	0,0055	0,0123	0,0123	0,0123	0,0055	0,0123	0,0174	0,0174	0,0328	0,0152

Tabell 7.5: Finansiell gjeldsbeta SolstadFarstad 2007-2017

7.2.3 Finansielt eiendelskrav

Finansielt eiendelskrav beregnes ved benytte det vektete gjennomsnittlige kravet til de ulike finansielle eiendelene. Vi splitter de finansielle eiendelene opp i investeringer, fordringer og kontanter og kontantekvivalenter. For å finne det finansielle eiendelskravet benytter vi følgende formel.

$$fek = fk * \frac{FOR}{FE} + ik * \frac{INV}{FE} + kk * \frac{KON}{FE}$$

$$fordringskrav = fk = r_f(1 - s) + krp_K$$

$$investeringskrav = ik = r_f(1 - s) + \beta_{INV} * mrp + ilp$$

$$kontantkrav = kk = r_f(1 - s)$$

Vi forutsetter at kontantbeholdningen ikke har risiko tilknyttet seg, og kontantkravet settes dermed lik risikofri rente. Beta til kontanter settes til 0. For risikoen til investeringer forutsetter vi at gjennomsnittlig risiko for investeringene tilsvarer gjennomsnittlig risiko for markedet, altså beta lik 1. Fordringskravet beregnes med utgangspunkt i risikofri rente med tillegg for kreditrisikopremien på kort sikt (Knivsflå, 2017f). Grunnen til at vi benytter krp på kort sikt er at fordringer har en kortsiktig horisont. Av tabell 7.6 finner vi at det gjennomsnittlige finansielle eiendelskravet gjennom analyseperioden er 1,66 %.

		2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017T	Samlet
Fordringskrav	fk	0,0444	0,0422	0,0388	0,0523	0,0495	0,0421	0,0286	0,0454	0,0515	0,0500	0,0915	0,0521
Fordringsvekt	FOR/FE	0,0313	0,0358	0,0569	0,0335	0,0547	0,0481	0,0506	0,0456	0,0372	0,0549	0,0627	0,0487
Investeringskrav	ik	0,0880	0,0858	0,0824	0,0789	0,0761	0,0687	0,0722	0,0720	0,0651	0,0636	0,0661	0,0711
Investeringsvekt	INV/fe	0,0013	0,0015	0,0052	0,0012	0,0107	0,0101	0,0014	0,0011	0,0013	0,0007	0,0007	0,0029
Kontantkrav	kk	0,0344	0,0322	0,0288	0,0253	0,0225	0,0151	0,0186	0,0184	0,0115	0,0100	0,0125	0,0175
Kontantvekt	KONFE	0,7701	0,8417	0,7828	0,7529	0,7893	0,8081	0,8007	0,8372	0,8284	0,7634	0,7411	0,7900
Finansielt eiendelskrav	fek	0,0280	0,0287	0,0252	0,0209	0,0212	0,0149	0,0164	0,0176	0,0115	0,0104	0,0151	0,0166

Tabell 7.6: Finansielt eiendelskrav SolstadFarstad, 2007-2017

7.2.4 Finansiell eiendelsbeta

I beregningen av finansiell eiendelsbeta benytter vi oss av samme forutsetning som over, altså at beta til kontanter og investeringer er henholdsvis 0 og 1. Vi benytter formelen under for å beregne finansiell eiendelsbeta. Finansiell eiendelsbeta er 0,0036 som presentert i tabell 7.7. Eiendelsbetaen har vært relativt stabil gjennom analyseperioden, med unntak av 2011 og 2012 hvor den var betydelig høyere enn i resten av perioden.

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

		2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017T	Samlet
Kort kreditrisikopremie	krp(K)	0,0100	0,0100	0,0100	0,0270	0,0270	0,0270	0,0100	0,0270	0,0400	0,0400	0,0790	0,0346
Markedsrisikopremie	mnp	0,0536	0,0536	0,0536	0,0536	0,0536	0,0536	0,0536	0,0536	0,0536	0,0536	0,0536	0,0536
Markedets risikodel	mrd	0,0212	0,0212	0,0212	0,0212	0,0212	0,0212	0,0212	0,0212	0,0212	0,0212	0,0212	0,0212
Fordringsbeta	$\beta(FOR)$	0,0040	0,0040	0,0040	0,0107	0,0107	0,0107	0,0040	0,0107	0,0158	0,0158	0,0312	0,0137
Fordringsvekt	FOR/FE	0,0313	0,0358	0,0569	0,0335	0,0547	0,0481	0,0506	0,0456	0,0372	0,0549	0,0627	0,0487
Investeringsbeta	$\beta(INV)$	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000
Investeringsvekt	INV/FE	0,0013	0,0015	0,0052	0,0012	0,0107	0,0101	0,0014	0,0011	0,0013	0,0007	0,0007	0,0029
Kontantbeta	$\beta(KON)$	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
Kontantvekt	KONFE	0,7701	0,8417	0,7828	0,7529	0,7893	0,8081	0,8007	0,8372	0,8284	0,7634	0,7411	0,7900
Finansiell eiendelsbeta	$\beta(FE)$	0,0014	0,0017	0,0054	0,0016	0,0112	0,0106	0,0016	0,0016	0,0018	0,0016	0,0027	0,0036

Tabell 7.7: Finansiell eiendelsbeta SolstadFarstad, 2007-2017

7.2.5 Netto finansielt gjeldskrav

Netto finansielt gjeldskrav blir beregnet ved å vekte det finansielle gjeldskravet med gjeldsandelen og trekke fra det vektete finansielle eiendelskravet med finansielle eiendeler. I et vektet snitt over analyseperioden er netto finansielt gjeldskrav 6,49 %, dette vises i tabell 7.8.

$$nfgk = fgk * \frac{\text{Finansiell gjeld}}{\text{Netto finansiell gjeld}} - fek * \frac{\text{Finansielle eiendeler}}{\text{Netto finansiell gjeld}}$$

		2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017T	Samlet
Krav til finansiell gjeld	f _{gk}	0,0484	0,0462	0,0428	0,0563	0,0535	0,0461	0,0326	0,0494	0,0555	0,0540	0,0955	0,0561
Finansiell gjeldsvekt	FG/NFG	1,4501	1,3804	1,3254	1,3188	1,2302	1,1816	1,2161	1,2441	1,2003	1,1632	1,1499	1,2239
Krav til finansielle eiendeler	f _{ek}	0,0280	0,0287	0,0252	0,0209	0,0212	0,0149	0,0164	0,0176	0,0115	0,0104	0,0151	0,0167
Finansiell eiendelsvekt	FE/NFG	0,4501	0,3804	0,3254	0,3188	0,2302	0,1816	0,2161	0,2441	0,2003	0,1632	0,1499	0,2239
Netto finansielt gjeldskrav	n_{f_{gk}}	0,0576	0,0528	0,0485	0,0676	0,0609	0,0518	0,0361	0,0572	0,0643	0,0611	0,1076	0,0649

Tabell 7.8: Netto finansielt gjeldskrav SolstadFarstad, 2007-2017

7.2.6 Netto finansiell gjeldsbeta

Netto finansiell gjeldsbeta beregnes på samme måte som netto finansielt gjeldskrav, men med finansiell gjeldsbeta og finansiell eiendelsbeta som grunnlag. Formelen vises under. Netto finansiell gjeldsbeta var i gjennomsnitt 0,0195 i analyseperioden, som vist i tabell 7.9.

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

		2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017T	Samlet
Finansiell gjeldsbeta	β(FG)	0,0055	0,0055	0,0055	0,0123	0,0123	0,0123	0,0055	0,0123	0,0174	0,0174	0,0328	0,0152
Finansiell gjeldsvekt	FG/NFG	1,4501	1,3804	1,3254	1,3188	1,2302	1,1816	1,2161	1,2441	1,2003	1,1632	1,1499	1,2239
Finansiell eiendelsbeta	β(FE)	0,0014	0,0017	0,0054	0,0016	0,0112	0,0106	0,0016	0,0016	0,0018	0,0016	0,0027	0,0036
Finansiell eiendelsvekt	FE/NFG	0,4501	0,3804	0,3254	0,3188	0,2302	0,1816	0,2161	0,2441	0,2003	0,1632	0,1499	0,2239
Netto finansiell gjeldsbeta	β(NFG)	0,0087	0,0083	0,0091	0,0167	0,0177	0,0164	0,0071	0,0156	0,0213	0,0205	0,0381	0,0195

Tabell 7.9: Netto finansiell gjeldsbeta SolstadFarstad, 2007-2017

7.3 Selskapskrav

Vi ønsker nå å se på hva den gjennomsnittlige kapitalkostnaden for SolstadFarstad er. Vi finner i denne delen den årlige egenkapitalbetaen som vi benytter som grunnlag for å beregne egenkapitalkravet. Videre beregner vi netto driftskapitalkrav. Netto driftskapitalkrav vektet kravene til de ulike kapitalkildene da det er knyttet ulik risiko til de ulike kapitalkildene. Til slutt ser vi på kravet til sysselsatt kapital.

7.3.1 Netto driftsbeta

Vi beregner driftsbeta for å kunne regne ut årlig egenkapitalbeta og egenkapitalkrav. Vi benytter her Miller & Modiglianis (1958) 1. proposisjon. Denne proposisjonen sier at verdien av selskapet er uavhengig av finansiering, noe som tilsier at selskapets netto driftsbeta vil være konstant, både over analyseperioden og fremover. Vi beregner netto driftsbeta ved å benytte

formelen under. Ved beregningen forutsettes det at $\beta_{EK} = \beta_{MI}$. Gjennomsnittlig netto driftsbeta er 0,3897 som vist i tabell 7.10.

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

		2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017T	Samlet
Egenkapitalbeta	$\beta(EK)$?	?	?	?	?	?	?	?	?	?	?	0,9894
Majoritetsvekt	MAJ/NDK	0,4949	0,4710	0,4678	0,4720	0,4385	0,4286	0,4435	0,4379	0,3779	0,2720	0,2353	0,3819
Egenkapitalbeta	$\beta(MI)$?	?	?	?	?	?	?	?	?	?	?	0,9894
Minoritetsvekt	MI/NDK	0,0020	0,0022	0,0006	0,0096	0,0074	-0,0022	-0,0015	-0,0016	-0,0027	-0,0034	0,0000	0,0001
Netto finansiell gjeldsbeta	$\beta(NFG)$	0,0087	0,0083	0,0091	0,0167	0,0177	0,0164	0,0071	0,0156	0,0213	0,0205	0,0381	0,0190
Gjeldsvekt	NFG/NDK	0,5032	0,5268	0,5316	0,5185	0,5541	0,5736	0,5580	0,5637	0,6248	0,7314	0,7647	0,6180
Netto driftsbeta	$\beta(NDK)$?	?	?	?	?	?	?	?	?	?	?	0,3897

Tabell 7.10: Netto driftsbeta SolstadFarstad, 2007-2017

7.3.2 Årlig egenkapitalbeta

Den årlige egenkapitalbetaen vil endres fra år til år som følge av endringer i gjeldsgraden. Dersom gjelden øker vil risikoen ved å ha plassert egenkapital i selskapet øke, altså vil egenkapitalbetaen øke. Gjennomsnitt egenkapitalbeta er 1,0590 som vist i tabell 7.11.

		2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017T	Samlet
Netto driftsbeta	$\beta(NDK)$	0,3897	0,3897	0,3897	0,3897	0,3897	0,3897	0,3897	0,3897	0,3897	0,3897	0,3897	0,3897
NDK/EK+MI	NDK/EK+MI	2,0128	2,1133	2,1350	2,0767	2,2425	2,3453	2,2625	2,2920	2,6652	3,7228	4,2492	2,8056
Netto finansiell gjeldsbeta	$\beta(NFG)$	0,0087	0,0083	0,0091	0,0167	0,0177	0,0164	0,0071	0,0156	0,0213	0,0205	0,0381	0,0190
NFG/EK+MI	NFG/EK+MI	1,0128	1,1133	1,1350	1,0767	1,2425	1,3453	1,2625	1,2920	1,6652	2,7228	3,2492	1,8056
Egenkapitalbeta	$\beta(EK)$	0,7756	0,8144	0,8217	0,7914	0,8520	0,8919	0,8728	0,8730	1,0033	1,3950	1,5320	1,0590

Tabell 7.11: Egenkapitalbeta SolstadFarstad, 2007-2017

Vi ser at den gjennomsnittlige egenkapitalbetaen beregnet her avviker noe fra den vi beregnet i kapittel 7.1.4 som var basert på et vektet gjennomsnitt av egenkapitalbetaen til de tre fusjonerte selskapene. Den årlige gjennomsnittsbetaen blir lagt til grunn for videre beregninger.

7.3.3 Egenkapitalkrav

Egenkapitalkravet beregnes på formelen i kapitalverdimodellen, denne ble presentert innledningsvis i kapittel 7. Vi ser at egenkapitalkravet i gjennomsnitt for perioden er 0,0739. Egenkapitalkravet i 2017 er lavere enn netto finansielt gjeldskrav. Normalt sett gir ikke dette mening da egenkapital er en mer risikoutsatt kapital. Ved høyere risiko kreves naturlig nok også høyere avkastningskrav. Vi får en svært høy nfgk i 2017 på grunn av dårligere rating for

SolstadFarstad. Beregningen understreker det faktum at det kan være vanskelig å verdsette selskap i økonomisk utfordrende situasjoner.

		2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017T	Samlet
Risikofri rente etter skatt	r(f)	0,0344	0,0322	0,0288	0,0253	0,0225	0,0151	0,0186	0,0184	0,0115	0,0100	0,0125	0,0175
Egenkapitalbeta	β(EK)	0,7756	0,8144	0,8217	0,7914	0,8520	0,8919	0,8728	0,8730	1,0033	1,3950	1,5320	1,0527
Risikopremie etter skatt	m _{rp}	0,0536	0,0536	0,0536	0,0536	0,0536	0,0536	0,0536	0,0536	0,0536	0,0536	0,0536	0,0536
Egenkapitalkrav	ekk	0,0760	0,0758	0,0728	0,0678	0,0681	0,0629	0,0654	0,0652	0,0652	0,0847	0,0946	0,0739

Tabell 7.12: Egenkapitalkrav SolstadFarstad, 2007-2017

7.3.4 Minoritetskrav

I kapittel 7.1.3 argumenterte vi for å legge til en illikviditetspremie ved beregning av minoritetskravet. Vi benytter egenkapitalkravet som utgangspunkt ved minoritetsberegningen, og legger til illikviditetspremien på 3 %. Minoritetskravet vises i tabell 7.13.

		2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017T	Samlet
Egenkapitalkrav	ekk	0,0760	0,0758	0,0728	0,0678	0,0681	0,0629	0,0654	0,0652	0,0652	0,0847	0,0946	0,0739
Illikviditetspremie minoritet	ilp(MI)	0,03	0,03	0,03	0,03	0,03	0,03	0,03	0,03	0,03	0,03	0,03	0,0300
Minoritetskrav	mik	0,1060	0,1058	0,1028	0,0978	0,0981	0,0929	0,0954	0,0952	0,0952	0,1147	0,1246	0,1039

Tabell 7.13: Minoritetskrav SolstadFarstad, 2007-2017

7.3.5 Netto driftskrav

Netto driftskrav representerer gjennomsnittskostnaden til kapital for et selskap (Damodaran, 2012). Netto driftskrav er et vektet avkastningskrav som beregnes med grunnlag i egenkapitals-, minoritets- og netto finansiell gjeldskostnad. Vi vektet kravet da det er ulik risiko, og følgelig ulik kostnad, knyttet til de ulike kildene for kapital. Vi beregner netto driftskrav ved hjelp av formelen under.

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

Vi ser av tabell 7.14 at netto driftskrav var 6,78 % i gjennomsnitt over perioden. Netto driftskrav har gjennom analyseperioden vært på et lavere nivå enn dette, men det vektete gjennomsnittet er særlig preget av høyt netto driftskravet for perioden 2015 til 2017. Ved økt risiko vil både egenkapitalkravet og gjeldskravet øke. Det er dermed naturlig at netto driftskrav har økt de siste årene, som følge av de utfordrende tidene i OSV-bransjen.

		2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017T	Samlet
Egenkapitalkrav	ekk	0,0760	0,0758	0,0728	0,0678	0,0681	0,0629	0,0654	0,0652	0,0652	0,0847	0,0946	0,0739
Majoritetsvekt	EK/NDK	0,4949	0,4710	0,4678	0,4720	0,4385	0,4286	0,4435	0,4379	0,3779	0,2720	0,2353	0,3819
Minoritetskrav	mik	0,0760	0,0758	0,0728	0,0678	0,0681	0,0629	0,0654	0,0652	0,0652	0,0847	0,0946	0,0739
Minoritetsvekt	M/NDK	0,0020	0,0022	0,0006	0,0096	0,0074	-0,0022	-0,0015	-0,0016	-0,0027	-0,0034	0,0000	0,0001
Netto finansielt gjeldskrav	nfgk	0,0576	0,0528	0,0485	0,0676	0,0609	0,0518	0,0361	0,0572	0,0643	0,0611	0,1076	0,0640
Netto finansiell gjeldsvekt	NFG/NDK	0,5032	0,5268	0,5316	0,5185	0,5541	0,5736	0,5580	0,5637	0,6248	0,7314	0,7647	0,6180
Netto driftskrav	ndk	0,0667	0,0637	0,0599	0,0677	0,0641	0,0565	0,0490	0,0607	0,0646	0,0674	0,1045	0,0678

Tabell 7.14: Netto driftskrav SolstadFarstad, 2007-2017

7.3.6 Sysselsatt kapitalkrav

Sysselsatt kapitalkrav beregnes på samme måte som netto driftskrav, men med sysselsatt kapital som grunnlag for beregningen. Vi benytter formelen under for å beregne sysselsatt kapitalkrav. Vi ser at sysselsattkapitalkrav for perioden var i gjennomsnitt 7,78 %. Det vektete gjennomsnittet blir også her påvirket i stor grad av tall fra 2016 og 2017. Sysselsatt kapitalkrav for analyseperioden vises i tabell 7.15.

$$ssk = ekk * \frac{EK}{SSK} + mik * \frac{MI}{SSK} + nfgk * \frac{NFG}{SSK}$$

		2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017T	Samlet
Krav til egenkapital	ekk	0,0760	0,0758	0,0728	0,0678	0,0681	0,0629	0,0654	0,0652	0,0652	0,0847	0,0946	0,0739
EK/SSK	EK/SSK	0,4035	0,3924	0,3988	0,4050	0,3889	0,3882	0,3958	0,3849	0,3358	0,2430	0,2111	0,3362
Krav til minoritet	mik	0,0760	0,0758	0,0728	0,0678	0,0681	0,0629	0,0654	0,0652	0,0652	0,0847	0,0946	0,0739
M/SSK	M/SSK	0,0016	0,0018	0,0005	0,0082	0,0066	-0,0020	-0,0014	-0,0014	-0,0024	-0,0030	0,0000	0,0000
Krav til finansiell gjeld	fgk	0,0484	0,0462	0,0428	0,0563	0,0535	0,0461	0,0326	0,0494	0,0555	0,0540	0,0955	0,0561
Finansiell gjeld/sysselsatt	FG/SSK	0,5949	0,6058	0,6007	0,5868	0,6045	0,6138	0,6056	0,6165	0,6665	0,7600	0,7889	0,6638
Krav til sysselsatt	ssk	0,0596	0,0579	0,0548	0,0611	0,0593	0,0526	0,0455	0,0555	0,0587	0,0614	0,0953	0,0778

Tabell 7.15: Sysselsatt kapitalkrav SolstadFarstad, 2007-2017

8. Lønnsomhetsanalyse

I dette kapitlet vil informasjonen fra de tidligere kapitlene i del 2 kulminere i en historisk lønnsomhetsanalyse av SolstadFarstad. Kapitlet har til hensikt å vurdere hvorvidt selskapet har hatt en strategisk fordel eller ulempe frem til 2017. Til dette formålet vil vi innledningsvis gjennomføre en analyse av rederiets rentabilitet og superrentabilitet. For å videre identifisere kildene til en eventuell strategisk fordel vil vi foreta en detaljert dekomponering av forholdstallene. Som ved tidligere dekomponering ønsker vi å sortere kilder til strategisk fordel avhengig av om kilden er relatert til selskapets drift eller finansiering. De kvantitative funnene i dette kapitlet vil sammenlignes med resultatene fra den kvalitative analysen foretatt i kapittel 4. Avslutningsvis følger en oppsummering og presentasjon av SolstadFarstads strategiske fordel.

Damodaran (2012) definerer rentabilitet som en rentesats som gir et bilde på hvordan avkastningen til en kapital har vært. Ved å benytte normaliserte regnskapstall fra kapittel 5 vil vi få et bedre og mer stabilt bilde av selskapets lønnsomhet. Bruk av normaliserte regnskapsstørrelser er som tidligere nevnt mer relevant for fremtiden, da unormale poster er luket ut og det normale resultatet fra driften som forventes å gjenta seg er i fokus. Avkastningskravene utregnet i kapittel 7 vil benyttes for å kunne evaluere SolstadFarstads avkastning relativt til avkastningskrav på de ulike kapitalstørrelsene.

Den generelle formelen for rentabilitetsregning vises nedenfor:

$$\text{Rentabilitet} = \frac{\text{Resultat til kapitalen}}{\text{Kapitalen}}$$

Telleren i brøken vil bestå av kapitalens andel av resultat, som identifisert i normaliseringen av resultatregnskapet i kapittel 5. Hva gjelder brøkens nevner er det sentralt å ha et bevisst forhold til hvordan kapitalen endrer størrelse over tid. Resultat opparbeides over tid, og følgelig vil korrekte balanseverdier kontinuerlig endres mens driften finner sted. For å sikre konsistens mellom de utregnede avkastningskravene i kapittel 7, vil vi gjennomgående i dette kapitlet benytte av oss av etterskuddsrentabilitet justert for kapital opptjent gjennom året.

8.1 Strategisk fordel

Innledningsvis i dette kapittelet vil vi beregne SolstadFarstads egenkapitalrentabilitet. Videre vil denne størrelsen vurderes i forhold til selskapets krav til avkastning, samt bransjens egenkapitalrentabilitet. Vi benytter følgende formel.

$$ekr = \frac{NRE}{EK_{IB} + (\Delta EK - NRE)/2}$$

Tabell 8.1 viser utviklingen i SolstadFarstads egenkapitalrentabilitet i analyseperioden. Vi observerer at avkastningen har variert mye, og som følge av svært negative verdier i 2016 og 2017 er den vektende avkastningen på egenkapitalen i perioden -0,18 %. At størrelsen har stor variasjon er naturlig, og følger av kapittel 2.1.4 og rammeverket til Stopford (2009) som illustrerte hvordan shipping er en syklisk næring av natur.

		2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017T	Samlet
Nettoreultat til EK	NRE	1 712	1 482	1 697	606	191	659	1 502	1 041	-1	-1 262	-1 797	123
Egenkapital	EK	6 941	7 836	9 510	11 649	12 087	12 022	12 187	13 736	12 881	8 790	7 645	10 691
Egenkapitalrentabilitet	ekr	0,2467	0,1891	0,1785	0,0521	0,0158	0,0548	0,1233	0,0758	-0,0001	-0,1436	-0,2350	-0,0018

Tabell 8.1: Egenkapitalrentabilitet SolstadFarstad, 2007-2017

Det er verdt å merke seg at egenkapitalrentabiliteten i gode perioder kan være overvurdert. Da selskapet balansefører skipene sine etter avskrevet historisk kost skrives ikke eiendelene opp ved styrking av fremtidig inntjeningsgrunnlag. Dette vil ha innvirkning på egenkapitalens størrelse. Dermed kan det forekomme at nevneren i brøken representerer et kapitalgrunnlag som er målt konservativt, og ikke nødvendigvis representerer eiendelens virkelige verdi.

Avkastningen til egenkapitalen varierer følgelig med utviklingen i nettoresultat til egenkapitalen, og særlig den senere tids kraftige negative avkastning er sentralt i videre analyse. I det følgende vil avkastningen til egenkapitalen analyseres ytterligere. Det er i den forbindelse nødvendig å understreke at det normale drifts- og finansresultatet ligger til grunn bak nettoresultatet til egenkapitalen. En presisering er nødvendig, da det i noen år i videre analyse nedenfor kan virke som om OSV-næringen opplever avkastning utover det man oppfatter som rimelig i en svært negativ syklus. Det understrekes at rederienes betydelige nedskrivninger av skip og ekstraordinære poster er normalisert vekk. I lys av senere års utfordrende situasjon i offshore servicemarkedet er denne faktoren viktig å ta hensyn til i tolkning av den videre analysen.

8.1.1 Superrentabilitet

Egenkapitalrentabiliteten til et selskap alene gir ikke nok informasjon til å belyse hvorvidt egenkapitalen har hatt tilstrekkelig avkastning i perioden. Det er nødvendig å se rentabiliteten relativt til kravet om avkastning investorene stiller til kapitalen. Den avkastningen som egenkapitalen leverer utover minstekravet til avkastning defineres som superrentabilitet. Tabell 8.2 viser SolstadFarstads egenkapitalrentabilitet i forhold til egenkapitalkravet utregnet i kapittel 7.

		2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017T	Samlet
Egenkapitalrentabilitet	ekr	0,2467	0,1891	0,1785	0,0521	0,0158	0,0548	0,1233	0,0758	-0,0001	-0,1436	-0,2350	-0,0018
Egenkapitalkrav	ekk	0,0760	0,0758	0,0728	0,0678	0,0681	0,0629	0,0654	0,0652	0,0652	0,0847	0,0946	0,0739
Superrentabilitet	π	0,1707	0,1132	0,1056	-0,0157	-0,0523	-0,0081	0,0579	0,0106	-0,0653	-0,2283	-0,3297	-0,0757

Tabell 8.2: Superrentabilitet SolstadFarstad, 2007-2017

Vi observerer at SolstadFarstad i et vektet gjennomsnitt leverer en avkastning som er 7,57 % lavere enn det investorene krever av selskapet. Innledningsvis i perioden leverer selskapet langt utover avkastningskravet. Dette avtar i takt med at næringen opplever en svekkelse i driftsmargin fra 2007 til 2011 (Norges Rederiforbund, 2014). Fra 2013 leverer selskapet igjen avkastning utover det som kreves, men bildet blir svært annerledes i det oljeprisfallet inntreffer i 2014 og pilene i offshore service sendes nedover.

Superrentabiliteten fra tabell 8.2 vil i det følgende dekomponeres for å identifisere kildene til den strategiske fordel eller ulempen. Flere forhold bidrar til å forklare strategisk fordel, og formelen nedenfor illustrerer dette:

$$\text{strategisk fordel} = \text{ekstern bransjefordel} + \text{intern ressursfordel} + \text{egenkapitalkravfordel}$$

$$ekr - ekk = (ekr_B - ekk_B) + (ekr - ekr_B) + (ekr_B - ekk)$$

Strategisk fordel kan forklares av tre hovedelement. Ekstern bransjefordel isolerer den delen av strategisk fordel som gjør seg gjeldene for bransjen som helhet. Det midtre leddet i formelen isolerer SolstadFarstads egenkapitalrentabilitet i forhold til bransjen. Avslutningsvis identifiserer det siste leddet om selskapet har et gunstig krav om egenkapitalavkastning i forhold til bransjen.

8.1.2 Ekstern bransjefordel

Tabell 8.3 viser samme beregning for bransjen som gjennomført for SolstadFarstad i delkapittelet ovenfor:

		2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017T	Samlet
Egenkapitalrentabilitet bransje	ekr(B)	0,1570	0,1533	0,0881	-0,0261	0,0114	0,0506	0,0795	0,1509	0,1841	0,0174	0,0021	0,0689
Egenkapitalkrav bransje	ekk(B)	0,0771	0,0746	0,0708	0,0693	0,0750	0,0733	0,0783	0,0792	0,0765	0,0756	0,0712	0,0747
Superrentabilitet bransje	$\pi(B)$	0,0799	0,0787	0,0173	-0,0954	-0,0636	-0,0227	0,0012	0,0717	0,1075	-0,0582	-0,0690	-0,0057

Tabell 8.3: Ekstern bransjefordel, 2007-2017

Bransjens utvikling i egenkapitalrentabilitet har tilsvarende trender som for SolstadFarstad. Perioden innledes med høy avkastning på egenkapitalen, før man i 2011 befinner seg i en annen situasjon med lavere driftsmarginer og tilhørende nedgang i avkastningen til egenkapitalen. Bransjens avkastning tar seg opp i takt med høye oljepriser og god inntjening i næringen frem til 2015. Vi observerer at bransjens utvikling i egenkapitalrentabilitet i de turbulente årene fra oljeprisfallet i 2014 gir seg utslag noe senere enn for SolstadFarstad. Dette medfører en superrentabilitet for bransjen som holder seg positiv også i 2015. Kapitalkravet ligger nokså stabilt, og som følge av svært negativ utvikling mot slutten av perioden har bransjen negativ superrentabilitet på -0,57 % i et vektet snitt.

8.1.3 Intern ressursfordel

Ved å vurdere egenkapitalrentabiliteten til SolstadFarstad og bransjen i forhold til hverandre får vi et inntrykk av om SolstadFarstad evner å returnere høyere avkastning per krone investert i egenkapital. Hvis det er tilfellet kan vi konkludere at det er forhold internt i selskapet som forårsaker en prestasjon utover konkurrentene. Tabell 8.4 viser at SolstadFarstad har en høyere egenkapitalavkastning enn bransjen frem til og med 2013. Fra 2014 har selskapet en markant ulempe i forhold til sine konkurrenter, som bidrar til et vektet gjennomsnitt som forteller at SolstadFarstad leverer 7,07 % lavere avkastning enn sine konkurrenter.

		2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017T	Samlet
EK-rentabilitet	ekr	0,2467	0,1891	0,1785	0,0521	0,0158	0,0548	0,1233	0,0758	-0,0001	-0,1436	-0,2350	-0,0018
EK-rentabilitet bransje	ekr(B)	0,1570	0,1533	0,0881	-0,0261	0,0114	0,0506	0,0795	0,1509	0,1841	0,0174	0,0021	0,0689
Intern ressursfordel	ekr-ekr(B)	0,0897	0,0358	0,0904	0,0781	0,0044	0,0042	0,0438	-0,0751	-0,1842	-0,1610	-0,2372	-0,0707

Tabell 8.4: Intern ressursfordel, 2007-2017

Det er nærliggende å anta at dette kan skyldes forskjellig påvirkning av nedgangen fra 2014 mellom rederier i næringen. Det later til at SolstadFarstads driftsresultat har svekket seg mer alvorlig enn for bransjen for øvrig. Som nevnt i delkapittel 2.1.7 har utviklingen i ratenivå og aktivitet etter oljeprisfallet i 2014 vært svært forskjellig avhengig av skipstype. Bransjens flåtesammensetning består av en stor andel CSV-skip. Denne skipstypen har hatt en langt mer gunstig utvikling enn PSV og AHTS etter 2014, både med tanke på rate- og aktivitetsnivå. SolstadFarstads flåte har en betraktelig mindre andel CSV-skip enn bransjen, et forhold som bidrar til å forklare hvordan selskapets normaliserte driftsresultat gir langt lavere egenkapitalrentabilitet enn ellers i bransjen.

8.1.4 Egenkapitalkravfordel

I dette delkapittelet er hensikten å avdekke om SolstadFarstad har en fordel i forhold til bransjen vedrørende avkastningskravet investorene stiller til egenkapitalen. Forholdet mellom bransjens og selskapets egenkapitalkrav vil gi et bilde på hvordan investorer vurderer risikoen assosiert med å investere i henholdsvis SolstadFarstad eller andre i bransjen.

		2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017T	Samlet
Egenkapitalkrav bransje	ekk(B)	0,0771	0,0746	0,0708	0,0693	0,0750	0,0733	0,0783	0,0792	0,0765	0,0756	0,0712	0,0747
Egenkapitalkrav	ekk	0,0760	0,0758	0,0728	0,0678	0,0681	0,0629	0,0654	0,0652	0,0652	0,0847	0,0946	0,0739
Egenkapitalkravfordel	ekk(B)-ekk	0,0011	-0,0012	-0,0021	0,0015	0,0069	0,0104	0,0129	0,0140	0,0113	-0,0092	-0,0235	0,0007

Tabell 8.5: Egenkapitalkravfordel, 2007-2017

Tabell 8.5 viser at egenkapitalkravet til SolstadFarstad og øvrig i bransjen har vært nærme hverandre i perioden frem til og med 2010. I årene fra 2011 har SolstadFarstad en fordel i forhold til bransjen, der investorene krever en lavere avkastning enn fra konkurrentene. Risikofri rente og risikopremie er lik for selskapene i analysen, slik at det relativt lavere kravet kommer som følge av en lavere verdi for SolstadFarstads egenkapitalbeta. Dette innebærer at SolstadFarstads aksjeverdi varierer mindre i forhold til referanseindeksen enn det som er tilfellet hos konkurrentene. Mindre variasjon impliserer at investorene anser selskapet mindre risikabelt enn konkurrentene, hvilket reflekteres i det reduserte kravet.

Fra 2016 er bildet i midlertid annerledes. Som følge av store nedskrivninger og driftstap har egenkapitalen i SolstadFarstad svekket seg kraftigere enn bransjens, og fører til en gjeldsgrad i selskapet som har økt mer enn for bransjen. Dette gir seg utslag i et høyere krav til avkastning på egenkapitalen.

8.1.5 Oppsummering

Tabell 8.6 viser de tre kildene til strategisk fordel som nevnt i delkapittel 8.1.1:

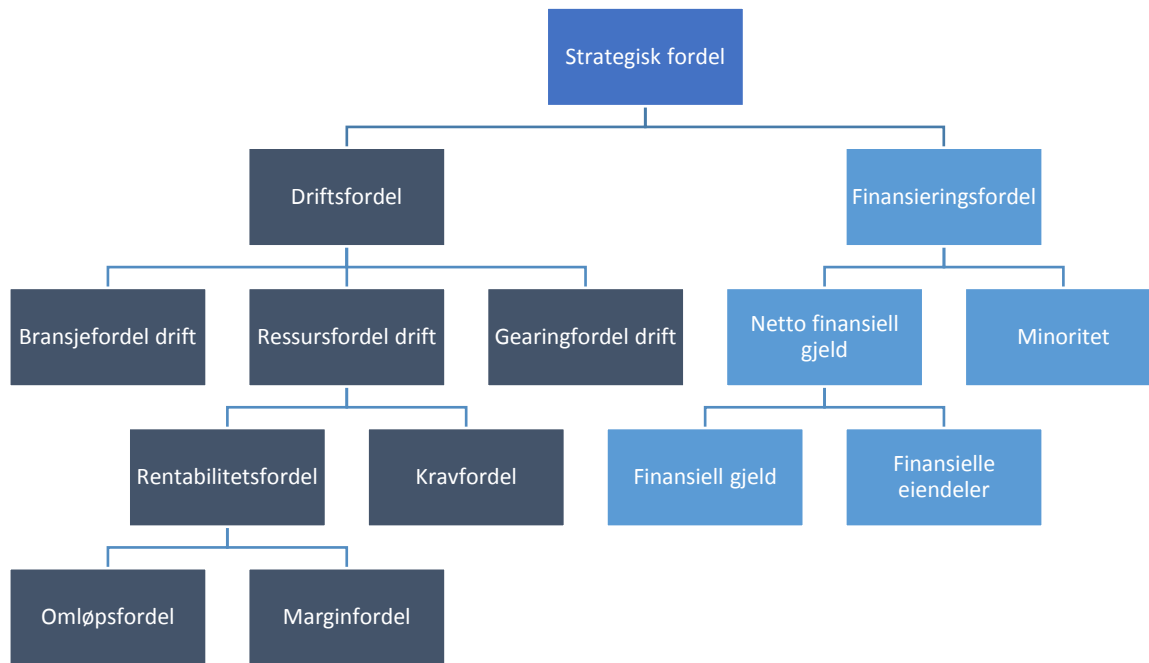
		2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017T	Samlet
Ekstern ressursfordel	$\pi(B)$	0,0799	0,0787	0,0173	-0,0954	-0,0636	-0,0227	0,0012	0,0717	0,1075	-0,0582	-0,0690	-0,0057
Intern ressursfordel	$ekr-ekr(B)$	0,0897	0,0358	0,0904	0,0781	0,0044	0,0042	0,0438	-0,0751	-0,1842	-0,1610	-0,2372	-0,0707
Egenkapitalkravfordel	$ekk(B)-ekk$	0,0011	-0,0012	-0,0021	0,0015	0,0069	0,0104	0,0129	0,0140	0,0113	-0,0092	-0,0235	0,0007
Strategisk fordel	SF	0,1707	0,1132	0,1056	-0,0157	-0,0523	-0,0081	0,0579	0,0106	-0,0653	-0,2283	-0,3297	-0,0757

Tabell 8.6: Strategisk fordel SolstadFarstad, 2007-2017

I et vektet snitt over analyseperioden opplever selskapet en strategisk ulempe på 7,57 %. Den desidert største enkeltkilden til ulempen er den negative interne ressursfordelen. SolstadFarstad leverer et svakere normalt drifts- og finansresultat relativt til kapitalbasen enn det bransjen presterer. Konsekvensen av dette er følgelig en egenkapitalrentabilitet som er svakere enn hos konkurrentene. SolstadFarstad er nærme bransjestandarden med tanke på investorenes risikoinntrykk av selskapet og tilhørende krav om avkastning. Mer negativt for selskapet er den negative eksterne ressursfordelen som er gjeldende for hele næringen. I et vektet snitt leverer selskapene i offshore service negativ superprofitt, og investorene får ikke den avkastningen de krever. Vi observerer at de tre kildene summert tilsvare SolstadFarstads superrentabilitet fra delkapittel 8.1.1.

8.1.6 Rammeverk for strategisk drifts- og finansieringsanalyse

I den videre analysen i dette kapittelet skal vi dekomponere den strategiske fordelen til SolstadFarstad ytterligere. Figur 8.1 viser rammeverket vi vil benytte i analysen:



Figur 8.1: Rammeverk strategisk regnskapsanalyse

Som tidligere nevnt er det i verdsettelse ønskelig å holde drifts- og finansrelaterte forhold adskilt (Knivsflå, 2017g). I tråd med dette gjennomgående ønsket vil det gå et hovedskille mellom drifts- og finansieringsfordel videre i dette kapittelet. Vi vil analysere hver av kildene til strategisk fordel fra figur 8.1 individuelt, for å avgjøre hvor SolstadFarstads strategiske ulempe på -7,57 % stammer fra. Eventuell fordel eller ulempe fra de to hovedgruppene vil summere seg til selskapets strategiske fordel identifisert i dette delkapittelet.

8.2 Driftsfordel

Vi vil i denne delen ta for oss den delen av strategisk fordel som stammer fra driften, altså driftsfordelen. Driftsfordelen er ifølge Knivsflå (2017h) den delen som er hovedårsaken til strategisk fordel. Driftsfordelen har sitt opphav i strategiske elementer iboende i selskapet og bransjen, dette ble diskutert kvalitativt i kapittel 4. Vi dekomponerer driftsfordel i bransjefordel, ressursfordel og gearingfordel. Bransjefordel og ressursfordel kommer fra strategiske valg, mens gearingfordelen er med på å forsterke ressursfordelen. Driftsfordelen kan uttrykkes på formelen under.

$$\text{Driftsfordel} = ndr - ndk$$

$$DF = (ndr_B - ndk_B) + (ndr - ndr_B) + (ndk_B - ndk)$$

Knivsflå (2017h) argumenterer for at netto driftskapitalkrav (WACC) er likt for alle selskapet innad i en bransje, vi legger dette til grunn i våre beregninger. Følgelig vil siste ledd i formelen bli lik null, og vi vil ikke analysere en kravfordel.

I tabell 8.7 beregnes ren driftsfordel for SolstadFarstad, det vil si driftsfordel uten gearingfordel. Vi ser at den tidsvektede rene driftsfordelen for SolstadFarstad var -3,13 % for analyseperioden, og vi kan dermed si at SolstadFarstad har en driftsulempe. Gjennom de første årene i analyseperioden har ren driftsfordel varierte i noe grad. Fra 2015 til og med 2017 har ren driftsfordel sunket betraktelig. Dette kommer som følge av lavere etterspørsel etter OSV-tjenester og synkende ratenivå som diskutert i kapittel 4. I tillegg ser vi at netto driftskapitalkravet har gått betydelig opp de senere årene, noe som påvirker driftsfordelen i negativ retning. Økningen i netto driftskapitalkrav kommer som følge av dårligere rating og høyere gjeldsgrad for SolstadFarstad.

		2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017T	Samlet
Netto driftsrentabilitet	ndr	0,1364	0,1274	0,0957	0,0473	0,0336	0,0488	0,0641	0,0584	0,0273	-0,0079	-0,0205	0,0369
Netto driftskrav	ndk	0,0667	0,0637	0,0599	0,0677	0,0641	0,0565	0,0490	0,0607	0,0646	0,0674	0,1045	0,0682
Ren driftsfordel	RDF	0,0697	0,0637	0,0358	-0,0204	-0,0305	-0,0077	0,0151	-0,0023	-0,0373	-0,0753	-0,1251	-0,0313

Tabell 8.7: Ren driftsfordel SolstadFarstad, 2007-2017

Videre dekomponerer vi den rene driftsfordelen i bransjefordel og ressursfordel. Vi vil videre dekomponere ressursfordelen i margin- og omløpsfordel.

8.2.1 Bransjefordel drift

Vi vil i denne delen vurdere hvorvidt driftsulempen som ble identifisert over, har sitt opphav i at bransjen for øvrig har en driftsulempe. Vi vil analysere dette ved å sammenligne bransjens netto driftsrentabilitet med netto driftskrav. Gjennomsnittlig driftsulempe for bransjen var 2,49 % for analyseperioden som helhet.

Vi ser av tabell 8.8 at trenden for bransjen er den samme som for SolstadFarstad. Bransjen hadde en driftsfordel som varierte rundt null frem til og med 2015, mens det i 2016 og 2017 har gått betydelig ned. Dette kan forklares med funnene fra Porter's five forces-analysen fra kapittel 4.2. Perioden frem til og med 2014 var preget av lav etablerings- og substituttrussel, men leverandørmakten og kundemakten var middels. I tillegg var det en viss rivalisering i bransjen. Dette underbygger det faktum at driftsfordelen i bransjen var positiv, men ikke svært stor i perioden før nedgangskonjunktoren. Videre argumenterte vi for at rivaliseringen og kundemakten har gått opp som følge av tilbudsoverskudd i 2016 og 2017. Den driftsrelaterte

bransjefordelen har derfor gått ned de senere årene. Dette kommer til tross for at leverandørmakten har gått ned de senere årene som diskutert i kapittel 4.2.4. En kan argumentere for at dette ikke får særlig positiv innvirkning for aktørene i OSV-bransjen da det i en periode med tilbudsoverskudd vil være lite aktuelt å kontrahere nye skip.

		2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017T	Samlet
Netto driftsrentabilitet bransje	ndr(B)	0,0652	0,0691	0,0340	0,0174	0,0330	0,0418	0,0469	0,0625	0,0627	0,0301	0,0350	0,0433
Netto driftskrav bransje	ndk(B)	0,0667	0,0637	0,0599	0,0677	0,0641	0,0565	0,0490	0,0607	0,0646	0,0674	0,1045	0,0682
Bransjefordel drift	BFD	-0,0016	0,0054	-0,0259	-0,0503	-0,0311	-0,0147	-0,0021	0,0019	-0,0019	-0,0373	-0,0695	-0,0249

Tabell 8.8: Bransjefordel drift, 2007-2017

8.2.2 Ressursfordel drift

Vi vil i denne delen vurdere hvorvidt SolstadFarstad har en ressursfordel sammenlignet med bransjen for øvrig. Vi gjør dette gjennom å sammenligne netto driftsrentabilitet for SolstadFarstad og bransjen. En ressursfordel vil fortelle oss om SolstadFarstads interne ressurser har en fordel eller ulempe relativt til sine konkurrenter. Videre vil vi dekomponere ressursfordelen i marginfordel og omløpsfordel for å se nærmere på hva som kan være årsakene til ressursfordelen.

Vi ser av tabell 8.9 at SolstadFarstad har en ressursulempe på -0,64 % i tidsvektet gjennomsnitt sammenlignet med bransjen. SolstadFarstad hadde en ressursfordel frem til og med 2013, mens de fra 2014 har en ressursulempe sammenlignet med bransjen. Fra 2015 til 2017 er denne ressursulempen blitt betydelig. Vi vil i det videre analysere denne ressursulempen. Vi dekomponerer ressursulempen i marginfordel og omløpsfordel.

		2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017T	Samlet
Netto driftsrentabilitet	ndr	0,1364	0,1274	0,0957	0,0473	0,0336	0,0488	0,0641	0,0584	0,0273	-0,0079	-0,0205	0,0369
Netto driftsrentabilitet bransje	ndr(B)	0,0652	0,0691	0,0340	0,0174	0,0330	0,0418	0,0469	0,0625	0,0627	0,0301	0,0350	0,0433
Ressursfordel drift	RF	0,0713	0,0583	0,0617	0,0300	0,0007	0,0070	0,0172	-0,0041	-0,0354	-0,0380	-0,0556	-0,0064

Tabell 8.9: Ressursfordel drift, 2007-2017

Marginfordel

Vi vurderer her hvordan SolstadFarstads driftsmargin er relativt til konkurrentene. Netto driftsmargin beregnes ved å se på forholdet mellom netto driftsresultat og driftsinntekter. Differansen mellom SolstadFarstads og bransjens driftsmargin vektes videre med omløpet til netto driftseiendeler. Dette gjøres for å isolere en eventuell marginfordel, og for at den ikke skal forklares av ulik omløpshastighet på driftsrelaterte eiendeler.

		2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017T	Samlet
Netto driftsmargin	ndm	0,3606	0,3493	0,2789	0,1713	0,1268	0,1761	0,2237	0,2090	0,1125	-0,0453	-0,1398	0,1100
Netto driftsmargin bransje	ndm(B)	0,2243	0,2211	0,1358	0,0736	0,1342	0,1553	0,1582	0,1915	0,1935	0,1066	0,1257	0,1486
Uvettet marginfordel	MF(u)	0,1363	0,1282	0,1431	0,0977	-0,0074	0,0209	0,0655	0,0175	-0,0810	-0,1519	-0,2655	-0,0386
Om løpet til netto driftseiendeler	onde	0,3784	0,3647	0,3432	0,2762	0,2652	0,2771	0,2865	0,2794	0,2425	0,1741	0,1468	0,0354
Vektet marginfordel	MF(v)	0,0516	0,0467	0,0491	0,0270	-0,0020	0,0058	0,0188	0,0049	-0,0196	-0,0265	-0,0390	-0,0014

Tabell 8.10: Vektet marginfordel, 2007-2017

Vi ser av tabell 8.10 at SolstadFarstad har en marginfordel relativt til bransjen i årene frem til og med 2014, med unntak av 2011 hvor SolstadFarstad hadde et betydelig fall. Fra 2015 til og med 2017 har SolstadFarstad en driftsulempe, altså har de lavere netto driftsmargin enn bransjen i de senere årene. Vektet gjennomsnittlig marginulempe i analyseperioden for SolstadFarstad var -0,14 %. Vi vil videre dekomponere denne marginulempen i en «common size»-analyse.

Common size-analysen viser hvor stor andel av kostnadspostene utgjør i forhold til driftsinntektene. I tabell 8.11 vises andelen av driftsinntektene de ulike kostnadspostene utgjør for SolstadFarstad. I siste kolonne i tabellen sammenlignes det vektede gjennomsnittet for de ulike regnskapspostene med det vektede gjennomsnittet for bransjen.

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017T	Snitt	Bransje	Avvik
Driftsinntekter	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	0,0000
Lønnskostnader skip	0,2396	0,2519	0,2732	0,3406	0,3746	0,3715	0,3571	0,3554	0,3694	0,4060	0,4253	0,3651	0,3680	-0,0029
Andre driftskostnader skip	0,1320	0,1235	0,1471	0,1894	0,1766	0,1746	0,1636	0,1539	0,1337	0,1585	0,1696	0,1594	0,2317	-0,0723
Avskrivninger	0,1641	0,1742	0,2024	0,2017	0,2242	0,1735	0,1476	0,1640	0,1927	0,2960	0,3872	0,2299	0,1557	0,0743
Administrasjon	0,0505	0,0542	0,0559	0,0710	0,0783	0,0804	0,0823	0,0952	0,1228	0,1738	0,1898	0,1137	0,0659	0,0478
Driftsresultat fra egen virksomhet	0,4138	0,3962	0,3214	0,1973	0,1464	0,1999	0,2495	0,2314	0,1815	-0,0343	-0,1719	0,1318	0,1787	-0,0469
Driftsrelatert skattekostnad	0,0554	0,0537	0,0428	0,0263	0,0195	0,0271	0,0344	0,0321	0,0173	-0,0070	-0,0215	0,0169	0,0316	-0,0147
Netto driftsresultat fra egen virksomhet	0,3584	0,3425	0,2786	0,1709	0,1269	0,1729	0,2151	0,1993	0,1642	-0,0274	-0,1504	0,1149	0,1471	-0,0322
Netto driftsresultat fra driftstilknyttede virksomheter	0,0021	0,0067	0,0003	0,0004	-0,0001	0,0033	0,0086	0,0096	-0,0517	-0,0179	0,0107	-0,0050	0,0014	-0,0064
Netto driftsresultat	0,3606	0,3493	0,2789	0,1713	0,1268	0,1761	0,2237	0,2090	0,1125	-0,0453	-0,1398	0,1100	0,1486	-0,0386

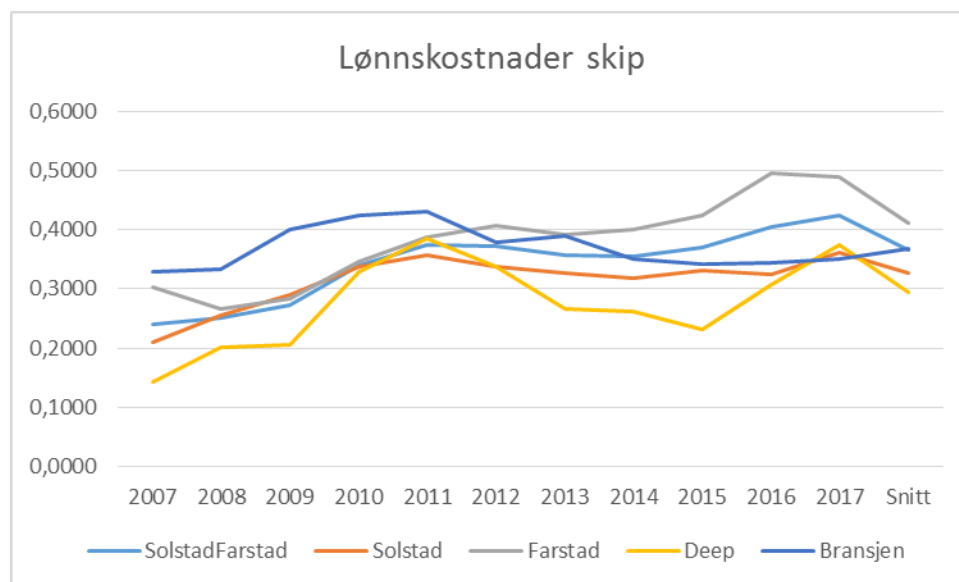
Tabell 8.11: Common size-analyse SolstadFarstad, 2007-2017

Vi ser at SolstadFarstad benytter en mindre andel av driftsinntektene på lønnskostnader til sjøfolk og på andre driftskostnader knyttet til skipene. Avviket er på henholdsvis 0,29 og 7,23 prosentpoeng. SolstadFarstads avskrivninger utgjør derimot en større andel av driftsinntektene enn hva som er tilfellet for bransjen for øvrig. Avviket for avskrivninger var 7,43 prosentpoeng. For kostnader knyttet til administrasjon var SolstadFarstads andel 4,78 prosentpoeng høyere enn bransjens. Vi vil i det følgende analysere hva som kan være årsaken til avviket i de ulike kostnadspostene.

Lønnskostnader skip

Figur 8.2 viser utvikling i lønnskostnader relativt til driftsinntekter for SolstadFarstad, de ulike selskapene som inngikk i fusjonen og bransjen for øvrig. Vi ser at SolstadFarstad tidligere har

hatt lavere lønnskostnader enn bransjen, mens i de senere år har bransjen brukt en mindre andel av inntektene på lønn. Vi ser at gjennomsnittet for SolstadFarstad dras ned av spesielt Deep Sea som har betydelig lavere lønnskostnader enn Solstad og Farstad. Grunnen til dette kan være at Deep Sea utelukkende har mindre personalkrevende PSV- og AHTS-skip. CSV-skip krever ansatte som kan gjennomføre mer teknisk krevende oppgaver, dette vil følgelig øke kravet til utdanning og erfaring. Det er naturlig at lønnskostnaden til ansatte med formell utdanning og lang erfaring er høyere. Dette kan forklare hvorfor Deep Sea har lavere lønnskostnader enn de respektive selskapene. Deep Sea er lokalisert på Kypros, og har ikke eksistert like lenge som Solstad og Farstad. Det kan følgelig tenkes at Deep Sea har en større andel ansatte som ikke er fra Norge, noe som kan føre til at lønnskostnadene ikke påvirkes av det høye lønnsnivået i Norge.

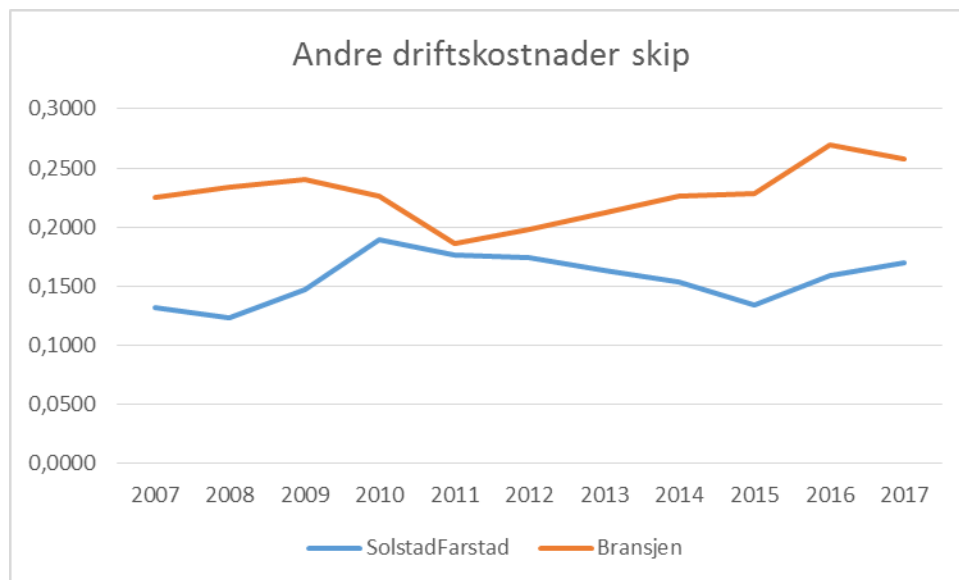


Figur 8.2: Lønnskostnader skip, 2007-2017

Andre driftskostnader skip

Figur 8.3 viser utviklingen i andre driftskostnader som er tilknyttet skipene for SolstadFarstad og bransjen for øvrig. Vi ser at SolstadFarstad har lavere andel driftskostnader tilknyttet skip enn bransjen gjennomgående gjennom analyseperioden. Eksempler på andre driftskostnader tilknyttet skip kan være utstyr, løpende vedlikehold som ikke kapitaliseres, transportkostnader for ansatte, bunkers og annet. I VRIO-analysen i kapittel 4.3.1 så vi at SolstadFarstad har en noe yngre flåte enn bransjen for øvrig. Dette fører til at behovet for løpende vedlikehold er mindre. Videre har SolstadFarstad en høyere andel PSV- og AHTS-skip enn bransjen. PSV-

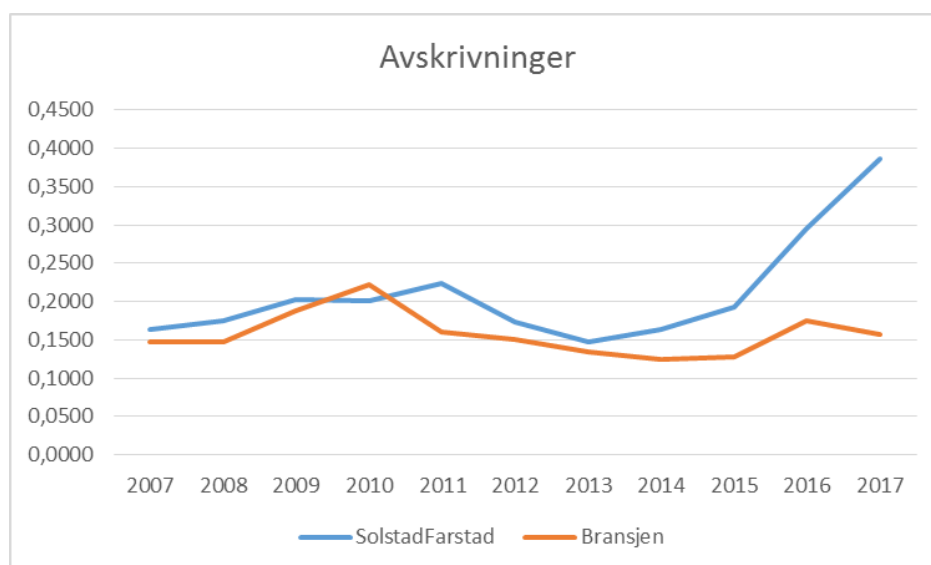
og AHTS-skip er normalt sett fysisk mindre skip enn CSV-skip, følgelig vil de benytte mindre bunkers. Dette kan dermed være med å forklare hvorfor SolstadFarstad bruker en mindre andel driftskostnader på skip enn bransjen.



Figur 8.3: Andre driftskostnader skip, 2007-2017

Avskrivninger

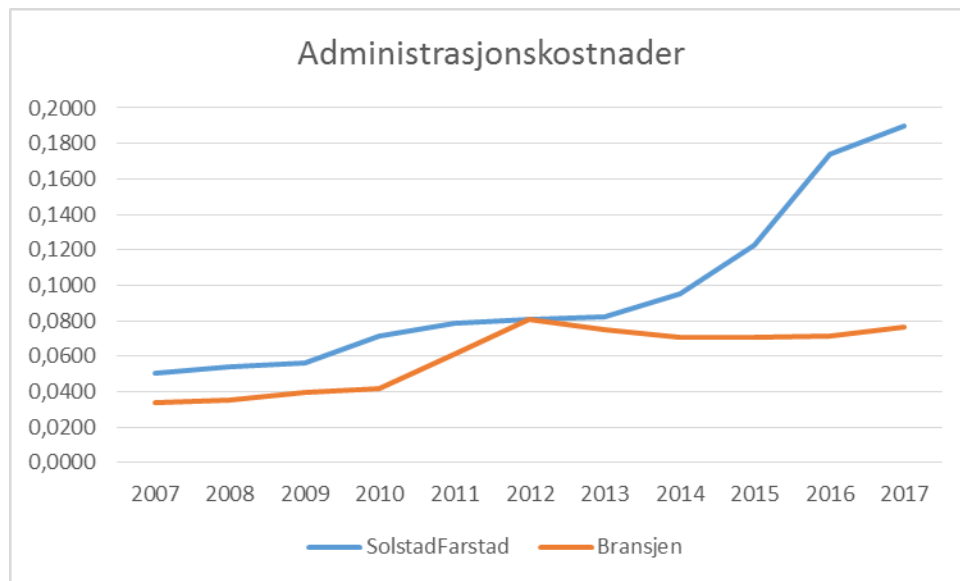
Av figur 8.4 ser vi at avskrivningskostnaden for SolstadFarstad og bransjen var relativt lik frem til og med 2014. Etter dette øker avskrivningsandelen betraktelig for SolstadFarstad sammenlignet med bransjen for øvrig. Grunnen til dette kan være at SolstadFarstads netto driftsrelaterte anleggsmidler økte betraktelig i 2014, bransjen hadde ikke tilsvarende vekst i 2014. Sammenstilt med aktivitetsnedgangen i OSV-bransjen vil en økning i anleggsmidlene føre til at avskrivninger relativt til driftsinntekter øker. SolstadFarstad nevner i årsrapporten for 2016 at nedgang i estimert salgsverdi er noe av grunnen for økte avskrivninger i 2016. Estimert salgsverdi for PSV- og AHTS-skipene har gått mest ned de siste årene (Maritimt Forum, 2016). SolstadFarstad har større andel PSV- og AHTS-skip enn bransjen for øvrig, følgelig vil avskrivningskostnadene for SolstadFarstad bli mer påvirket enn for bransjen.



Figur 8.4: Avskrivninger, 2007-2017

Administrasjon

Figur 8.5 viser utviklingen i administrasjonskostnader for SolstadFarstad og bransjen. Vi ser at kostnadsandelen knyttet til administrasjon er relativt lik for SolstadFarstad og bransjen frem til og med 2013. Fra 2014 til 2017 øker administrasjonskostnadsandelen for SolstadFarstad relativt til bransjen betydelig. Forklaringen for dette er todelt. I 2014 og 2015 øker kostnadsposten «IT-, kommunikasjon- og andre kostnader» betydelig for SolstadFarstad, mens forholdet mellom driftsinntekter og administrasjonskostnader for bransjen ligger stabilt. Det gis ikke nærmere forklaring på hva denne betydelige økningen er i årsrapportene til SolstadFarstad, men denne posten står for nær hele økningen i administrasjonskostnadene for 2014 og 2015. I 2016 synker administrasjonskostnadene for SolstadFarstad noe, men driftsinntektene synker mer. Dette fører til at andelen administrasjonskostnader relativt til driftsinntekter blir høyere. For bransjen sank ikke driftsinntektene i like stor grad som for SolstadFarstad, noe som forklarer hvorfor forholdet mellom driftsinntekter og administrasjonskostnader forblir nær uforandret for bransjen i 2016.



Figur 8.5: Administrasjonskostnader, 2007-2017

Oppsummering common size-analyse

Tabell 8.12 presenterer differansen mellom SolstadFarstad og bransjens common size-analyse. Det vektete gjennomsnittet av differansene utgjør den uvektede marginfordelen for de ulike kostnadspostene. Ved å vekte marginfordelen med omløpsfordelen til netto driftseiendeler finner vi vektet marginfordel for de ulike kostnadspostene. Vi ser at vektet gjennomsnittlig marginfordel var -0,14 %, altså en marginulempe for SolstadFarstad.

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017T	Uvektet s	Vektet s	on Vektet M
Driftsinntekter	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0354	0,0000
Lønnskostnader skip	-0,0892	-0,0813	-0,1268	-0,0838	-0,0559	-0,0084	-0,0321	0,0039	0,0283	0,0618	0,0741	-0,0029	0,0354	-0,0001
Andre driftskostnader skip	-0,0928	-0,1108	-0,0935	-0,0372	-0,0097	-0,0234	-0,0491	-0,0720	-0,0950	-0,1110	-0,0884	-0,0723	0,0354	-0,0026
Avskrivninger	0,0174	0,0263	0,0141	-0,0207	0,0637	0,0229	0,0131	0,0400	0,0652	0,1212	0,2308	0,0743	0,0354	0,0026
Administrasjon	0,0164	0,0191	0,0166	0,0295	0,0168	-0,0005	0,0075	0,0245	0,0519	0,1026	0,1137	0,0478	0,0354	0,0017
Driftsresultat fra egen virksomhet	0,1482	0,1467	0,1896	0,1122	-0,0150	0,0094	0,0606	0,0035	-0,0504	-0,1746	-0,3303	-0,0469	0,0354	-0,0017
Driftsrelatert skattekostnad	0,0055	0,0033	0,0092	0,0131	-0,0087	-0,0076	-0,0019	-0,0104	-0,0225	-0,0279	-0,0451	-0,0147	0,0354	-0,0005
Netto driftsresultat fra egen virksomhet	0,1427	0,1434	0,1804	0,0991	-0,0062	0,0170	0,0625	0,0139	-0,0279	-0,1467	-0,2852	-0,0322	0,0354	-0,0011
Netto driftsresultat fra driftstilnyttede virksomhe	-0,0065	-0,0152	-0,0373	-0,0014	-0,0012	0,0038	0,0030	0,0035	-0,0531	-0,0053	0,0197	-0,0064	0,0354	-0,0002
Netto driftsresultat	0,1363	0,1282	0,1431	0,0977	-0,0074	0,0209	0,0655	0,0175	-0,0810	-0,1519	-0,2655	-0,0386	0,0354	-0,0014

Tabell 8.12: Common size, sammenligning, 2007-2017

Omløpsfordel

Ved å vurdere om SolstadFarstad har en omløpsfordel relativt til bransjen ønsker vi å se om SolstadFarstad har høyere inntekt per krone investert i driftseiendeler. Vi gjør dette ved å vurdere om SolstadFarstad utnytter driftseiendelene mer effektivt enn bransjen for øvrig. Vi regner driftsfordel ved å sammenligne SolstadFarstads onde med bransjens onde, hvor onde er forholdet mellom driftsinntekt og netto driftseiendeler. Omløpsfordelen vektet med

driftsmarginen for å vurdere om selskapet faktisk tjener penger på å utnytte netto driftseiendelene effektivt. Formelen for å beregne omløpsfordelen vises under.

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

$$onde = \frac{DI}{NDE_{IB} + \frac{\Delta NDE - NDR}{2}}$$

		2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017T	Samlet
Omløp til NDE	onde	0,3784	0,3647	0,3432	0,2762	0,2652	0,2771	0,2865	0,2794	0,2425	0,1741	0,1468	0,2482
Omløp til NDE bransje	onde(f)	0,2906	0,3126	0,2506	0,2358	0,2457	0,2694	0,2964	0,3265	0,3240	0,2826	0,2787	0,2855
Uvektet omløpsfordel	OF(u)	0,0879	0,0521	0,0926	0,0404	0,0195	0,0077	-0,0099	-0,0471	-0,0815	-0,1085	-0,1320	-0,0373
Netto driftsmargin bransje	ndm(B)	0,2243	0,2211	0,1358	0,0736	0,1342	0,1553	0,1582	0,1915	0,1935	0,1066	0,1257	0,1347
Vektet omløpsfordel	OF(v)	0,0197	0,0115	0,0126	0,0030	0,0026	0,0012	-0,0016	-0,0090	-0,0158	-0,0116	-0,0166	-0,0050

Tabell 8.13: Omløpsfordel, 2007-2017

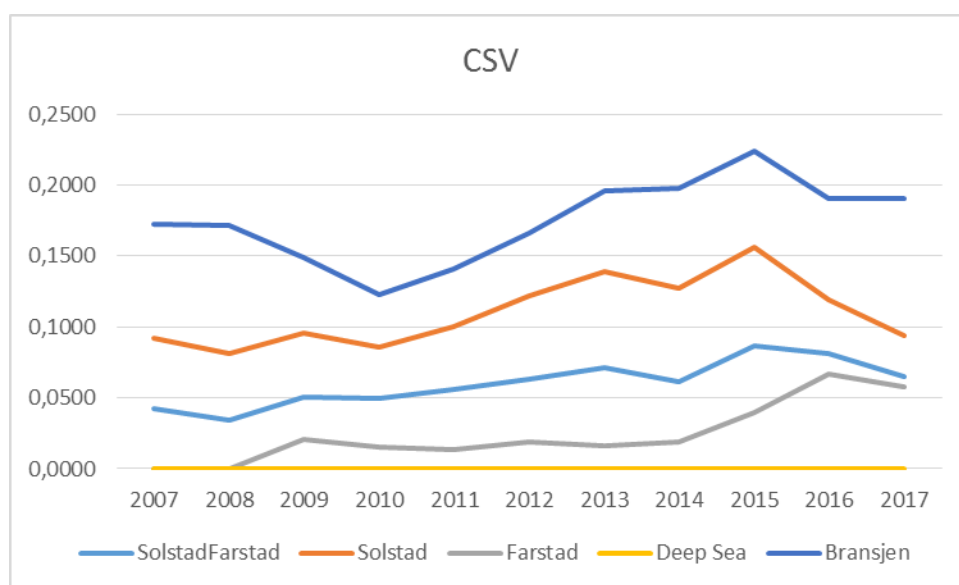
Vi ser av tabell 8.13 at SolstadFarstad har en omløpsulempe på $-0,5\%$ i forhold til bransjen. Omløpsulempen stammer fra de tungtvektede siste årene. I årene fra 2007 til og med 2012 hadde de en omløpsfordel på bransjen. Vi vil i det følgende analysere denne omløpsfordelen. SolstadFarstad presenterer ikke balansestørrelser for de ulike skipssegmentene, følgelig vil vi se på forholdet mellom driftsinntekter til de ulike segmentene og totale netto driftseiendeler for selskapet, dette vises i tabell 8.14. Vi vil så sammenholde det med bransjens tall for å vurdere hva omløpsulempen har sitt opphav i. Ved å sammenligne driftsinntektene fra hvert av segmentene mot totale driftseiendeler vil vi i hovedsak få et inntrykk av de ulike segmentenes bidrag til selskapet. Grunnen til dette er at forholdstallet blir direkte påvirket av segmentets relative størrelse i forhold til netto driftseiendeler. I tillegg vil aktivitets- og ratenivået være med å påvirke driftsinntektene. Svakheten med denne analysen er at en ikke får vurdert hvorvidt det er segmentets vektning eller markedsforholdene som påvirker forholdet mellom driftsinntekter og netto driftseiendeler.

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017T	Snitt
CSV	0,0486	0,0399	0,0579	0,0547	0,0581	0,0650	0,0729	0,0710	0,0826	0,0804	0,0650	0,0676
AHTS	0,2371	0,2439	0,1973	0,1534	0,1401	0,1411	0,1386	0,1295	0,0970	0,0581	0,0508	0,1194
PSV	0,0893	0,0859	0,0797	0,0661	0,0657	0,0691	0,0738	0,0751	0,0583	0,0291	0,0281	0,0581
Annen driftsinntekt	0,0034	-0,0051	0,0083	0,0020	0,0014	0,0019	0,0012	0,0038	0,0045	0,0066	0,0028	0,0032
Omløpet til netto driftskapital	0,3784	0,3647	0,3432	0,2762	0,2652	0,2771	0,2865	0,2794	0,2425	0,1741	0,1468	0,2482

Tabell 8.14: Omløpet til netto driftseiendeler SolstadFarstad, 2007-2017

CSV

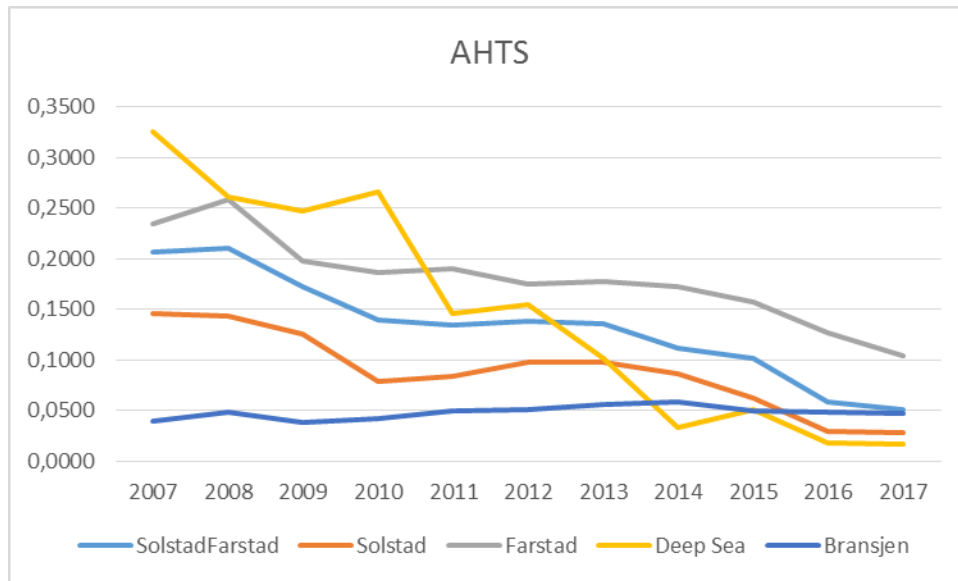
Figur 8.7 viser CSV-segmentets inntekter relativt til totale netto driftseiendeler for SolstadFarstad, selskapene som inngikk i fusjonen og bransjen. Vi ser at CSV-segmentet har utviklet seg til å bli et betydelig segment for SolstadFarstad. Bakgrunnen for økningen vi ser frem til og med 2015 er i hovedsak at Solstad, og til en viss grad Farstad, har bygd opp en betydelig flåte av CSV-skip. CSV-segmentet er det segmentet som har blitt minst påvirket av de utfordrende tidene i OSV-bransjen, men vi ser at fra 2015 til 2017 har driftsinntektene per netto driftseiendelskrone sunket betraktelig. Dette tyder på at også CSV-segmentet er påvirket av den generelle nedgangen i næringen. Vi ser videre at for bransjen bringer CSV-segmentet inn betydelige inntekter relativt til totale netto driftseiendeler. Dette kommer som følge av både DOF og Siem er store aktører i CSV-markedet.



Figur 8.6: Onde CSV, 2007-2017

AHTS

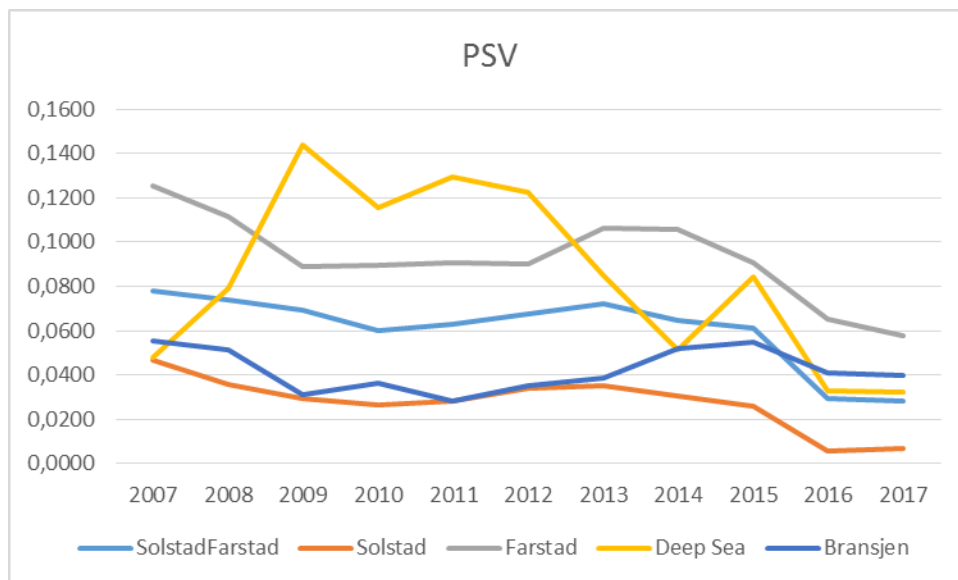
Figur 8.8 viser driftsinntekter fra AHTS-segmentet sett i forhold til netto driftseiendeler. Vi ser at i starten av analyseperioden var AHTS et segment som innbrakte store inntekter for selskapene. Deep Sea og Farstad var spesielt store i AHTS-segmentet i årene fra 2007. Farstad var per 2017 det selskapet som får høyest omløp på netto driftseiendelene fra AHTS-segmentet. Vi ser at utviklingen peker i retning av at driftsinntekter fra AHTS-segmentet blir mindre betydningsfulle for SolstadFarstad og alle underliggende selskaper. Bransjen har omtrent samme forhold mellom driftsinntekter fra AHTS og netto driftseiendeler gjennom analyseperioden.



Figur 8.7: Onde AHTS, 2007-2017

PSV

Figur 8.9 viser utviklingen i driftsinntekter fra PSV-segmentet relativt til totale netto driftseiendeler. Farstad og Deep Sea får større bidrag fra PSV-segmentet enn Solstad og bransjen gjør. Derimot har bidraget fra PSV-segmentet gått betydelig ned de senere årene, dette kommer som følge av at ratene har falt, flere PSV-skip er lagt i opplag og det generelle aktivitetsnivået har gått ned.



Figur 8.8: Onde PSV, 2007-2017

Oppsummering

Tabell 8.15 viser omløpsfordelsdifferansen mellom SolstadFarstad og bransjen for øvrig. SolstadFarstad har en betydelig omløpsulempe i CSV-segmentet. På en annen side har SolstadFarstad en omløpsfordel i PSV- og AHTS-segmentet. Omløpsfordelen fra disse segmentene er derimot mindre enn omløpsulempen fra CSV-segmentet. Resultatet er at SolstadFarstad har en omløpsulempe som er -0,5 % i vektet gjennomsnitt for analyseperioden.

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017T	Snitt	ndm(B)/ektet OF	
CSV	-0,1388	-0,1576	-0,1111	-0,0833	-0,0970	-0,1079	-0,1285	-0,1436	-0,1424	-0,1126	-0,1279	-0,1223	0,1347	-0,0165
AHTS	0,1938	0,1884	0,1533	0,1060	0,0852	0,0876	0,0809	0,0660	0,0465	0,0087	0,0027	0,0672	0,1347	0,0091
PSV	0,0294	0,0271	0,0442	0,0248	0,0347	0,0328	0,0340	0,0185	0,0031	-0,0126	-0,0121	0,0140	0,1347	0,0019
Annen driftsinntekt	0,0034	-0,0057	0,0062	-0,0071	-0,0034	-0,0047	0,0037	0,0120	0,0112	0,0080	0,0053	0,0038	0,1347	0,0005
Omløpet til netto driftseiendeler	0,0879	0,0521	0,0926	0,0404	0,0195	0,0077	-0,0099	-0,0471	-0,0815	-0,1085	-0,1320	-0,0373	0,1347	-0,0050

Tabell 8.15: Omløpet til nettodriftseiendeler SolstadFarstad, 2007-2017

8.2.3 Oppsummering ren driftsfordel

SolstadFarstad har en ren driftsfordel på -3,13 % for analyseperioden. Vi ser av tabell 8.16 at dette kommer av både en driftsfordel for bransjen som helhet, i tillegg til en ressursulempe for SolstadFarstad sammenlignet med bransjen. Ressursulempen kommer fra både margin- og omløpsulempe for selskapet.

		2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017T	Samlet
Bransjefordel drift	BFD	-0,0016	0,0054	-0,0259	-0,0503	-0,0311	-0,0147	-0,0021	0,0019	-0,0019	-0,0373	-0,0695	-0,0249
Ressursfordel drift	RFD	0,0713	0,0583	0,0617	0,0300	0,0007	0,0070	0,0172	-0,0041	-0,0354	-0,0380	-0,0556	-0,0064
Rentabilitetsfordel drift	RF	0,0713	0,0583	0,0617	0,0300	0,0007	0,0070	0,0172	-0,0041	-0,0354	-0,0380	-0,0556	-0,0064
Marginfordel drift	MF	0,0516	0,0467	0,0491	0,0270	-0,0020	0,0058	0,0188	0,0049	-0,0196	-0,0265	-0,0390	-0,0014
Omløpsfordel drift	OF	0,0197	0,0115	0,0126	0,0030	0,0026	0,0012	-0,0016	-0,0090	-0,0158	-0,0116	-0,0166	-0,0050
Ren driftsfordel	RDF	0,0697	0,0637	0,0358	-0,0204	-0,0305	-0,0077	0,0151	-0,0023	-0,0373	-0,0753	-0,1251	-0,0313

Tabell 8.16: Ren driftsfordel SolstadFarstad, 2007-2017

8.2.4 Gearingfordel drift

Gearingfordel drift vurderer effekten av å finansiere driften med fremmedkapital utover utelukkende egenkapital. Vi finner gearingfordel ved å vekte differansen mellom netto driftsrentabilitet og netto driftskrav med gearing, hvor gearing er summen av netto finansiell gjeldsgrad og minoritetsgrad. Formelen vi benytter for å finne gearingfordel vises under.

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

Vi så i kapittel 8.2.3 at SolstadFarstad hadde en driftsfordel, følgelig vil vi også finne en gearingulempe. Gearingen er altså med på å forverre driftsfordelen. Vi ser av tabell 8.17 at driftsfordelen på -3,13 % vektet med netto finansiell gjeldsgrad på 1,801 og en minoritetsgrad

på -0,08 %. Gearingenulempen for SolstadFarstad er -9,56 %. Det er altså ikke fordelaktig for SolstadFarstad å geare driften.

		2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017T	Samlet
Ren driftsfordel	RDF	0,0697	0,0637	0,0358	-0,0204	-0,0305	-0,0077	0,0151	-0,0023	-0,0373	-0,0753	-0,1251	-0,0313
Netto finansiell gjeldsgrad	nfgg	1,0168	1,1184	1,1365	1,0985	1,2634	1,3384	1,2581	1,2873	1,6535	2,6892	3,2492	1,8011
Minoritetsgrad	mig	0,0040	0,0046	0,0013	0,0203	0,0169	-0,0051	-0,0035	-0,0036	-0,0070	-0,0124	0,0000	-0,0008
Gearingfordel drift	GFD	0,0712	0,0715	0,0407	-0,0228	-0,0390	-0,0103	0,0189	-0,0029	-0,0615	-0,2016	-0,4063	-0,0956

Tabell 8.17: Gearingfordel drift SolstadFarstad, 2007-2017

8.2.5 Oppsummering driftsfordel

Vi finner driftsfordelen ved å legge sammen bransjefordel drift, ressursfordel drift og gearingfordel. For SolstadFarstad sitt vedkommende beregnet vi alle størrelsene til å være en ulempe for selskapet. Total driftsfordel for SolstadFarstad var for analyseperioden -12,69 %. Som tidligere diskutert blir denne driftsulempen kraftig påvirket av at vi beregnet driftsulempen til å være svært negativ i perioden 2015 til 2017. Driftsulempen kommer både av at bransjeulempen er betydelig, i tillegg til at SolstadFarstad har en ressursulempen sammenlignet med bransjen for øvrig. Bransjeulempen kan forklares med at det er en betydelig rivalisering i bransjen i tillegg til at kundemakten har gått opp. Dette kommer som et resultat av nedgangskonjunkturen i bransjen. Ressursulempen for SolstadFarstad sammenlignet med bransjen følger blant annet at SolstadFarstad har en mindre gunstig flåtesammensetning enn bransjen for øvrig. Driftsulempen forsterkes av selskapets gearingulempen.

		2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017T	Samlet
Bransjefordel drift	BFD	-0,0016	0,0054	-0,0259	-0,0503	-0,0311	-0,0147	-0,0021	0,0019	-0,0019	-0,0373	-0,0695	-0,0249
Ressursfordel drift	RFD	0,0713	0,0583	0,0617	0,0300	0,0007	0,0070	0,0172	-0,0041	-0,0354	-0,0380	-0,0556	-0,0064
Ren driftsfordel	RDF	0,0697	0,0637	0,0358	-0,0204	-0,0305	-0,0077	0,0151	-0,0023	-0,0373	-0,0753	-0,1251	-0,0313
Gearingfordel drift	GFD	0,0712	0,0715	0,0407	-0,0228	-0,0390	-0,0103	0,0189	-0,0029	-0,0615	-0,2016	-0,4063	-0,0956
Driftsfordel	DF	0,1409	0,1352	0,0765	-0,0432	-0,0695	-0,0180	0,0340	-0,0052	-0,0988	-0,2770	-0,5314	-0,1269

Tabell 8.18: Driftsfordel SolstadFarstad, 2007-2017

8.3 Finansieringsfordel

I dette delkapittelet ønsker vi å identifisere og analysere andelen av SolstadFarstads strategiske fordel som stammer fra selskapets finansiering. Finansieringsfordel kan deles inn i to typer: netto finansiell gjeldsfordel og minoritetsfordel. Formelen nedenfor er hentet fra Knivsflå (2017g), og viser utregningen av finansiell fordel:

$$\text{Finansiell fordel} = \text{FFNFG} + \text{FFMI}$$

Finansieringsfordel fra netto finansiell gjeld kan videre dekomponeres i finansiell gjeldsfordel og eiendelsfordel. I det følgende delkapittelet vil vi foreta denne dekomponeringen, og presentere netto finansiell gjeldsfordel. Videre beregnes en eventuell finansieringsfordel fra minoritetsinteresser, før de to hovedstørrelsene summeres og samlet utgjør finansiell fordel.

8.3.1 Netto finansiell gjeldsfordel

Netto finansiell gjeldsfordel gir et bilde på om finansieringsstrukturen i SolstadFarstad er en kilde til strategisk fordel. Forholdet mellom finansielt gjeldskrav og –rentabilitet, vektet med gjeldsgrad forteller om det oppstår fordel som følge av at rentabiliteten kreditorene oppnår er lavere enn det kravet de stiller. Vi benytter følgende formel til å beregne eventuell fordel:

$$FFNFG = (nfgk - nfggr) \times nfgg$$

$$nfggr = \frac{NFK - NFI}{NFG_{IB} + \frac{\Delta NFG - NFK + NFI}{2}} = \text{netto finansiell gjeldsrentabilitet}$$

$$nfgg = \frac{NFG_{IB} + \frac{\Delta NFG - NFK + NFI}{2}}{EK_{IB} + \frac{\Delta EK - NRE}{2}} = \text{netto finansiell gjeldsgrad}$$

Stor konkurranse i finansmarkedene gjør at man forventer at finansieringsfordel fra netto finansiell gjeld vil være begrenset. Dette er som følge av en forutsetning om at markedet mellom finansielle investorer og låntakere er effisient (Damodaran, 2012). Man forventer derfor at rente og rentabilitet vil være nærme det kravet som stilles til kapitalen. Tabell 8.19 nedenfor viser imidlertid at SolstadFarstad oppnår en netto finansiell gjeldsfordel på 5,10 % i et vektet snitt for perioden. Dette kan være forårsaket av at finansielt gjeldskrav er satt for høyt, eller at selskapet faktisk opplever en finansiell finansieringsfordel. Vi konstaterer at selskapet etter kravet utregnet i kapittel 7 har hatt en historisk finansieringsfordel, men denne fordelene vil videre tolkes med varsomhet.

		2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017T	Samlet
Netto finansielt gjeldskrav	nfgk	0,0576	0,0528	0,0485	0,0676	0,0609	0,0518	0,0361	0,0572	0,0643	0,0611	0,1076	0,0640
Netto finansiell gjeldsrentabilitet	nfggr	0,0253	0,0749	0,0221	0,0462	0,0511	0,0429	0,0173	0,0469	0,0448	0,0410	0,0457	0,0421
Netto finansiell gjeldsrentefordel	nfgk-nfggr	0,0323	-0,0221	0,0265	0,0215	0,0098	0,0089	0,0188	0,0103	0,0194	0,0201	0,0619	0,0219
Netto finansiell gjeldsgrad	nfgg	1,0168	1,1184	1,1365	1,0985	1,2634	1,3384	1,2581	1,2873	1,6535	2,6892	3,2492	2,3275
Finansieringsfordel netto finansiell gjeld FFNFG		0,0329	-0,0247	0,0301	0,0236	0,0124	0,0118	0,0236	0,0132	0,0322	0,0541	0,2012	0,0510

Tabell 8.19: Finansieringsfordel NFG SolstadFarstad, 2007-2017

I de neste avsnittene vil vi dekomponere netto finansiell gjeldsfordel etter henholdsvis gjelds- og eiendelsfordel. I avsnittet som omhandler finansiell gjeldsfordel vil mulige årsaker til hvorfor SolstadFarstad oppnår en finansieringsfordel diskuteres nærmere.

Finansiell gjeldsfordel

Dersom SolstadFarstad betaler en lavere rente enn det beregnede krav kreditorene har til finansiell gjeld, oppnår selskapet en finansiell gjeldsfordel. Formelen for utregning følger nedenfor:

$$FFFG = (fgk - fgr) \times fgg = \text{finansieringsfordel finansiell gjeld}$$

$$fgr = \frac{NFK}{FG_{IB} + \frac{\Delta FG - NFK}{2}} = \text{finansiell gjeldsrente}$$

$$fgg = \frac{FG_{IB} + \frac{\Delta FG - NFK}{2}}{EK_{IB} + \frac{\Delta EK - NRE}{2}} = \text{finansiell gjeldsgrad}$$

Fordel fra finansiell gjeld beregnes ved å multiplisere SolstadFarstads finansielle gjeldsgrad med differansen mellom finansiell gjeldsrente og krav. Tabell 8.20 viser at selskapet i et vektet snitt har oppnådd 1,2 % lavere rente på sin finansielle gjeld enn det vi har beregnet at kreditorene krever av dem. Forskjellen er begrenset i størrelse, men vektet med gjeldsgrad øker finansieringsfordelen til 3,95 %. Det er altså den betydelige gjeldsgraden som sørger for at fordelene er av vesentlig størrelse.

		2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017T	Samlet
Finansielt gjeldskrav	fgk	0,0484	0,0462	0,0428	0,0563	0,0535	0,0461	0,0326	0,0494	0,0555	0,0540	0,0955	0,0561
Finansiell gjeldsrente	fgr	0,0543	0,0671	0,0398	0,0462	0,0485	0,0429	0,0432	0,0407	0,0396	0,0382	0,0458	0,0440
Finansiell gjeldsrentefordel	fgk-fgr	-0,0059	-0,0209	0,0030	0,0101	0,0050	0,0033	-0,0106	0,0087	0,0158	0,0158	0,0497	0,0120
Finansiell gjeldsgrad	fgg	1,4745	1,5439	1,5063	1,4488	1,5542	1,5814	1,5300	1,6016	1,9848	3,1280	3,7363	3,2883
Finansieringsfordel finansiell gjeld	FFFG	-0,0087	-0,0323	0,0045	0,0146	0,0077	0,0052	-0,0162	0,0139	0,0314	0,0493	0,1857	0,0395

Tabell 8.20: Finansieringsfordel finansiell gjeld SolstadFarstad, 2007-2017

Som nevnt ovenfor skal finansielt gjeldskrav og -rente i utgangspunktet være nærme hverandre i verdi. Dette viser seg ikke å være tilfellet for SolstadFarstad. Dette kan være forårsaket av særlig lukrative låneavtaler, eller at beregnet gjeldskrav gir et feilaktig bilde av gjeldsrenten kreditorene krever. SolstadFarstad leverer svakere finansielle resultat fra 2014. Dette gir utslag i forholdstall beregnet i kapittel 6, og får tilhørende betydning for syntetisk rating. Ved svekket rating øker finansielt gjeldskrav, da kreditorene vurderer selskapet som mer risikabelt. Vi

understreker at ratingen foretatt i kapittel 6 er en forenklet utgave av S&P sin omfattende modell for å rate selskaper. Dermed kan den syntetiske ratingen vi beregnet slå feilaktig ut, og gi et gjeldskrav som er overvurdert. Finansiell gjeldsfordel beregnet her bør dermed tolkes med varsomhet.

Finansiell eiendelsfordel

Ved en oppnådd avkastning på finansielle eiendeler utover selskapets avkastningskrav til eiendelene oppnår SolstadFarstad en finansiell eiendelsfordel. Til beregning av eventuell fordel benytter vi følgende formel:

$$FFFE = (fer - fek) \times feg = \text{finansieringsfordel finansielle eiendeler}$$

$$fer = \frac{NFI}{FE_{IB} + \frac{\Delta FE - NFI}{2}} = \text{finansiell eiendelsrentabilitet}$$

$$feg = \frac{FE_{IB} + \frac{\Delta FE - NFI}{2}}{EK_{IB} + \frac{\Delta EK - NRE}{2}} = \text{finansiell eiendelsgrad}$$

På lignende måte som ovenfor beregnes fordelen ved at finansiell eiendelsgrad multipliseres med differansen mellom finansiell eiendelsrentabilitet og –krav. Tabell 8.21 viser hvordan fordelen knyttet til SolstadFarstads finansielle eiendeler er mer begrenset i forhold til situasjonen ovenfor. Over analyseperioden har selskapet en fordel fra sine finansielle eiendeler på 1,14 %. Selskapet nyter altså en begrenset lønnsomhet ved å eie finansielle eiendeler.

		2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017T	Samlet
Finansiell eiendelsrentabilitet	fer	0,1187	0,0466	0,0945	0,0464	0,0371	0,0425	0,1629	0,0154	0,0136	0,0215	0,0469	0,0503
Finansielt eiendelskrav	fek	0,0280	0,0287	0,0252	0,0209	0,0212	0,0149	0,0164	0,0176	0,0115	0,0104	0,0151	0,0167
Finansiell eiendelsrentabilitetsfordel	fer-fek	0,0907	0,0178	0,0693	0,0255	0,0158	0,0275	0,1464	-0,0022	0,0021	0,0110	0,0318	0,0336
Finansiell eiendelsgrad	feg	0,4577	0,4255	0,3698	0,3502	0,2908	0,2430	0,2718	0,3142	0,3313	0,4388	0,4871	0,3403
Finansieringsfordel finansielle eiendeler FFFE		0,0415	0,0076	0,0256	0,0089	0,0046	0,0067	0,0398	-0,0007	0,0007	0,0048	0,0155	0,0114

Tabell 8.21: Finansieringsfordel finansielle eiendeler SolstadFarstad, 2007-2017

8.3.2 Minoritetsfordel

Vi er interessert i å analysere om minoritetsinteressen i SolstadFarstad er en kilde til strategisk fordel for majoritetseieren. Vi benytter følgende formel til beregning:

$$FFMI = (mik - mir) \times mig = \text{finansieringsfordel minoritetsinteresser}$$

$$mir = \frac{NMR}{MI_{IB} + \frac{\Delta MI - NMR}{2}} = \text{minoritetsrentabilitet}$$

$$mig = \frac{MI_{IB} + \frac{\Delta MI - NMR}{2}}{EK_{IB} + \frac{\Delta EK - NRE}{2}} = \text{minoritetsgrad}$$

For selskapet er det gunstig om minoritetskravet er høyere enn rentabiliteten. Knivsflå (2017g) forklarer dette som følge av at minoritetseierne i dette tilfellet vil subsidiere majoritetseierne gjennom å ha negativ superprofitt og bidra til å dekke tap i datterselskap. Videre kan det forventes at minoritetsrentabilitet og -krav skal ha verdier som ligger nært hverandre, da majoritetseierne kan forventes å sørge for at rentabilitet utover kravet vil tilfalle dem.

		2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017T	Samlet
Minoritetskrav	mik	0,1060	0,1058	0,1028	0,0978	0,0981	0,0929	0,0954	0,0952	0,0952	0,1147	0,1246	0,1039
Minoritetsrentabilitet	mir	0,8364	-0,5234	0,8290	-0,1244	-0,2184	-0,3236	0,1463	0,7659	0,2551	-0,3596	-60,3111	-8,9994
Minoritetsrentabilitetsfordel	mik-mir	-0,7304	0,6292	-0,7262	0,2222	0,3165	0,4165	-0,0510	-0,6707	-0,1599	0,4743	60,4358	9,1033
Minoritetsgrad	mig	0,0040	0,0046	0,0013	0,0203	0,0169	-0,0051	-0,0035	-0,0036	-0,0070	-0,0124	0,0000	0,0000
Finansieringsfordel minoritet	FFMI	-0,0029	0,0029	-0,0009	0,0045	0,0053	-0,0021	0,0002	0,0024	0,0011	-0,0059	0,0005	0,0002

Tabell 8.22: Finansieringsfordel minoritet SolstadFarstad, 2007-2017

Tabell 8.22 illustrerer hvordan majoritetseierne SolstadFarstad opplever en fordel fra minoritetsinteressene. I 2017 er minoritetsrentabiliteten påvirket av at gjennomsnittlig minoritet er svært lav. Vektet snitt blir dermed svært høy. Samlet sett kan en konkludere med at SolstadFarstad oppnår en finansieringsfordel knyttet til minoriteter, men på grunn av minoritetens størrelser er denne fordelene svært liten.

8.3.3 Oppsummering finansieringsfordel

Ved å summere størrelsene fra avsnittene ovenfor vil vi kunne se den samlede finansieringsfordelen som gjelder for SolstadFarstad. Tabell 8.23 viser hvordan summen av netto finansiell gjeldfordel og fordel som følge av minoritetsinteressene summerer seg til et vektet snitt på 5,11 % for selskapet. I all hovedsak består størrelsen av en fordel knyttet til finansiell gjeld. Som påpekt tidligere i avsnittet bør denne størrelsen tolkes med varsomhet. Flere forhold og skjønsmessige vurderinger i analysen har innspill på utregning av gjeldskrav, og vil dermed implisitt få innvirkning på finansieringsfordel. Utfallet i vårt tilfelle er av begrenset omfang, og vi antar at et potensielt strengt utregnet gjeldskrav er årsaken til at samlet finansieringsfordel er på 5,11 %.

		2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017T	Samlet
Finansieringsfordel finansiell gjeld	FFFG	-0,0087	-0,0323	0,0045	0,0146	0,0077	0,0052	-0,0162	0,0139	0,0314	0,0493	0,1857	0,0395
Finansieringsfordel finansielle eiendeler	FFFE	0,0415	0,0076	0,0256	0,0089	0,0046	0,0067	0,0398	-0,0007	0,0007	0,0048	0,0155	0,0114
Finansieringsfordel netto finansiell gje	FFNFG	0,0329	-0,0247	0,0301	0,0236	0,0124	0,0118	0,0236	0,0132	0,0322	0,0541	0,2012	0,0510
Finansieringsfordel minoritetsinteresser	FFMI	-0,0029	0,0029	-0,0009	0,0045	0,0053	-0,0021	0,0002	0,0024	0,0011	-0,0059	0,0005	0,0002
Samlet finansieringsfordel	FF	0,0300	-0,0218	0,0291	0,0281	0,0177	0,0097	0,0238	0,0157	0,0333	0,0483	0,2017	0,0511

Tabell 8.23: Samlet finansieringsfordel SolstadFarstad, 2007-2017

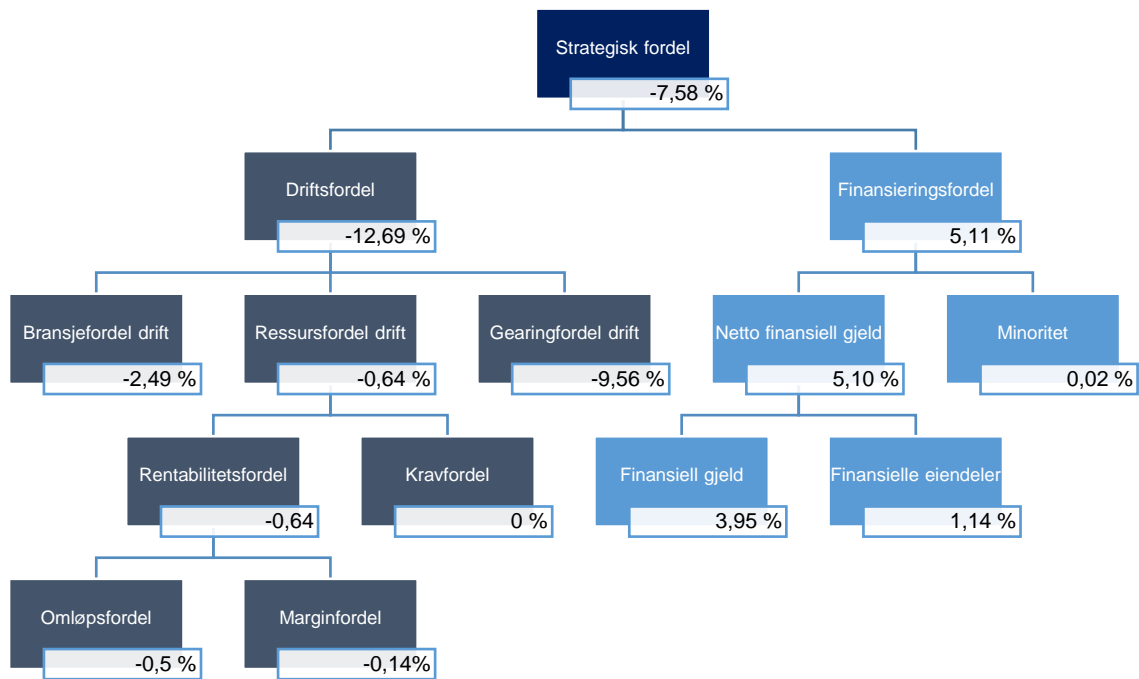
8.4 Oppsummering av lønnsomhetsanalyse

I dette kapittelet hadde vi til hensikt å beregne og dekomponere SolstadFarstads strategiske fordel. Vi innledet med å beregne rederiets superrentabilitet for å vurdere hvorvidt majoritetseierne har mottatt den avkastning som de over tid har krevet av selskapet. Tre kilder til superrentabiliteten ble identifisert, og resultatet av beregningen viste at SolstadFarstad har levert en gjennomsnittlig avkastning som er 7,58 % lavere enn det investorene har hatt som krav.

For gi ytterligere innsikt i kilder til strategisk fordel har vi gjennomført en dekomponering der strategisk fordel fra driften og finansieringen av selskapets har blitt analysert individuelt. Tabell 8.24 viser hvordan driftsfordel, summert med de to kildene til finansieringsfordel, utgjør strategisk fordel. Figur 8.10 gir en mer lettfattelig og detaljert oversikt over kilder til selskapets strategiske fordel.

		2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017T	Samlet
Bransjefordel drift	BFD	-0,0016	0,0054	-0,0259	-0,0503	-0,0311	-0,0147	-0,0021	0,0019	-0,0019	-0,0373	-0,0695	-0,0249
Ressursfordel drift	RFD	0,0713	0,0583	0,0617	0,0300	0,0007	0,0070	0,0172	-0,0041	-0,0354	-0,0380	-0,0556	-0,0064
Gearingfordel drift	GFD	0,0712	0,0715	0,0407	-0,0228	-0,0390	-0,0103	0,0189	-0,0029	-0,0615	-0,2016	-0,4063	-0,0956
Driftsfordel	DF	0,1409	0,1352	0,0765	-0,0432	-0,0695	-0,0180	0,0340	-0,0052	-0,0988	-0,2770	-0,5314	-0,1269
Finansieringsfordel netto finansiell gjeld	FFNFG	0,0329	-0,0247	0,0301	0,0236	0,0124	0,0118	0,0236	0,0132	0,0322	0,0541	0,2012	0,0510
Finansieringsfordel minoritetsinteresser	FFMI	-0,0029	0,0029	-0,0009	0,0045	0,0053	-0,0021	0,0002	0,0024	0,0011	-0,0059	0,0005	0,0002
Strategisk fordel	SF	0,1708	0,1134	0,1057	-0,0151	-0,0518	-0,0083	0,0578	0,0105	-0,0656	-0,2287	-0,3297	-0,0758

Tabell 8.24: Strategisk fordel SolstadFarstad, 2007-2017



Figur 8.9: Oppsummering strategisk fordel SolstadFarstad

Figur 8.10 viser hvordan driftssiden har bidratt negativt til SolstadFarstads strategiske fordel. Samtlige tre driftsstørrelser bidrar i negativ retning. Den rene driftsfordelen til selskapet preges av at bransjen som helhet leverer en driftsrentabilitet som er 2,49 % lavere enn driftskravet fra investorene. Driftsfordelen trekkes ytterligere ned av at SolstadFarstads ressursfordel fra driften også er negativ. På kostnadssiden opplever selskapet en marginfordel på -0,26 %. Driftsfordelen svekkes videre ved at omløpsfordelen til rederiet beløper seg til -0,5 %. Samlet gir de nevnte postene en ren driftsulempen på -3,13 %.

Dette forverres ytterligere som følge av selskapets gearing av driften. SolstadFarstad leverer en netto driftsrentabilitet som er lavere enn driftskravet. Denne ulempen forsterkes som følge av bruk av fremmedkapital i tillegg til egenkapital. Ulempen fra gearing er på -9,56 %, og er det største bidraget til en negativ driftsfordel på -12,69 %.

På finansieringssiden er bildet derimot annerledes. SolstadFarstad oppnår en finansieringsfordel på 5,11 %, hovedsakelig som følge av finansiell gjeldsfordel. Som nevnt forventes det at fordel fra finansiering skal være begrenset. Refleksjoner rundt dette er dekket i tidligere avsnitt, og vi konkluderer her at fordelene fra finansiering bidrar til å forbedre ulempen fra driftssiden, og resulterer i at SolstadFarstad har en strategisk ulempe på -7,58 %.

9. Fremtidsregnskap

I denne delen vil vi gjennomføre den fundamentale verdsettelsen av SolstadFarstad. En analyse med bakgrunn i kvalitativ informasjon fra del 1 og kvantitativ regnskapsinformasjon fra del 2 vil kulminere i SolstadFarstads fremtidsregnskap, og utgjøre grunnlaget for den fundamentale verdsettelsen av selskapet i kapittel 11. Fremtidsregnskapet består av en prediksjon av selskapets finansielle posisjon i årene fremover, og inkluderer fremtidig kontantstrøm, balanser og resultatregnskap. I de neste delkapitlene vil vi innledningsvis gjøre rede for rammeverket vi vil benytte og de valg som vil ligge bak utarbeidelsen av fremtidsregnskapet. Videre presenteres historiske drivere til vekst, før utarbeidelsen av fremtidsregnskapet finner sted fra delkapittel 9.4.

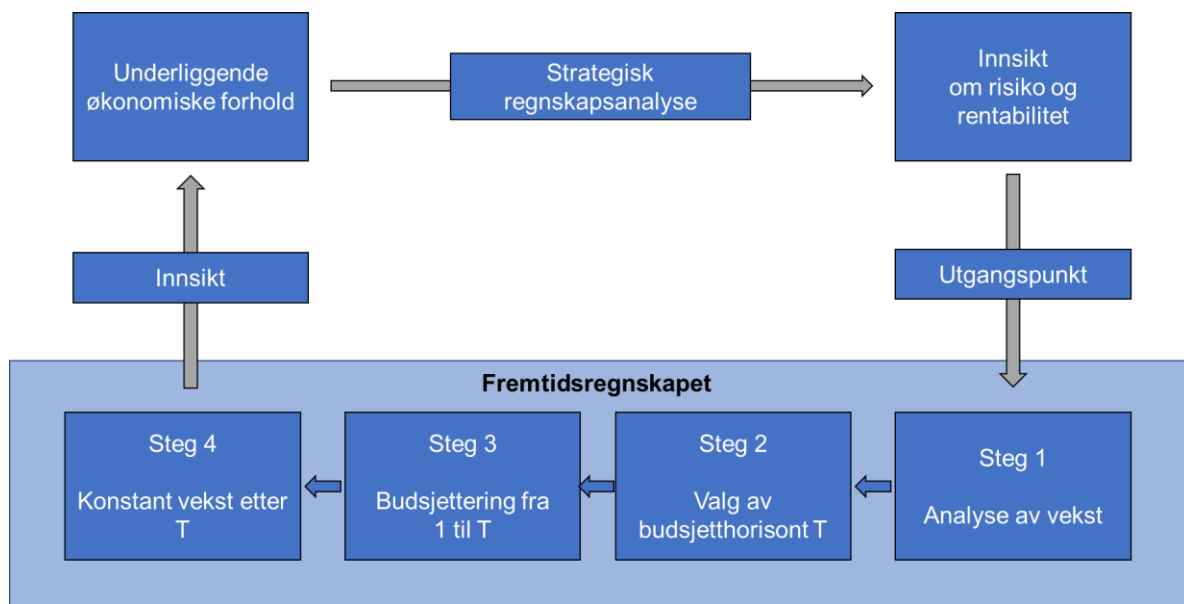
9.1 Rammeverk for fremtidsregnskap

Penman (2013) argumenterer for at finansiell regnskapsinformasjon er et godt utgangspunkt for å predikere selskapers utvikling i fremtiden. Han poengterer at regnskapstall forteller hvilke forutsetninger selskapet har i fremtiden i like stor grad som å redegjøre for tidligere og nåværende finansielle situasjon. Videre hevder han at bruk av forholdstallanalyse basert på historisk informasjon bidrar til å konkretisere utsiktene, da selskapers egne analyser har en tendens til å ha svulstige og lite kvantifiserbare meninger om strategisk posisjon og vekstutsikter. Penmans syn tas hensyn til i denne oppgaven, gjennom at forholdstallanalysen foretatt i del 2 har gitt tallfestede størrelser til bruk fremover, utover de kvalitative funnene i oppgavens del 1. Penman (2013) balanserer sitt syn ved å påpeke at justering etter forhold i nåtiden er nødvendig for å predikere fremtiden mer nøyaktig.

Damodaran (2012) har en noe annerledes oppfatning hva gjelder bruk av historiske vekstrater i utarbeidelsen av fremtidsregnskap. Han viser til forskning som påpeker at selskapers finansielle situasjon i øyeblikket har begrenset evne til å predikere fremtidig inntjening. Ved å ikke ta hensyn til forhold i omgivelsene og forhold utenfor selskapers kontroll mener han videre at historisk vekst kun forklarer en liten del av fremtidig vekstvilkår. Han vektlegger at størrelser som er knyttet til vekst tett på inneværende periode bør vektlegges foran lengre, historiske trender.

Vi vil benytte et rammeverk for utarbeidelse av fremtidsregnskapet som bygger på hensynene til både Penman og Damodaran. Historisk vekst vil benyttes som utgangspunkt for analysen,

ved å tilby innsikt om hvordan selskapet og næringen tidligere har utviklet seg. Størrelser mot slutten av analyseperioden vektlegges mer enn tidligere perioder, som presentert i delkapittel 5. Videre vil fremtidig vekst estimeres ved å vurdere sentrale faktorer som driver vekst, fremfor å vurdere vekst direkte. Knivsflå (2017i) har samlet hensynene ovenfor i et rammeverk med flere steg i utarbeidelsen av fremtidsregnskapet. Rammeverket er utgangspunktet for dette kapitlet, og er presentert nedenfor:



Figur 9.1: Rammeverk for utarbeidelse av fremtidsregnskapet

9.2 Analyse av historiske vekst drivere

Innsikt fra flere av oppgavens tidligere kapitler vil benyttes i utarbeidelsen av fremtidsregnskapet til selskapet. De kvalitative funnene i kapittel 4 vil kombineres med den kvalitative analysen foretatt i kapittel 8. Sammen med innsikt om bransjens tilstand, utfordringer og vekstutsikter fra kapittel 2 og 4 har vi et variert informasjonsgrunnlag å benytte i arbeidet med å budsjettere fremtiden til SolstadFarstad. Før vi analyserer og fastsetter nivåer på sentrale budsjett drivere, vil vi i det følgende foreta en analyse av historiske vekst drivere i selskapet.

9.2.1 Analyse av historisk driftsinntektsvekst

Både Penman (2013) og Damodaran (2012) understreker at driftsinntektsvekst er sentralt for å vurdere fremtidig verdi av et selskap. Utsikter til fremtidig vekst fremgår ikke tydelig av postene i balanseoppstillingen. Investorer og andre interessenter vil dermed forsøke å

analysere verdien av fremtidig vekst for å gi et mer rettviseende bilde av selskapets verdi. Det er derfor nødvendig i verdsettelsen av SolstadFarstad å utvide informasjonsgrunnlaget ved å vurdere selskapets vekstutsikter.

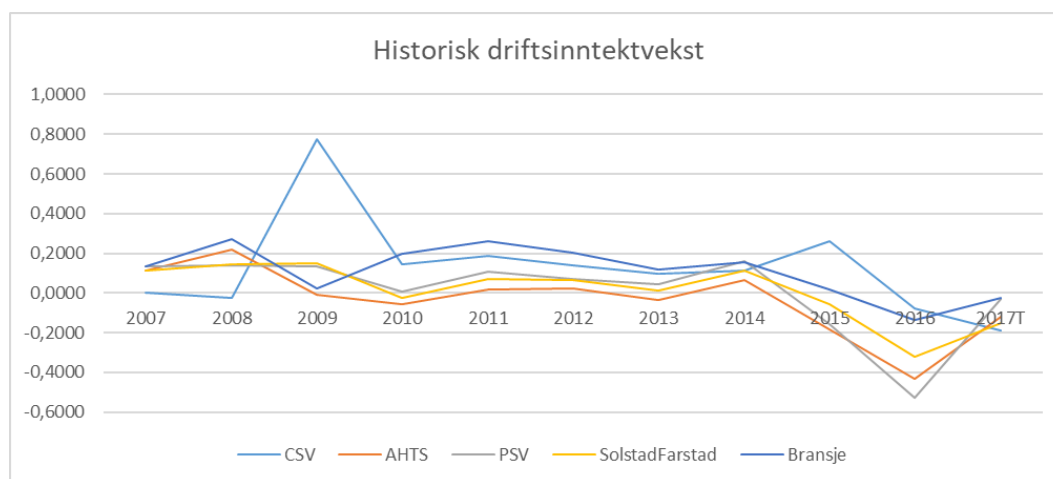
Innledningsvis i en analyse kan man danne seg et inntrykk av et selskaps framtidutsikter ved å vurdere historisk vekst i driftsinntekter. Damodaran (2012) understreker hvordan man skal være varsom med å legge historien til grunn for å anslå fremtidig inntjening. Likevel gir historisk driftsinntektsvekst et bilde på hvordan utviklingen i topplinjen til SolstadFarstad har vært over analyseperioden. Vi benytter formelen nedenfor til utregning:

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

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017T	Samlet
CSV	0,0000	-0,0261	0,7732	0,1464	0,1873	0,1383	0,0982	0,1120	0,2637	-0,0774	-0,1866	0,0906
AHTS	0,1111	0,2203	-0,0114	-0,0563	0,0196	0,0253	-0,0376	0,0661	-0,1855	-0,4327	-0,1205	-0,0903
PSV	0,1364	0,1411	0,1332	0,0072	0,1097	0,0708	0,0464	0,1614	-0,1560	-0,5268	-0,0294	-0,0492
SolstadFar	0,1236	0,1430	0,1501	-0,0231	0,0724	0,0633	0,0129	0,1130	-0,0568	-0,3191	-0,1529	-0,0375
Bransje	0,0753	0,2693	0,0243	0,1997	0,2611	0,2032	0,1182	0,1547	0,0167	-0,1385	-0,0244	0,0764

Tabell 9.1: Historisk driftsinntektsvekst, 2007-2017

For å få en bedre oversikt over ulike faktors innvirkning på utviklingen i driftsinntekter har vi benyttet regnskapsinformasjon fra kapittel 5 sortert etter skipssegment. Figur 9.2 gir en grafisk fremstilling av driftsinntektsveksten til SolstadFarstad i analyseperioden.



Figur 9.2: Historisk driftsinntektsvekst, 2007-2017

Vi observerer at foruten 2009 har driftsinntektsveksten til SolstadFarstad vært lavere enn for bransjen i analyseperioden. Videre er selskapets negative utvikling som følge av nedgangen i

næringen fra 2015 svært tydelig i figur 9.2. Flåtesammensetningen til selskapet bidrar til å belyse begge de nevnte observasjonene. Inntektsveksten til CSV-segmentet ligger betydelig over PSV og AHTS, og bidrar til å styrke selskapets driftsinntektsvekst i samtlige år etter 2008. Som nevnt som en konkurranseulempa i kapittel 4.3.1 har SolstadFarstad en lavere andel CSV-fartøy i flåten enn bransjen for øvrig. Dermed later det til at selskapets lavere driftsinntektsvekst i perioden delvis kan forklares av en mindre gunstig sammensetning av fartøy. Dette kommer igjen til syne fra 2014. Vi observerer hvordan PSV og AHTS trekker selskapets vekst kraftig under bransjesnittet, mens CSV bidrar i motsatt retning. I den videre analysen vil vi vektlegge hvordan flåtesammensetning vil ha innvirkning på selskapets utsikter fremover.

9.2.2 Analyse av historisk egenkapitalvekst

For en investor vil det være nødvendig å vurdere flere forhold utover veksten i driftsinntekter. Som eier av en andel av selskapskapitalen i SolstadFarstad vil utvikling i egenkapitalen være av interesse for investorer. Ved å vurdere den historiske veksten til egenkapitalen vil vi kunne få et inntrykk av utviklingen fremover. Samme forsiktighetshensyn som ovenfor er gjeldende også her: historiske forhold kan i begrenset grad spå fremtiden (Damodaran, 2012). Vi benytter følgende formel til utregning (Knivsflå, 2017i):

$$ekv = (1 - eku) \times ekr$$

I tråd med det gjennomgående prinsippet om å vurdere driftsrelevante størrelser justert for finansielle og unormale poster benytter vi det normaliserte nettoresultatet til egenkapitalen for å vurdere veksten. I 2015 hadde SolstadFarstad NRE på –1MNOK. Som en konsekvens blir tallstørrelsene for dette året ekstremt, og er derfor utelatt i snittberegningene for å unngå å gi et misvisende bilde av perioden under ett. Tabell 9.2 og figur 9.3 viser utviklingen i SolstadFarstads egenkapitalvekst i analyseperioden, sammenlignet med bransjen.

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017T	Samlet
ekr	0,2467	0,1891	0,1785	0,0521	0,0158	0,0548	0,1233	0,0758	-0,0001	-0,1436	-0,2350	-0,0018
1-eku	0,2404	0,3897	0,8374	0,6582	1,5972	0,6199	0,6988	2,0083	176,4142	0,3890	-0,5676	0,5424
SolstadFar	0,0593	0,0737	0,1495	0,0343	0,0252	0,0340	0,0861	0,1522	-0,0196	-0,0559	0,1334	0,0560
Bransje	-0,0683	0,0080	0,0535	-0,0469	0,0227	0,0251	0,0322	0,2569	0,1557	0,1108	0,3070	0,1131

Tabell 9.2: Historisk egenkapitalvekst, 2007-2017



Figur 9.3: Historisk egenkapitalvekst, 2007-2017

Av tabell 9.2 observerer vi at utviklingen i egenkapitalvekst i SolstadFarstad hovedsakelig følger de samme trendene som bransjen for øvrig. Frem til og med 2013 observerer vi at egenkapitalutviklingen primært stammer fra intern rentabilitet fremfor kapitalinnskudd. En tilbakeholdelsesgrad mindre enn 1 er et tegn på dette (Knivsflå, 2017i). Nedgangen i næringen fra 2014 er tydelig for både bransjen og selskapet. Rentabiliteten er som tabell 9.2 viser negativ fra 2014, og utviklingen i egenkapital mot slutten av analyseperioden forklares av kapitalinnskudd og negativ avkastning.

Fra 2016 har flere selskap i bransjen, også SolstadFarstad selv, gjennomført store refinansieringsprosesser i møte med tøffere forhold på sokkelen. Dette gjør seg merkbart i figur 9.3, ved at veksten i egenkapitalen i både bransje og SolstadFarstad skyter fart som følge av stor kapitalinnskytelse fra eiere. Disse bratte kurvene må ikke forveksles med forhold som tilsier voldsomme vekstutsikter i fremtiden. Selskapets egenkapitalvekst fra 2014 ligger under det som er gjeldende for bransjen. Dette er naturlig som følge av at SolstadFarstad har blitt kraftigere påvirket av nedgangen enn snittet i bransjen, som tidligere avdekket i kapittel 6 og 8.

9.3 Valg ved utarbeidelse av fremtidsregnskapet

Før utarbeidelse av fremtidsregnskapet kan finne sted er det nødvendig å definere rammene rundt analysen. Videre i dette delkapittelet vil vi bestemme budsjetthorisont, detaljnivå og teknikk for framskrivning.

9.3.1 Budsjetthorisont

Neddiskontert verdi av fremtidige kontantstrømmer til egenkapitalen er selve utgangspunktet i fundamental verdsettelse. For å kunne verdsette egenkapitalen i dag behøver vi informasjon om fremtidige kontantstrømmer i kombinasjon med fremtidige krav til avkastning. Det faller på sin egen urimelighet at det vil være hensiktsmessig å vurdere fremtidige kontantstrømmer i et evighetsperspektiv. Damodaran (2012) argumenterer for at dette ikke er mulig, og argumenterer for at en rimelig budsjetthorisont i kombinasjon med et estimat for vekst i et evighetsperspektiv er en håndgripelig metode til bruk i verdsettelse av egenkapital. Kaldestad & Møller (2016) underbygger dette, og argumenterer for at budsjettperiode bør settes tilstrekkelig langt til at de sentrale budsjettdriverne i fremtiden befinner seg i en såkalt «steady state». Med dette menes at nivåer på drivere skal være stabile i et evighetsperspektiv. Hvor lang periode som vil være tilstrekkelig for å oppnå steady state i sentrale drivere vil være avhengig av forhold i den aktuelle næringen.

Det fremkom i kapittel 2 at offshore service er en svært syklisk bransje av natur. Historiske sykluser og det teoretiske rammeverket til Stopford (2009) underbygger dette. I kapittel 5 argumenterte vi dermed for at det var nødvendig å gå helt tilbake til 2007 for å få et rettviseende bilde av selskapet i lys av en fullstendig syklusgjennomgang. Tilsvarende argumentasjon må benyttes ved fastsettelse av budsjetthorisont.

Som følge av at næringen per dags dato befinner seg i en turbulent situasjon er det nærliggende å anta at horisonten må være av en viss lengde. Dette virker rimelig også i lys av argumentasjonen til Kaldestad & Møller (2016) som understreker at budsjetteringsperioden må være tilstrekkelig lang for å forsikre at relevante drivere befinner seg i steady state. På bakgrunn av størrelsene for sentrale vekst drivere presentert i kapittel 8 kan man med trygghet slå fast at SolstadFarstad befinner seg langt unna en steady state. En lang budsjettperiode vil være nødvendig for å sørge for en korrekt tilnærming til en stabil evighetsvekst. Dette underbygges videre av nødvendigheten av å gi et rettviseende bilde av nåværende konjunktursituasjon og veien ut av dagens markedsbunn, i lys av næringscyklusene i rammeverket til Stopford (2009).

Kvaliteten på avlagte regnskap har også betydning for valg av budsjetthorisont. Dess mer korrekt regnskapene er, dess kortere horisont kan man argumentere for (Knivsflå, 2017i). SolstadFarstad avlegger sine regnskap i henhold til IFRS, hvilket innebærer at selskapet i stor

grad har adgang til å vurdere balanseposter til virkelig verdi. Dette er en faktor som taler for en kortere budsjettperiode i dette tilfellet. IFRS åpner for, men pålegger ikke, selskapene å rapportere balanseposter til virkelig verdi. SolstadFarstad rapporterer sine driftsmidler etter historisk kost-modellen med fradrag for av- og nedskrivninger. På denne måten er det mulig at det er underliggende verdier i selskapets anleggsmidler som ikke er gjort rede for i regnskapene, som igjen peker i retning av en lengre budsjettperiode.

Med bakgrunn i argumentasjonen i avsnittene ovenfor velger vi å budsjettere SolstadFarstads aktivitet frem til 2030. Herfra vil selskapet vokse i et stabilt evighetsperspektiv. For å sikre at selskapet i 2030 befinner seg i steady state inkluderer vi 2031 og 2032 i analysene for å kontrollere at utvikling fra 2030 er stabil.

9.3.2 Detaljnivå for budsjettering

I arbeidet med fremtidsbudsjetteringen må det legges et detaljert eller fokusert utgangspunkt til grunn. I lys av vår lange budsjetteringshorisont er det naturlig å velge et fokusert detaljnivå for fremtidsbudsjetteringen (Knivsflå, 2017i). Dette innebærer at man vurderer utviklingen til færre, mer overordnede regnskapsstørrelser enn å i detalj håndtere hver enkelt post for seg selv. Et eksempel vil være at man med et fokusert utgangspunkt vil beregne driftsresultat ved å vurdere driftsinntekter og -margin, heller enn å detaljfeste hver inntekts- og utgiftspost separat. Det gir mening at et fokusert utgangspunkt er mest hensiktsmessig i et langsiktig perspektiv, da man vanskelig kan argumentere for utviklingen til detaljposter langt frem i tid. Der kan forsøk på å vurdere detaljposter tilføye mer støy enn nytte i analysen. I den følgende analysen av fremtidsregnskapet til SolstadFarstad vil vi dermed benytte en fokusert tilnærming.

9.3.3 Fremskrivningsteknikk

Vi vil budsjettere SolstadFarstads fremtidige aktivitet ved hjelp av overordnede vekst drivere over budsjettperioden. I tråd med teknikken til Knivsflå (2017i) utarbeides verdier på kort, mellomlang og lang sikt. For 2018 og 2019 vil størrelsene fastsettes direkte. Tilsvarende vil være tilfellet i mellomåret 2022 og i horisontleddet i 2030. For årene mellom vil vi benytte en lineær tilnærming som fordeler utviklingen mellom budsjettpunktene jevnt ut over budsjettperioden.

9.4 Budsjett drivere i budsjetteringsperioden

Delkapittelet ovenfor argumentere for bruk av sentrale budsjett drivere i utarbeidelsen av fremtidsregnskapet. I de følgende avsnittene vil vi tallfeste størrelser som omhandler driftsinntekter og -resultat, driftsmidler og finansieringen av disse. I kapittel 11 vil vi foreta en analyse av usikkerheten som oppstår i utarbeidelsen av disse størrelsene, og hvilken innvirkning dette har på verdsettelsen av SolstadFarstad.

9.4.1 Driftsinntektsvekst

Som tidligere nevnt viser både Damodaran (2013) og Penman (2012) til hvordan vekst i inntekter er helt sentralt i arbeidet med verdsettelse av et selskap. Vi vil i dette delkapittelet beregne størrelser for SolstadFarstads driftsinntektsvekst i 2018 og 2019, samt for midtåret og i horisontleddet. For årene mellom punktene benyttes lineær tilnærming.

I 2018 forventer vi at SolstadFarstads driftsinntekter skal ytterligere ned fra dagens allerede lave nivå. Dette er forårsaket av vedvarende lave rater (Sundberg, 2017b) og kontrakter som går ut (Sundberg, 2017b). Konsernet har en bred eksponering mot AHTS og PSV, som er segmentene hardest rammet av nedturen i offshore service. Det er en betydelig andel av disse fartøyene som fremdeles er i opplag, og flere som går usikre tider i møte vedrørende kontraktsdekning. For SolstadFarstad er vinteren 2017/2018 er ventet å bli hardere enn den forrige. Ved inngangen til forrige vinter satt selskapet på «gullkantene» kontrakter inngått i perioden før oljeprisfallet (Sundberg, 2017c). Flere av disse er nå utløpt, hvilket vil bidra til å redusere inntjeningen fra første kvartal 2018, og underbygger utviklingen vi legger til grunn vedrørende driftsinntektsvekst.

Fra 2019 forventer vi en moderat økning i driftsinntekter for selskapet. Det er flere faktorer som bidrar til dette. For det første er det ventet at aktiviteten fra DESS Aquaculture Shipping vil kaste av seg i denne perioden. I en joint venture med Marine Harvest tar selskapet del i en storstilt satsning innenfor oppdrettsnæringen til sjøs. Allerede fra 2018 er det ventet at ett kontrahert skip vil leveres, med ytterligere to for levering i 2019 (SolstadFarstad ASA, 2017). Dette er ventet å gi et betydelig bidrag til selskapets inntjening i tiden fremover, da oppdrettsnæringen har opplevd stor vekst i senere tid (Lorch-Falch, 2016). Det var Deep Sea som innledet samarbeidet med Marine Harvest i sin tid, og markedet reagerte på nyheten om dannelsen av DESS med å sende aksjen til Deep Sea opp 80 % på Oslo Børs (Berge, 2016).

Det foreligger betydelig vekstpotensial hos alternative oppdragskilder, herunder særlig havvind som nevnt i delkapittel 2.1.5. Med økt fokus på bærekraft og diversifisering av Norges eksport vil det i fremtiden ligge til rette for betydelig aktivitet innenfor konstruksjon og vedlikehold av vindmølleparker til havs.

Videre blir den konvensjonelle driften offshore stadig mer kompleks, hvilket taler for mer avanserte arbeidsoppgaver fra mer spesialiserte fartøy. SolstadFarstad har uttalt at de ønsker å inneha en toppmoderne flåte og være en stor aktør innen kompliserte undervanns- og konstruksjonsoppdrag. Denne satsningen innen CSV-segmentet er ventet å bidra til økte driftsinntekter for selskapet. Fra 2019 og frem mot midtåret i 2022 er det ventet at en mer gunstig eksponering mot CSV-segmentet vil bidra til å styrke SolstadFarstads topplinje.

En driftsinntektsvekst på 8 % i 2022 sammenfaller godt med tidligere sykluser i bransjen. I dette året vil inntektene være på tilsvarende nivå som i 2008, som var et langt mer normalt år for bransjen enn tilfellet har vært fra 2010 med voldsom vekst før tilhørende korreksjon.

For å vurdere driftsinntektsvekst i et evighetsperspektiv er det flere faktorer som må vurderes. Knivflå (2017i) presenterer en rekke forhold som legger føringer for hva veksten i horisontleddet kan forventes å være. Veksten i horisontleddet kan ikke forventes å overskride forventet vekst og inflasjon i verdensøkonomien. På den andre siden må veksten nødvendigvis antas å være høyere enn inflasjonen på lang sikt, for å legge til rette for tilstrekkelig avkastning på kapital i forhold til øvrig prisvekst i samfunnet. Norges Bank har et langsiktig inflasjonsmål på 2,5 %, og dermed vil vårt anslag på driftsinntektsvekst være mellom 2,5 og 5 % (Norges Bank, 2017a).

SolstadFarstad har en stor tilstedeværelse i markeder utover det norske. Som følge av dette har selskapet vekstutsikter utover det et rent norskplassert selskap kan forvente. Dette er forklart ved at Norge er et høyt utviklet land, der det fra 1970-tallet er tatt ut betydelig vekst. Selskapets har en betydelig tilstedeværelse i mindre utviklede markeder som Brasil og Russland. Delkapittel 4.1.2 avdekket hvordan vekstutsiktene i disse landene er høyere enn for mer utviklede land som Norge, USA og Storbritannia. Dermed er internasjonal tilstedeværelse bidragsytende til at SolstadFarstad har mulighet til å hente ut en større vekst på lang sikt.

I motsatt ende må man ta hensyn til at det ikke er opplagt at offshore service vil ha en utvikling og vekst fremover som de historisk har hatt. Med et økende fokus på bærekraft og fornybar energi kan den tunge eksponeringen mot petroleumssektoren være uheldig for rederiene.

Likevel mener vi at dette er et forhold som ikke skal legge en for stor demper på utsiktene til SolstadFarstad. Til tross for fokus på bærekraft er vi trygge på at Norge vil opprettholde en betydelig produksjon av olje og gass. Dette underbygges av senere tids meldinger om Statoils betydelige investeringer i nye felt på sokkelen. I tillegg vil fremvekst av havbruk og offshore vindmølleanlegg representere nye muligheter for bransjen. Videre har rederiene flere bein å stå på hva gjelder politiske forhold til fortsatt petroleumsutvinning, med tilstedeværelse i marked over store deler av verden.

Med bakgrunn i argumentasjonen i avsnittene ovenfor estimerer vi SolstadFarstad driftsinntektsvekst i 2030 til å være 4%. Vi vurderer dette som et rimelig anslag, både med tanke på vekstdriverne presentert ovenfor og historiske størrelser. Selskapet har hatt en gjennomsnittlig historisk egenkapitalvekst på over 5 % i analyseperioden, og historisk driftsinntektsvekst har vært 6,5 % hvis man holder de seneste kriseårene utenom. Det virker derfor rimelig at veksten i et evighetsperspektiv vil ligge på 4 %. Fra 2022 vil driftsinntekstveksten konvergere ned mot 4 %. I lys av rammeverket til Stopford (2009) kan vi hevde med rimelig trygghet at utviklingen i næringens inntekter vil være mer syklisk enn en lineær tilnærming tilsier. Et forsøk på å predikere sykluser i en kompleks bransje over en periode på tolv år vil ikke ha noe for seg, og kun tilføre analysen unødvendig støy. En lineær tilnærming er dermed å foretrekke frem mot horisontleddet. Tabell 9.3 presenterer selskapets driftsinntekstvekst i budsjettperioden.

	2018	2019	2020	2021	M	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	T	2031	2032
Driftsinntektsvekst	-0,0562	0,0444	0,0563	0,0681	0,0800	0,0750	0,0700	0,0650	0,0600	0,0550	0,0500	0,0450	0,0400	0,0400	0,0400

Tabell 9.3: Driftsinntektsvekst, 2018-2032

9.4.2 Omløpet til netto driftseiendeler

I rammeverket for utarbeidelse av fremtidsregnskapet presentert i delkapittel 9.1 er omløpet til netto driftseiendeler (onde) en svært sentral størrelse. Onde illustrerer driftsinntektenes størrelse relativt til driftsmidlene som muliggjør driften. Driftsinntektene budsjetteres i avsnittet ovenfor, og dermed vil størrelsen på netto driftseiendeler fastsettes med bakgrunn i onde. I likhet med forrige avsnitt vil vi tallfeste onde i 2018 og 2019, samt for midtåret og i horisontleddet. Før en slik tallfesting er det hensiktsmessig med en kvalitativ vurdering av forventet kapitaltilgang og flåtestruktur innen offshore service i fremtiden.

Norske offshorerederi befinner seg som nevnt i en annerledes situasjon enn for få år siden. Vi har tidligere diskutert virkninger av nedgang i oljepris med tilhørende redusert aktivitetsnivå i offshore service. Utover dette vil rammevilkårene rederiene står overfor være annerledes i fremtiden, selv om aktivitet og ratenivå innen offshore service tar seg opp. I lys av turbulente år for rederiene er det nærliggende å anta at tilgangen til kapital i fremtiden vil være mer restriktiv enn den historisk har vært. I delkapittel 2.1.6 så vi hvordan næringens obligasjonsgjeld har økt kraftig i senere tid.

Både banker og obligasjonseiere har tatt betydelige tap i forbindelse med store underskudd og nedskrivninger blant rederiene. For bankene sin del er det naturlig å anta at de vil være mer tilbakeholdne med sine utlån fremover. Dette underbygges ikke kun av at man regner med at bankene vil være «klok av skade». Med innføring av IFRS 9 fra 2018 vil banker være nødt til å ta avsetninger for tap tidligere og i større grad enn før (Deloitte, 2017e). Vi mener dette vil innebære en mer restriktiv linje i bankenes utlånsvilje. Gjennom å begrense mulighetene til å øke netto driftseiendeler er det nærliggende å anta at endrede utsikter i fremmedkapitalmarkedet vil ha betydning for SolstadFarstads netto driftseiendeler.

Videre forventer vi en vridning av dagens flåtesammensetning i retning av CSV-segmentet. Som det fremkommer av kapittel 8 og historiske vekst drivere i dette kapitlet har dette segmentet vært en kilde til vekst i senere tid. Forårsaket av et kraftig fokus på effektivisering og kostnadskutt offshore i etterkant av oljeprisfallet tror vi at dette segmentet vil øke sin betydning for rederiene. Petroleumsselskapene er mer kresne ved utlysning av anbud på PSV og AHTS, og etterspør primært de største og mest kostnadseffektive skipene i disse segmentene (Ytreberg, 2017). Videre er dagens flåtestørrelse innenfor AHTS og PSV stor, og fartøyene er i stand til å utføre nokså homogene oppgaver. For fartøy i CSV-segmentet er bildet annerledes. Oppgavens kompleksitet er høyere, og fartøyene kan spesialiseres i langt større grad. SolstadFarstad har uttalt at de ønsker å være ledende innenfor CSV, og i mindre grad enn tidligere drive med «enkel» aktivitet innenfor PSV- og AHTS-segmentet.

Med bakgrunn i avsnittene ovenfor legger vi til grunn at onde i SolstadFarstad skal økes betraktelig fra dagens nivå. Dette kommer som følge av at vi ikke forventer at rederiene vil ha lik mulighet som tidligere til å finansiere økning i flåten. Som en konsekvens må selskapene i større grad sørge for økt inntjening per fartøy, gjennom å tilby mer komplekse tjenester med høyere inntjening per investerte korne. Per november 2017 har rederiene i offshore service et stort antall skip i opplag (Sysla Maritim, 2017). SolstadFarstad har selv uttalt at de i tiden

fremover vil avhende eldre og lite avanserte skip. Dette underbygger videre at onde skal økes, for at netto driftseiendeler skal reduseres og senere vokse i takt med driftsinntekter i et annet forhold enn tidligere. Tabell 9.4 viser onde og netto driftseiendeler i budsjettperioden:

	2018	2019	2020	2021	M	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	T	2031	2032
Driftsinntekter	4 500	4 700	4 965	5 303	5 727	6 157	6 588	7 016	7 437	7 846	8 238	8 609	8 953	9 311	9 684
Omløp nettodriftseiendeler	0,1468	0,1700	0,1867	0,2033	0,2200	0,2300	0,2400	0,2500	0,2600	0,2700	0,2800	0,2900	0,3000	0,3000	0,3000
Netto driftseiendeler	30 654	27 647	26 080	26 033	26 768	27 449	28 063	28 603	29 059	29 422	29 686	29 844	31 038	32 279	33 570

Tabell 9.4: Omløp netto driftseiendeler, 2018-2032

I 2018 legger vi til grunn en onde tilsvarende 2017. Vi antar at 2017 og 2018 representerer et bunnivå for onde, og at størrelsen skal øke jevnt frem til 22 % i 2022. Dette følger av at SolstadFarstads driftsinntekter er ventet å øke i perioden, uten at nye fartøy vil kontraheres. I et historisk perspektiv er 22 % onde i 2022 realistisk, da vi i denne perioden forventer et marked med en mer gunstig inntjening enn i dag. Foruten under de siste kriseårene har onde vært høyere enn dette over analyseperioden, som videre underbygger at estimatet ikke er overoptimistisk. Netto driftseiendeler reduseres frem til 2021, hvilket er forenelig med selskapets intensjon om å avhende ukurante skip, samt at bankene er ventet å ha en mer nøktern holdning til utlån med pant i skip.

Fra 2022 til 2030 øker onde i en lavere takt, opp til 30 %. Et omløp på netto driftseiendeler på 30 % mener vi er sannsynlig i den markedssituasjonen vi forventer i 2030, der færre skip gjennomfører mer komplekse og innbringende oppdrag enn i dag. Foruten kriseårene i 2016 og 2017 har SolstadFarstad hatt et aritmetisk snitt på onde rett over 30 %. Vi mener derfor vårt anslag for onde i horisontleddet er forsvarlig, både i et historisk perspektiv og i lys av en mer innbringende flåtesammensetning.

9.4.3 Netto driftsmargin/driftsresultat

Fusjonen mellom Solstad, Farstad og Deep Sea vil trolig påvirke selskapets netto driftsmargin i årene fremover. I dette delkapittelet vil vi diskutere hvilke innvirkninger fusjonen kan ha på selskapets netto driftsmargin i fremtiden. Innledningsvis vil vi gjennomgå teoretiske betraktninger om fusjonering, før moment herfra vil bli benyttet til å estimere SolstadFarstads netto driftsmargin i fremtiden.

Bakgrunnen for fusjonen er ifølge børsmelding av 6. februar både å redde Farstad gjennom å tilføre kapital til selskapet, samtidig som de tre selskapene kan dra nytte av hverandres ekspertise innenfor hvert sitt segment. I tillegg nevnes det som et element at selskapet vil

kunne hente ut operasjonelle synergieffekter av fusjonen gjennom blant annet å slanke administrasjonen og slå sammen kontorer både nasjonalt og internasjonalt (Gaughan, 2010). Vi vil i det følgende vurdere hvorvidt fusjonen vil føre til endringer i selskapets driftskostnader, og dernest også netto driftsmargin.

Boye & Meyer (2008) nevner at bakgrunnen for at selskap fusjonerer er at man ønsker å få tilgang til komplementære ressurser og hente ut skala- og breddefordeler. En fusjon gjør at et selskap får økt sine markedsandeler over natten. Videre vil en fusjon føre til at det blir færre konkurrenter i næringen. Fusjonering vil også føre til at man hindrer konkurrenter fra å ta markedsandeler gjennom å fusjonere. I kapittel 2.2.2 nevnte vi at Siem hadde inngått en intensjonsavtale med Farstad om å fusjonere. Denne ble derimot avsluttet, og like etterpå kom nyheten om at Solstad, Farstad og Deep Sea skulle fusjonere.

Gaughan (2010) argumenterer for at fusjoner historisk sett har vært en svært dyr måte for selskap å vokse på, og at fusjonskostnadene ofte overstiger inntjeningspotensialet. Boye & Meyer (2008) mener operasjonelle synergier ofte er de vanskeligste å hente ut da et selskap som vokser gjennom fusjoner ofte får stordrifts- og samdriftulempen. Grunnen til dette er at ledelsen ofte neglisjerer de implisitte kostnadene knyttet til en fusjon.

Boye & Meyer (2008) argumenterer for at det ofte er aksjonærene i selgende part som henter ut hele eller store deler av fusjonsgevinsten. En studie gjennomført av Ravenscraft & Scherer (1987) viste negativ lønnsomhetsutvikling i kombinerte enheter i tiden etter fusjonen. Nyere studier finner derimot at lønnsomheten til et selskap øker noe i ettertid av en fusjon (Healy, Palepu, & Ruback). Studien tok utgangspunkt i lønnsomheten til selskapet i en femårs-periode etter fusjonen. Dette står i motsetning til svært mange andre studier på fusjoner som vurderer fusjonsresultatet med grunnlag i aksjekursutviklingen i perioden rett etter fusjonsannonsering.

I en studie gjennomført av Andrade, Mitchell & Stafford (1987) kom det fram at kursutviklingen til kjøpende part i tiden rett etter annonseringen av fusjonen, kan være predikerende for lønnsomhetsutviklingen i det fusjonerte selskapet over tid. I kapittel 2.2.2 kom det fram at aksjekursen til Solstad økte betydelig da fusjonsplanene ble annonsert 6. februar. Dersom man følger Andrade, Mitchell & Staffords (1987) teori vil dermed SolstadFarstad kunne bli en vellykket fusjon.

Risberg & Meglio (2010) argumenterer for at mye av forskningen på hvordan en fusjon presenterer gir lite mening da de ikke tar hensyn til målet med fusjonen. Hver fusjon er unik,

og dermed er også motivet og målet for fusjonen unik i hvert tilfelle. Hva som defineres som en *vellykket fusjon* i hvert enkelt studie vil påvirke resultatet av studiet i stor grad, og følgelig legge store føringer for hvorvidt en fusjon vurderes som vellykket eller ikke.

Uavhengig av hvilket mål man benytter for å evaluere lønnsomheten i et fusjonert selskap og om selskap kommer bedre eller dårligere ut av en fusjon, er det uomtvistet at en fusjon er en prosess som fører med seg en del kostnader. Kostnader knyttet til en fusjon er både eksplisitte og implisitte i sitt slag. Ved fusjonsinngåelse vil det komme kostnader knyttet til den finansielle, juridiske og prosessuelle klargjøringen av fusjonen. I tiden etter fusjonen vil det være kostnader knyttet til å integrere de sammenslåtte selskapene. Disse kostnadene vil blant annet være kostnader knyttet til omlegging til felles prosesser, rutiner og systemer.

Boye & Meyer (2008) argumenterer for at det også vil følge en del implisitte kostnader som følge av en fusjon. En fusjon representerer en endringsprosess for både ledelsen og ansatte. Dette kan føre til at de ansatte mister motivasjon, noe som igjen kan påvirke produktiviteten til selskapet. Fallende motivasjon kan ifølge Boye & Meyer (2008) komme som følge av mangelfull eller dårlig kommunikasjon fra eiere og ledelse og til at den psykologiske tilhørigheten til arbeidsgiver blir utfordret. Både ansatte og ledelse vil i en endringsfase forsøke å skape mest mulig nytte for seg selv, dette kan i mange tilfeller gå på tvers av hva som tjener selskapet. De implisitte kostnadene er vanskelig for et selskap å analysere på forhånd av fusjonen. På sikt er de implisitte kostnadene forventet å avta. De implisitte kostnadene kommer for eksempel av endringer i kulturen i selskapet. I kapittel 4.3.4 argumenterte vi for at kulturen i SolstadFarstad var en midlertidig konkurransemessig ulempe i tiden etter fusjonen.

Basert på diskusjonen ovenfor mener vi at de økte kostnadene som følger direkte etter en fusjon vil ha negativ innvirkning på netto driftsmargin i de nærmeste årene. For å beregne driftsmarginen for 2018 og 2019 benytter vi et gjennomsnitt av driftsmarginen i 2016 og 2017 som utgangspunkt. Grunnen til at vi benytter et gjennomsnitt er at driftsmarginen i 2017 er traillet, og trailingen har en iboende svakhet ved at den er basert på bare ett kvartal. Vi mener en driftsmargin på -7% er et godt estimat på driftsmarginen i 2018 på grunn av de økte kostnadene som følger av en fusjon, samt et vedvarende begrenset ratenivå som omtalt i forrige delkapittel.

I 2019 forventer vi en bedret netto driftsmargin som følge av at selskapet trolig får hentet ut noe av fusjonsgevinsten gjennom sammenslåtte kontorer, lavere lønnskostnader knyttet til administrasjon og bedre innkjøpsavtaler med leverandørene. Common-size-analysen i delkapittel 8.2.2 avdekket hvordan administrasjonskostnader relativt til driftsinntekter er betraktelig høyere i SolstadFarstad sammenlignet med. Dette underbygger forventningen om at det kan være rom for å ta ut fusjonsgevinster knyttet til driftsmargin. Samtidig forventer vi at netto driftsmargin ikke vil være positiv som følge av tregheten som ligger i å integrere selskapene. Videre er inntjeningen i næringen ventet å ligge på et nivå under normal inntjening, hvilket bidrar til at driftsmarginen til SolstadFarstad ikke blir positiv i 2019.

Etter 2019 mener vi driftsmarginen vil øke for SolstadFarstad. Bakgrunnen for dette er at på dette tidspunktet vil de direkte og indirekte fusjonskostnadene gradvis bli mindre fremtredende. Vi mener at netto driftsmargin i 2022 vil være 17 %, hvilket tilsvarer selskapets aritmetiske gjennomsnitt på driftsmargin i analyseperioden. Ser man vekk fra kriseårene 2015 og 2016 er snittet høyere, som underbygger at driftsmargin på 17 % i 2022 er et realistisk estimat. Hva gjelder driftsmargin i et evighetsperspektiv argumenterer Knivsflå (2017j) for at over tid vil driftsmarginen til selskap innad i en bransje bevege seg mot hverandre. Vi forutsetter dermed at driftsmarginen for SolstadFarstad vil konvergere lineært mot et aritmetisk gjennomsnitt for driftsmargin for bransjen, der kriseårene i 2016 og 2017 er holdt utenom. Tabell 9.5 presenterer våre estimat på netto driftsmargin, og regner tilsvarende ut SolstadFarstads netto driftsresultat ved hjelp av driftsinntektene beregnet i forrige delkapittel.

	2018	2019	2020	2021	M	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	T	2031	2032
Driftsinntekter	4 500	4 700	4 965	5 303	5 727	6 157	6 588	7 016	7 437	7 846	8 238	8 609	8 953	9 311	9 684
Netto driftsmargin	-0,0700	-0,0200	0,0433	0,1067	0,1700	0,1779	0,1858	0,1936	0,2015	0,2094	0,2173	0,2251	0,2330	0,2330	0,2330
Netto driftsresultat	-315	-94	215	566	974	1 095	1 224	1 358	1 499	1 643	1 790	1 938	2 086	2 170	2 256

Tabell 9.5: Netto driftsmargin, 2018-2032

9.4.4 Netto finansiell gjeld

Nivået på SolstadFarstads finansielle gjeld i fremtiden er sentralt i utarbeidelsen av fremtidsregnskapet. Nivået vil ha innvirkning på gjeldskostnader i budsjettperioden både gjennom å representere finansiell gjeld, samt å påvirke selskapets soliditet og tilhørende kapitalkostnad. Størrelsene som behandler finansiell gjeld og kostnad er særlig relevant i vårt tilfelle, da gjeldsstrukturen og –oppbyggingen i næringen har vært av stor betydning, som nevnt i delkapittel 2.1.6. Vi vil i de følgende delkapitlene håndtere finansiell gjeld og eiendeler hver for seg, før netto finansiell gjeld presenteres avslutningsvis.

Finansiell gjeld

Som følge av stor kapitalisering av et høyt ratenivå frem til 2014 har selskapene i offshore service bygget opp stor gjeld. Gjelden består som nevnt i kapittel 2.1.6 både av konvensjonelle banklån med pant i aksjer og fartøy, men også i form av usikrede topplån i obligasjonsmarkedet. Som følge av dette er dagens nivå på finansiell gjeld i forhold til netto driftsandeler svært høyt. Med bakgrunn i argumentasjonen i delkapittelet ovenfor mener vi at dagens gjeldsnivå ikke vil vedvare i tiden fremover. En mer tilbakeholden utlånsvilje fra bankene, samt utsikter til egenkapitalvekst på mellomlang og lang sikt mener vil redusere gjeldandelen fra dagens nivå i 2018, til 82 % i 2022 og til 73,87 % i 2030. Dette tilsvarer SolstadFarstads aritmetiske snitt for finansiell gjeldsdel i analyseperioden, som bidrar til å underbygge denne størrelsen som et realistisk estimat i horisontleddet. Nivået er fremdeles høyt, relativt til hva som er normalt på Oslo Børs (Knivsflå, 2017j). Vi mener at nivået likevel gir et rettviseende bilde av kapitalstrukturen vi forventer i fremtiden. Som følge av at næringen krever svært betydelige investeringer i anleggsmidler vil ikke alle tommelfingerregler vedrørende forholdstall gjelde i selskapets tilfelle, som tidligere omtalt i kapittel 6.

	2018	2019	2020	2021	M	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	T	2031	2032
Netto driftseiendeler	30 654	27 647	26 080	26 033	26 768	27 449	28 063	28 603	29 059	29 422	29 686	29 844	31 038	32 279	33 570
Finansiell gjeldsdel	0,8600	0,8500	0,8399	0,8298	0,8200	0,8099	0,7998	0,7896	0,7795	0,7694	0,7593	0,7492	0,7387	0,7387	0,7387
Finansiell gjeld	26 362	23 500	21 904	21 601	21 950	22 230	22 444	22 586	22 652	22 637	22 540	22 358	22 928	23 845	24 798

Tabell 9.6: Finansiell gjeld, 2018-2032

Tabell 9.6 viser utviklingen i finansiell gjeldsdel, med tilhørende bevegelser i finansiell gjeld. Vi observerer at gjelden øker mindre enn netto driftseiendeler fra 2022. Dette sammenfaller med argumentasjonen i dette og forrige avsnitt og at SolstadFarstad vil øke inntjening uten å gjeldsfinansiere flåteutvidelse.

Finansielle eiendeler

SolstadFarstads finansielle eiendeler har vært utsatt for langt mindre svingninger enn øvrige balanseposter i selskapet. Majoriteten av selskapets balanse består av driftsmidler i form av fartøy, og finansielle eiendeler består i hovedsak av kontanter og kontantekvivalenter. Dermed er det i SolstadFarstads tilfelle å forvente at utviklingen i finansielle eiendeler vil være stabil. Tabell 9.7 viser utviklingen i selskapets finansielle eiendeler.

	2018	2019	2020	2021	M	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	T	2031	2032
Netto driftseiendeler	30 654	27 647	26 080	26 033	26 768	27 449	28 063	28 603	29 059	29 422	29 686	29 844	31 038	32 279	33 570
Finansiell eiendelsdel	0,1156	0,1156	0,1170	0,1184	0,1197	0,1211	0,1225	0,1238	0,1252	0,1266	0,1280	0,1293	0,1307	0,1307	0,1307
Finansielle eiendeler	3 544	3 196	3 051	3 081	3 205	3 324	3 437	3 542	3 639	3 725	3 799	3 860	4 057	4 219	4 388

Tabell 9.7: Finansielle eiendeler, 2018-2032

Finansielle eiendeler i forhold til netto driftseiendeler beveger seg fra dagens nivå i 2017 til et vektet snitt for selskapet over analyseperioden i 2030.

Netto finansiell gjeld

Ved å kombinere informasjonen fra de to foregående delkapitlene får vi et bilde av SolstadFarstads utvikling i netto finansiell gjeld i budsjettperioden:

	2018	2019	2020	2021	M	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	T	2031	2032
Netto driftseiendeler	30 654	27 647	26 080	26 033	26 768	27 449	28 063	28 603	29 059	29 422	29 686	29 844	31 038	32 279	33 570
Finansiell gjeldsdel	0,8600	0,8500	0,8399	0,8298	0,8200	0,8099	0,7998	0,7896	0,7795	0,7694	0,7593	0,7492	0,7387	0,7387	0,7387
Finansiell gjeld	26 362	23 500	21 904	21 601	21 950	22 230	22 444	22 586	22 652	22 637	22 540	22 358	22 928	23 845	24 798
Netto driftseiendeler	30 654	27 647	26 080	26 033	26 768	27 449	28 063	28 603	29 059	29 422	29 686	29 844	31 038	32 279	33 570
Finansiell eiendelsdel	0,1156	0,1156	0,1170	0,1184	0,1197	0,1211	0,1225	0,1238	0,1252	0,1266	0,1280	0,1293	0,1307	0,1307	0,1307
Finansielle eiendeler	3 544	3 196	3 051	3 081	3 205	3 324	3 437	3 542	3 639	3 725	3 799	3 860	4 057	4 219	4 388
Netto finansiell gjeld	22 819	20 304	18 853	18 520	18 745	18 906	19 007	19 044	19 013	18 913	18 741	18 498	18 870	19 625	20 410

Tabell 9.8: Netto finansiell gjeld, 2018-2032

Tabell 9.8 illustrerer hvordan netto finansiell gjeld i selskapet reduseres frem til 2021, før det følger en svak økning frem til 2030. Utviklingen skyldes at finansiell gjeldsdel reduseres, hvilket medfører at finansiell gjeld ikke øker i takt med økning i driftseiendeler. I samme retning bidrar en moderat økning i finansielle eiendeler til å videre begrense veksten i netto finansiell gjeld.

9.4.5 Netto finanskostnader

Med bakgrunn i balansestørrelsene ovenfor vil vi i dette avsnittet beregne SolstadFarstads netto finanskostnader. På samme måte som i forrige delkapittel deles beregningen opp i to deler. Innledningsvis vil selskapets fremtidige finanskostnader beregnes. Deretter vil vi budsjettere fremtidig rentabilitet til finansielle eiendeler og presentere selskapets netto finanskostnader.

Finansiell gjeldsrente

Damodaran (2012) argumenterer for at finansiell gjeldsrente over tid skal tilsvare finansielt gjeldskrav. Med dette som utgangspunkt gir det mest mening å fremskrive selskapets finanskostnader ved å legge gjeldskravet som utregnes i kapittel 10 til grunn som finansiell gjeldsrente. På den måten blir strategisk fordel fra finansiell gjeld lik null i et langt perspektiv.

Kapittel 8 avdekket derimot at dette ikke har vært tilfellet i SolstadFarstad. Over analyseperioden har selskapet hatt en strategisk fordel som følge av at rentekostnadene på deres finansielle gjeld har vært lavere enn tilhørende krav utregnet i kapittel 7. Fordelen har vært av betydelig størrelse, som følge av selskapets store finansielle gjeld. Det vil dermed gi et misvisende bilde av SolstadFarstads finansielle posisjon fremover ved å sette finansiell gjeldsrente lik gjeldskravet. Med selskapets omfattende gjeld vil feilaktig høy gjeldsrente bidra til å gi et kunstig lavt resultat.

Som nevnt i delkapittel 8.3.1 er finansmarkedene i utgangspunktet effisient, der gjeldsrente vil tilsvare kreditors gjeldskrav. Dermed er det utfordrende å argumentere for et motsatt tilfelle enn ovenfor, altså at SolstadFarstad skal ha en betydelig finansieringsfordel i et evighetsperspektiv. Dette ville ha medført en dramatisk reduksjon i gjeldens nåverdi. Tabell 9.9 viser valgene vi har tatt vedrørende finansiell gjeldsrente, samt selskapets finanskostnader utregnet ved hjelp av hovedstolen fra forrige delkapittel:

	2018	2019	2020	2021	M	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	T	2031	2032
Finansiell gjeld	28 333	26 362	23 500	21 904	21 601	21 950	22 230	22 444	22 586	22 652	22 637	22 540	22 358	22 928	23 845
Finansiell gjeldsrente	0,0420	0,0433	0,0446	0,0459	0,0472	0,0485	0,0498	0,0511	0,0524	0,0537	0,0550	0,0562	0,0575	0,0575	0,0575
Finanskostnader	1 190	1 141	1 048	1 005	1 020	1 064	1 107	1 146	1 183	1 215	1 244	1 268	1 286	1 318	1 370

Tabell 9.9: Finanskostnad, 2018-2032

Vi vurderer SolstadFarstads gjeldsrente i 2018 til å være 4,2 %, der renten er lavere enn kravet. Denne renten er et aritmetisk snitt over analyseperiodens seks siste år. Da rentenivå endrer seg over tid vil fokus på de seneste års rentekostnad gi et bedre utgangspunkt for å beregne fremtidig gjeldsrente. Over tid vil renten konvergere mot gjeldskravet på 5,75 % (se utregning av finansielt gjeldskrav i kapittel 10). På denne måten bidrar finansiell gjeldsrente til å gi et rettvise bilde av selskapets finanskostnader i det korte og mellomlange perspektivet, samtidig som finansiell fordel i et evighetsperspektiv settes lik null.

Rentabilitet til finansielle eiendeler

Som tidligere nevnt utgjør selskapets finansielle eiendeler en liten del av balansen. I tillegg har rentabiliteten til eiendelene i et historisk perspektiv ligget forholdsvis nærme kravet, som i kombinasjon med en lav finansiell eiendelsgrad har bidratt til en beskjeden finansiell fordel over tid. På samme måte som for finansiell gjeld kan man argumentere for at rentabilitet over tid vil være lik kravet som stilles eiendelene (Knivsflå, 2017j). Fordelen fra finansielle eiendeler har hatt en lite betydelig rolle for SolstadFarstad i et historisk perspektiv, og vi velger å sette rentabiliteten til eiendelene lik fremtidig finansielt eiendelskrav.

	2018	2019	2020	2021	M	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	T	2031	2032
Finansielle eiendeler	3 758	3 544	3 196	3 051	3 081	3 205	3 324	3 437	3 542	3 639	3 725	3 799	3 860	4 057	4 219
Finansiell eiendelsrentabilitet	0,0128	0,0139	0,0149	0,0158	0,0168	0,0170	0,0179	0,0189	0,0198	0,0208	0,0218	0,0228	0,0237	0,0237	0,0237
Finansinntekter	48	49	47	48	52	54	60	65	70	76	81	86	92	96	100

Tabell 9.10: Finansinntekter, 2018-2032

Netto finanskostnader

Tabell 9.11 kombinerer utregningene fra de to foregående delkapitlene og presenterer selskapets netto finanskostnader:

	2018	2019	2020	2021	M	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	T	2031	2032
Finansiell gjeld	28 333	26 362	23 500	21 904	21 601	21 950	22 230	22 444	22 586	22 652	22 637	22 540	22 358	22 928	23 845
Finansiell gjeldsrente	0,0420	0,0433	0,0446	0,0459	0,0472	0,0485	0,0498	0,0511	0,0524	0,0537	0,0550	0,0562	0,0575	0,0575	0,0575
Finanskostnad	1 190	1 141	1 048	1 005	1 020	1 064	1 107	1 146	1 183	1 215	1 244	1 268	1 286	1 318	1 370
Finansielle eiendeler	3 758	3 544	3 196	3 051	3 081	3 205	3 324	3 437	3 542	3 639	3 725	3 799	3 860	4 057	4 219
Finansiell eiendelsrentabilitet	0,0128	0,0139	0,0149	0,0158	0,0168	0,0170	0,0179	0,0189	0,0198	0,0208	0,0218	0,0228	0,0237	0,0237	0,0237
Finansinntekter	48	49	47	48	52	54	60	65	70	76	81	86	92	96	100
Netto finanskostnader (NFK-NFI)	1 142	1 092	1 000	957	968	1 010	1 047	1 081	1 112	1 140	1 163	1 181	1 194	1 221	1 270

Tabell 9.11: Netto finanskostnader, 2018-2032

SolstadFarstads netto finanskostnader avtar frem til 2021, i hovedsak drevet av en redusert gjeldsbyrde som diskutert i delkapittel 9.4.2. Til tross for en noe økende inntekt fra finansielle eiendeler øker netto finansiell gjeldsrente svakt over hele budsjettperioden. Dette er drevet frem av forventet økning i risikofri rente i det lange løp, samt at selskapets gjeldsrente er satt til å konvergere mot det noe høyere gjeldskravet i 2030.

9.4.6 Minoritetsdel

Per dags dato er minoritetsandelen i SolstadFarstad av beskjedent betydning. Videre er det ingen tydelig historisk trend som det vil være hensiktsmessig å fremskrive. Andelen har historisk fluktuert kraftig opp og ned, som følge av tidligere transaksjoner med minoriteter i de fusjonerte selskapene. Å spekulere i den fremtidige minoritetsandelen i et nylig fusjonert konsern vil ha lite for seg. Det vil om noe tilføre analysen mer støy enn verdi. Med bakgrunn i dette velger vi å la minoritetsandelen gå lineært fra dagens nivå i 2018 til 0 i horisontleddet. Tabell 9.12 viser utviklingen i minoritetsandelen og tilsvarende utvikling i minoritetsinteresser:

	2018	2019	2020	2021	M	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	T	2031	2032
Netto driftseiendeler	30 654	27 647	26 080	26 033	26 768	27 449	28 063	28 603	29 059	29 422	29 686	29 844	31 038	32 279	33 570
Minoritetsdel	0,0018	0,0017	0,0015	0,0014	0,0012	0,0011	0,0009	0,0008	0,0006	0,0005	0,0003	0,0002	0,0000	0,0000	0,0000
Minoritetsinteresser	56	46	40	36	33	29	26	22	18	13	9	5			

Tabell 9.12: Minoritetsinteresser, 2018-2032

9.4.7 Netto minoritetsrentabilitet

Kapittel 8 avdekket et avvik mellom kravet og rentabiliteten til minoritetsinteressene. Avvik mellom disse størrelsene vil medføre at minoritetsinteressene blir over eller –undervurdert. I vårt tilfelle er minoritetsinteressen overvurdert. Det vil være urimelig å anta at denne differansen vil utlignes umiddelbart i budsjettperioden. Vi benytter tilsvarende tilnærming som ved behandlingen av finansiell gjeldsrente: rentabiliteten til minoritetsinteressene vil konvergere fra dagens nivå i 2018 mot kravet i horisontleddet. Tabell 9.13 viser utviklingen i netto minoritetsresultat.

	2018	2019	2020	2021	M	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	T	2031	2032
Minoritetsinteresser	59	56	46	40	36	33	29	26	22	18	13	9	5		
Minoritetsrentabilitet	0,0940	0,0952	0,0964	0,0976	0,0987	0,0999	0,1011	0,1023	0,1034	0,1046	0,1058	0,1070	0,1082	0,1082	0,1082
Netto minoritetsresultat	6	5	4	4	4	3	3	3	2	2	1	1			

Tabell 9.13: Netto minoritetsresultat, 2018-2032

Som følge av ekstrem minoritetsrentabilitet i 2017 er startpunktet i 2018 korrigert med et strategisk fordel-element som ikke er påvirket av 2017. Dette er gjort ved å beregne et gjennomsnitt av strategisk fordel fra minoritetsinteressene gjennom analyseperioden, 2017 holdt utenom.

9.5 Fremtidsregnskap

Med bakgrunn i samtlige størrelser utregnet ovenfor kan vi presentere SolstadFarstads fremtidsregnskap. I de følgende avsnittene vil vi presentere selskapets fremtidsregnskap, fremtidsbalanse og fremtidskontantstrøm.

9.5.1 Fremtidsregnskap

Tabell 9.14 viser selskapets fremtidsregnskap. Det er verdt å understreke at samtlige unormale poster estimeres å være lik null i fremtiden. På den måten forholder regnskapet seg kun til fremtidige størrelser relatert til normal drift i fremtiden.

	2017T	2018	2019	2020	2021	M	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	T	2031	2032
Driftsinntekter	4 768	4 500	4 700	4 965	5 303	5 727	6 157	6 588	7 016	7 437	7 846	8 238	8 609	8 953	9 311	9 684
Netto driftsresultat	-666	-315	-94	215	566	974	1 095	1 224	1 358	1 499	1 643	1 790	1 938	2 086	2 170	2 256
Netto finansinntekter	175	48	49	47	48	52	54	60	65	70	76	81	86	92	96	100
Nettoresultat til syssellatt kapital	-492	-267	-45	263	614	1 025	1 150	1 283	1 423	1 569	1 718	1 871	2 025	2 178	2 266	2 356
Netto finanskostnader	1 309	1 190	1 141	1 048	1 005	1 020	1 064	1 107	1 146	1 183	1 215	1 244	1 268	1 286	1 318	1 370
Netto minoritetsresultat	-4	6	5	4	4	4	3	3	3	2	2	1	1			
Nettoresultat til egenkapital	-1 797	-1 462	-1 192	-790	-395	2	82	174	274	384	501	626	756	892	948	986
Unormalt driftsresultat	-528	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Unormalt finansresultat	1 757	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Unormalt minoritetsresultat		0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Fullstendig nettoresultat	-568	-1 462	-1 192	-790	-395	2	82	174	274	384	501	626	756	892	948	986
Netto betalt utbytte	-2 817	-1 371	-709	-680	-685	-511	-441	-344	-232	-106	33	186	350	66	462	480
Endring egenkapital	2 249	-92	-482	-110	290	514	523	517	507	490	468	440	406	826	487	506

Tabell 9.14: Fremtidsresultat, 2017-2032

9.5.2 Fremtidsbalanse

Tabell 9.15 og tabell 9.16 presenterer selskapets sysselsatt kapital fremtidsbalanse i budsjettperioden, før fremtidsbalanse for netto driftskapital følger.

	2017T	2018	2019	2020	2021	M	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	T	2031	2032
Netto driftseiendeler	32 506	30 654	27 647	26 080	26 033	26 768	27 449	28 063	28 603	29 059	29 422	29 686	29 844	31 038	32 279	33 570
Finansielle eiendeler	3 758	3 544	3 196	3 051	3 081	3 205	3 324	3 437	3 542	3 639	3 725	3 799	3 860	4 057	4 219	4 388
Sysselsatte eiendeler	36 264	34 198	30 843	29 131	29 114	29 973	30 773	31 501	32 146	32 697	33 147	33 485	33 704	35 095	36 499	37 959
Egenkapital	7 871	7 779	7 297	7 187	7 477	7 991	8 513	9 031	9 538	10 028	10 496	10 935	11 341	12 167	12 654	13 160
Minoritetsinteresser	59	56	46	40	36	33	29	26	22	18	13	9	5			
Finansiell gjeld	28 333	26 362	23 500	21 904	21 601	21 950	22 230	22 444	22 586	22 652	22 637	22 540	22 358	22 928	23 845	24 798
Sysselsatt kapital	36 264	34 198	30 843	29 131	29 114	29 973	30 773	31 501	32 146	32 697	33 147	33 485	33 704	35 095	36 499	37 959

Tabell 9.15. Sysselsatt kapital, 2017-2032

	2017T	2018	2019	2020	2021	M	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	T	2031	2032
Netto driftseiendeler	32 506	30 654	27 647	26 080	26 033	26 768	27 449	28 063	28 603	29 059	29 422	29 686	29 844	31 038	32 279	33 570
Egenkapital	7 871	7 779	7 297	7 187	7 477	7 991	8 513	9 031	9 538	10 028	10 496	10 935	11 341	12 167	12 654	13 160
Minoritetsinteresser	59	56	46	40	36	33	29	26	22	18	13	9	5			
Netto finansiell gjeld	24 575	22 819	20 304	18 853	18 520	18 745	18 906	19 007	19 044	19 013	18 913	18 741	18 498	18 870	19 625	20 410
Netto driftskapital	32 506	30 654	27 647	26 080	26 033	26 768	27 449	28 063	28 603	29 059	29 422	29 686	29 844	31 038	32 279	33 570

Tabell 9.16: Netto driftskapital, 2017-2032

9.5.3 Fremtidig kontantstrøm

Tabell 9.17 viser SolstadFarstads fremtidige kontantstrømoppstilling.

	2017T	2018	2019	2020	2021	M	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	T	2031	2032
Netto driftsresultat	-666	-315	-94	215	566	974	1 095	1 224	1 358	1 499	1 643	1 790	1 938	2 086	2 170	2 256
Unormalt netto driftsresultat	-528	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
ΔNetto driftseiendeler	704	-1 852	-3 007	-1 567	-47	736	680	615	540	456	363	264	158	1 194	1 242	1 291
Fri kontantstrøm fra drift	-1 899	1 537	2 913	1 782	613	238	415	609	819	1 043	1 279	1 526	1 780	892	928	965
Netto finansinntekter	175	48	49	47	48	52	54	60	65	70	76	81	86	92	96	100
Unormale finansinntekter	1 830	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
ΔFinansielle eiendeler	-107	-214	-348	-145	30	124	119	113	105	96	86	74	61	197	162	169
Fri kontantstrøm til sysselsatt	213	1 799	3 310	1 975	631	166	350	555	778	1 017	1 269	1 533	1 805	787	862	897
Netto finanskostnader	1 309	1 190	1 141	1 048	1 005	1 020	1 064	1 107	1 146	1 183	1 215	1 244	1 268	1 286	1 318	1 370
Unormale finanskostnader	73	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
ΔFinansiell gjeld	-1 774	-1 971	-2 862	-1 596	-303	349	280	214	142	66	-15	-97	-182	569	917	954
Netto minoritetsresultat	-4	6	5	4	4	4	3	3	3	2	2	1	1			
Unormalt minoritetsresultat		0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
ΔMinoritetsinteresser	122	-3	-10	-7	-4	-3	-3	-4	-4	-4	-4	-4	-4	-5		
Fri kontantstrøm til egenkapital	-2 817	-1 371	-709	-680	-685	-511	-441	-344	-232	-106	33	186	350	66	462	480

Tabell 9.17: Kontantstrøm, 2017-2032

10. Fremtidskrav og strategisk analyse

Vi vil i dette kapittelet regne ut fremtidskrav. Fremtidskravene vil bli benyttet som diskonteringsrente i kapittel 11 for å finne estimert egenkapitalverdi. Vi vil i det følgende beregne egenkapital- og minoritetskrav, krav til finansielle eiendeler og gjeld, samt selskapskrav. Til slutt i kapittelet vil vi vurdere strategisk fordel og superprofitt for SolstadFarstad i fremtiden. Teorien bak kravene og fremgangsmåten for å beregne kravene ble gjennomgått i kapittel 7, og vi vil dermed ikke presentere dette på nytt. Til forskjell fra kapittel 7 og 8 vil vi i kapittel 10 beregne krav basert på inngående, ikke gjennomsnittlige, størrelser. Dette er nødvendig for å sikre en konsistent neddiskontering av fremtidige kontantstrømmer relativt til fremtidige kapitalbaser. Ved neddiskonteringen i kapittel 11 vil vi derimot legge fundamentalverdier til grunn der hvor vi mener disse avviker fra balanseførte størrelser.

10.1 Egenkapital- og minoritetskrav

Vi beregner egenkapital- og minoritetskrav basert på kapitalverdimodellen. Vi må dermed estimere risikofri rente, markedsrisikopremie, egenkapitalbeta og illikviditetspremie for budsjettperioden.

10.1.1 Risikofri rente

Som i kapittel 7 benytter vi også her 10-årige norske statsobligasjoner som utgangspunkt for å beregne risikofri rente. Vi benytter den siste tilgjengelige kursen på 10-årig statsobligasjon som estimat på risikofri rente i 2018. Selv om det kan diskuteres hvorvidt det gjelder i praksis, legger vi til grunn at risikofri rente over tid vil bevege seg mot en normalrente (Willem van den End, 2011). Vi forutsetter at dette vil inntreffe i steady state, altså år 2030. For å beregne normalrenten velger vi å ta gjennomsnittet av kursen på 10-årige statsobligasjoner for de 20 siste årene. Videre vektlegger vi denne gjennomsnittskursen med $\frac{3}{4}$ og dagens 10-årige kurs med $\frac{1}{4}$. Selskapsskatten blir satt ned til 23 % for 2018, og det er per nå ikke kommet noen indikasjoner på ytterligere nedsettelse. Vi legger dermed til grunn 23 % selskapsskatt for hele budsjettperioden. Risikofri rente etter skatt for budsjettperioden presenteres i tabell 10.1.

	2018	2019	2020	2021	M	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	T	2031	2032
Risikofri rente	1,66 %	1,83 %	1,98 %	2,14 %	2,29 %	2,43 %	2,58 %	2,72 %	2,86 %	3,01 %	3,15 %	3,29 %	3,44 %	3,44 %	3,44 %
Risikofri rente etter skatt	1,28 %	1,41 %	1,53 %	1,65 %	1,76 %	1,87 %	1,98 %	2,09 %	2,21 %	2,32 %	2,43 %	2,54 %	2,65 %	2,65 %	2,65 %

Tabell 10.1: Risikofri rente, 2018-2032

10.1.2 Markedsrisikopremie

Markedets risikopremie forutsettes at ligger fast gjennom budsjettperioden. Vi beregnet risikopremien til å være 5,36 % i kapittel 7. Dette velger vi å justere med Damodarans (2017) anslag på fremtidig markedsrisikopremie for Norge på 4,8 og Thore Johnsens anslag på 4,5 (Knivsflå, 2017k). Vi vekter vårt eget anslag med 2/3, Thore Johnsens anslag med 1/9 og Damodarans anslag med 2/9. Vi beregner da markedsrisikopremien for budsjettperioden til å være 5,16 %.

10.1.3 Egenkapitalbeta

Gitt at et selskap ikke har store krisekostnader, er verdien av selskapet uavhengig av kapitalstrukturen (Miller & Modigliani, 1958). Av dette følger at netto driftsbeta er lik over tid. I utgangspunktet legger vi denne forutsetningen til grunn når vi skal beregne egenkapitalbetaen. Netto driftsbeta ble i kapittel 7 estimert til 0,3897, og vi benytter denne i videre beregninger. Egenkapitalbetaen regnes residualt jf. fremgangsmåten som ble presentert i kapittel 7. Netto finansiell gjeldsbeta som ligger til grunn i beregningen i tabell 10.2, beregnes i kapittel 10.2.4. Egenkapitalbetaen legges til grunn i beregning av første verdiestimat på egenkapitalen, men vil bli gjenstand for diskusjon i konvergeringsprosessen i kapittel 11.

	2018	2019	2020	2021	M	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	T	2031	2032
β (Egenkapital)	1,5337	1,4648	1,4104	1,3526	1,2995	1,2663	1,2200	1,1771	1,1371	1,0997	1,0648	1,0320	1,0012	0,9713	0,9713
Egenkapitalvekt	0,2440	0,2556	0,2656	0,2771	0,2886	0,2997	0,3112	0,3227	0,3342	0,3457	0,3572	0,3687	0,3802	0,3920	0,3920
β (Netto finansiell gjeld)	0,0206	0,0206	0,0206	0,0206	0,0207	0,0145	0,0145	0,0146	0,0146	0,0146	0,0146	0,0146	0,0147	0,0147	0,0147
Netto finansiell gjeldsvekt	0,7560	0,7444	0,7344	0,7229	0,7114	0,7003	0,6888	0,6773	0,6658	0,6543	0,6428	0,6313	0,6198	0,6080	0,6080
β (Netto drift)	0,3897	0,3897	0,3897	0,3897	0,3897	0,3897	0,3897	0,3897	0,3897	0,3897	0,3897	0,3897	0,3897	0,3897	0,3897

Tabell 10.2: Netto driftsbeta, 2018-2032

10.1.4 Illikviditetspremie

Vi velger å ikke legge inn en illikviditetspremie for majoritetseierne med samme begrunnelse som i kapittel 7. For minoritetsinteressene legger vi inn en illikviditetspremie på 3 %.

10.1.5 Egenkapital- og minoritetskrav

Basert på de foregående beregningene kan vi beregne egenkapitalkravet for budsjettperioden. Av tabell 10.3 ser vi egenkapitalkravet beveger seg fra 9,2 % i 2018 til 7,82 % i 2030. Egenkapitalkravet vil ligge til grunn som diskonteringsrente i egenkapitalmodellen i kapittel 11. Minoritetskravet presenteres i tabell 10.4.

	2018	2019	2020	2021	M	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	T	2031	2032
Risikofri rente	0,0128	0,0141	0,0153	0,0165	0,0176	0,0187	0,0198	0,0209	0,0221	0,0232	0,0243	0,0254	0,0265	0,0265	0,0265
β (Egenkapital)	1,5337	1,4648	1,4104	1,3526	1,2995	1,2663	1,2200	1,1771	1,1371	1,0997	1,0648	1,0320	1,0012	0,9713	0,9713
Markedsrisikopremie	0,0516	0,0516	0,0516	0,0516	0,0516	0,0516	0,0516	0,0516	0,0516	0,0516	0,0516	0,0516	0,0516	0,0516	0,0516
Egenkapitalkrav	0,0920	0,0897	0,0881	0,0863	0,0847	0,0841	0,0828	0,0817	0,0807	0,0799	0,0792	0,0786	0,0782	0,0766	0,0766

Tabell 10.3: Egenkapitalkrav, 2018-2032

	2018	2019	2020	2021	M	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	T	2031	2032
Egenkapitalkrav	0,0920	0,0897	0,0881	0,0863	0,0847	0,0841	0,0828	0,0817	0,0807	0,0799	0,0792	0,0786	0,0782	0,0766	0,0766
likviditetspremie	0,0300	0,0300	0,0300	0,0300	0,0300	0,0300	0,0300	0,0300	0,0300	0,0300	0,0300	0,0300	0,0300	0,0300	0,0300
Minoritetskrav	0,1220	0,1197	0,1181	0,1163	0,1147	0,1141	0,1128	0,1117	0,1107	0,1099	0,1092	0,1086	0,1082	0,1066	0,1066

Tabell 10.4: Minoritetskrav, 2018-2032

10.2 Finansielle krav

Vi vil i dette kapittelet beregne de finansielle kravene. For å beregne de finansielle kravene må vi finne kredittrisikopremien for budsjettperioden. Denne baserer seg på ratingen til selskapet. Vi starter dermed med å utarbeide en syntetisk rating for budsjettperioden.

10.2.1 Syntetisk rating

I beregningen av syntetisk rating er det to utfordringer som melder seg. Den ene er at vi i fremtidsregnskapet ikke utarbeider et estimat på omløpsmidler og kortsiktig gjeld, dette gjør at vi heller ikke får beregnet likviditetsgrad 1 for analyseperioden. Vi har derfor valgt å sette likviditetsgrad 1 i 2018 lik likviditetsgrad 1 i 2017. Videre forutsetter vi at likviditetsgrad 1 vil bevege seg lineært mot det historiske gjennomsnittet for likviditetsgrad 1.

For å beregne rentedeckningsgraden må vi først beregne finansiell eiendelsrentabilitet. Vi forutsetter her at finansiell eiendelsrentabilitet i budsjettperioden er lik finansielt eiendelskrav. Beregningen av dette kravet baserer seg på kredittrisikopremien, som igjen baserer seg på ratingen. Vi beregner derfor den syntetiske ratingen uten rentedeckningsgraden. Vi oppdaterer så ratingen etter vi har beregnet finansielle inntekter for perioden. Som nevnt i kapittel 9 forutsetter vi at finansiell gjeldsrente fraviker fra finansielt gjeldskrav. Endringer i finansielt

gjeldskrav vil dermed ikke påvirke rentedekningsgraden, og vi trenger derfor ikke oppdatere ratingen av hensyn til finansiell gjeldsrente.

Beregningen av syntetisk rating for budsjettperioden vises i tabell 10.5.

	2018	2019	2020	2021	M	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	T	2031	2032
Likviditetsgrad 1	1,9574	1,9181	1,8788	1,8395	1,8002	1,7609	1,7216	1,6824	1,6431	1,6038	1,5645	1,5252	1,4859	1,4859	1,4859
lg1 rating	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB
Rentedekningsgrad	-0,2242	-0,0392	0,2506	0,6108	1,0057	1,0800	1,1595	1,2416	1,3264	1,4138	1,5040	1,5970	1,6939	1,7197	1,7197
rdg rating	CCC	CCC	CCC	B	B	BB	BB	BB	BB	BB	BB	BB	BBB	BBB	BBB
Egenkapitalprosent	0,2155	0,2259	0,2349	0,2453	0,2556	0,2657	0,2760	0,2864	0,2967	0,3071	0,3175	0,3278	0,3382	0,3489	0,3489
ekp rating	B	B	B	B	B	B	BB	BB	BB	BB	BB	BB	BB	BB	BB
Netto driftsrentabilitet	-0,0097	-0,0031	0,0078	0,0217	0,0374	0,0409	0,0446	0,0484	0,0524	0,0565	0,0608	0,0653	0,0699	0,0699	0,0699
ndr rating	CC	CC	CCC	CCC	B	B	B	B	B	BB	BB	BB	BB	BB	BB
Gjennomsnittrating	B	B	B	B	B	BB	BB	BB	BB	BB	BB	BB	BB	BB	BB

Tabell 10.5: Syntetisk rating, 2018-2032

10.2.2 Finansielt gjeldskrav

Basert på ratingen kan vi nå beregne finansielt gjeldskrav. Finansielt gjeldskrav presenteres i tabell 10.6. Vi ser at både ulik rating og endringer i risikofri rente over budsjettperioden påvirker gjeldskravet.

	2018	2019	2020	2021	M	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	T	2031	2032
Risikofri rente	0,0128	0,0141	0,0153	0,0165	0,0176	0,0187	0,0198	0,0209	0,0221	0,0232	0,0243	0,0254	0,0265	0,0265	0,0265
Kreditrisikopremie	0,0440	0,0440	0,0440	0,0440	0,0440	0,0310	0,0310	0,0310	0,0310	0,0310	0,0310	0,0310	0,0310	0,0310	0,0310
Finansielt gjeldskrav	0,0568	0,0581	0,0593	0,0605	0,0616	0,0497	0,0508	0,0519	0,0531	0,0542	0,0553	0,0564	0,0575	0,0575	0,0575

Tabell 10.6: Finansielt gjeldskrav, 2018-2032

I tabell 10.7 vises utregningen av finansiell gjeldsbeta:

	2018	2019	2020	2021	M	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	T	2031	2032
Markedsrisikodel	0,0212	0,0212	0,0212	0,0212	0,0212	0,0212	0,0212	0,0212	0,0212	0,0212	0,0212	0,0212	0,0212	0,0212	0,0212
Kreditrisikopremie	0,0440	0,0440	0,0440	0,0440	0,0440	0,0310	0,0310	0,0310	0,0310	0,0310	0,0310	0,0310	0,0310	0,0310	0,0310
Markedsrisikopremie	0,0516	0,0516	0,0516	0,0516	0,0516	0,0516	0,0516	0,0516	0,0516	0,0516	0,0516	0,0516	0,0516	0,0516	0,0516
β(Finansiell gjeld)	0,0181	0,0181	0,0181	0,0181	0,0181	0,0127	0,0127	0,0127	0,0127	0,0127	0,0127	0,0127	0,0127	0,0127	0,0127

Tabell 10.7: Finansiell gjeldsbeta, 2018-2032

10.2.3 Finansielt eiendelskrav

Vi beregner ikke de ulike eiendelsvektene eksplisitt i fremtidsregnskapet. For å beregne eiendelskravet har vi derfor satt de ulike vektene i 2018 lik tallene for 2017. Vi forutsetter at vektene i 2030 blir lik historisk vektete gjennomsnittstall. I perioden fra 2018 forutsetter vi at tallene beveger seg lineært mot tallene i 2030. Finansielt eiendelskrav presenteres i tabell 10.8.

	2018	2019	2020	2021	M	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	T	2031	2032
Kontantkrav	0,0128	0,0141	0,0153	0,0165	0,0176	0,0187	0,0198	0,0209	0,0221	0,0232	0,0243	0,0254	0,0265	0,0265	0,0265
Kontantvekt	0,7411	0,7452	0,7493	0,7533	0,7574	0,7615	0,7656	0,7696	0,7737	0,7778	0,7818	0,7859	0,7900	0,7900	0,7900
Fordringskrav	0,0528	0,0541	0,0553	0,0565	0,0576	0,0457	0,0468	0,0479	0,0491	0,0502	0,0513	0,0524	0,0535	0,0535	0,0535
Fordringsvekt	0,0627	0,0615	0,0604	0,0592	0,0580	0,0569	0,0557	0,0546	0,0534	0,0522	0,0511	0,0499	0,0487	0,0487	0,0487
Investeringskrav	0,0644	0,0657	0,0669	0,0681	0,0693	0,0704	0,0715	0,0726	0,0737	0,0748	0,0759	0,0770	0,0781	0,0781	0,0781
Investeringsvekt	0,0007	0,0009	0,0011	0,0013	0,0015	0,0016	0,0018	0,0020	0,0022	0,0024	0,0025	0,0027	0,0029	0,0029	0,0029
Finansielt eiendelskrav	0,0128	0,0139	0,0149	0,0158	0,0168	0,0170	0,0179	0,0189	0,0198	0,0208	0,0218	0,0228	0,0237	0,0237	0,0237

Tabell 10.8: Finansielt eiendelskrav, 2018-2032

I tabell 10.9 vises utregningen av finansiell eiendelsbeta.

	2018	2019	2020	2021	M	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	T	2031	2032
β (Kontanter)	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
Kontantvekt	0,7411	0,7452	0,7493	0,7533	0,7574	0,7615	0,7656	0,7696	0,7737	0,7778	0,7818	0,7859	0,7900	0,7900	0,7900
β (Fordringer)	0,0164	0,0164	0,0164	0,0164	0,0164	0,0111	0,0111	0,0111	0,0111	0,0111	0,0111	0,0111	0,0111	0,0111	0,0111
Fordringsvekt	0,0627	0,0615	0,0604	0,0592	0,0580	0,0569	0,0557	0,0546	0,0534	0,0522	0,0511	0,0499	0,0487	0,0487	0,0487
β (Investeringer)	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000
Investeringsvekt	0,0007	0,0009	0,0011	0,0013	0,0015	0,0016	0,0018	0,0020	0,0022	0,0024	0,0025	0,0027	0,0029	0,0029	0,0029
β(Finansielle eiendeler)	0,0018	0,0019	0,0021	0,0023	0,0024	0,0023	0,0024	0,0026	0,0028	0,0029	0,0031	0,0033	0,0034	0,0034	0,0034

Tabell 10.9: Finansiell eiendelsbeta, 2018-2032

10.2.4 Netto finansielt gjeldskrav

For å beregne kravet til netto finansiell gjeld venter vi kravene til finansiell gjeld og finansielle eiendeler med de respektive vektene. Vektene er som nevnt innledningsvis i kapittelet basert på inngående balansestørrelser, og følgelig vil kravet først være i steady state i 2031. Netto finansielle gjeldskrav presenteres i tabell 10.10.

	2018	2019	2020	2021	M	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	T	2031	2032
Finansielt gjeldskrav	0,0568	0,0581	0,0593	0,0605	0,0616	0,0497	0,0508	0,0519	0,0531	0,0542	0,0553	0,0564	0,0575	0,0575	0,0575
Finansiell gjeldsvekt	1,1529	1,1553	1,1574	1,1618	1,1664	1,1710	1,1758	1,1808	1,1860	1,1914	1,1969	1,2027	1,2087	1,2150	1,2150
Finansielt eiendelskrav	0,0128	0,0139	0,0149	0,0158	0,0168	0,0170	0,0179	0,0189	0,0198	0,0208	0,0218	0,0228	0,0237	0,0237	0,0237
Finansiell eiendelsvekt	0,1529	0,1553	0,1574	0,1618	0,1664	0,1710	0,1758	0,1808	0,1860	0,1914	0,1969	0,2027	0,2087	0,2150	0,2150
Netto finansielt gjeldskrav	0,0635	0,0650	0,0663	0,0677	0,0691	0,0553	0,0566	0,0579	0,0592	0,0605	0,0619	0,0632	0,0645	0,0647	0,0647

Tabell 10.10: Netto finansielt eiendelskrav, 2018-2032

I tabell 10.11 vises utregning av netto finansiell gjeldsbeta. Denne benyttes i beregningen av egenkapitalbetaen i kapittel 10.1.3.

	2018	2019	2020	2021	M	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	T	2031	2032
Finansiell gjeldsvekt	1,1529	1,1553	1,1574	1,1618	1,1664	1,1710	1,1758	1,1808	1,1860	1,1914	1,1969	1,2027	1,2087	1,2150	1,2150
β (Finansiell gjeld)	0,0181	0,0181	0,0181	0,0181	0,0181	0,0127	0,0127	0,0127	0,0127	0,0127	0,0127	0,0127	0,0127	0,0127	0,0127
Finansiell eiendelsvekt	0,1529	0,1553	0,1574	0,1618	0,1664	0,1710	0,1758	0,1808	0,1860	0,1914	0,1969	0,2027	0,2087	0,2150	0,2150
β (Finansielle eiendeler)	0,0018	0,0019	0,0021	0,0023	0,0024	0,0023	0,0024	0,0026	0,0028	0,0029	0,0031	0,0033	0,0034	0,0034	0,0034
β(Netto finansiell gjeld)	0,0206	0,0206	0,0206	0,0206	0,0207	0,0145	0,0145	0,0146	0,0146	0,0146	0,0146	0,0146	0,0147	0,0147	0,0147

Tabell 10.11: Netto finansiell gjeldsbeta, 2018-2032

10.3 Netto driftskrav

Netto driftskrav vil ligge til grunn som diskonteringsrente i selskapskapitalmodellen i kapittel 11. Netto driftskrav finnes ved å vekte kravene til de ulike kildene, altså gjennom å vekte egenkapital-, minoritets og netto finansielt gjeldskrav med sine respektive vekter. Netto driftskrav presenteres i tabell 10.12. Netto driftskrav er i 2018 7,05 %, mens det i steady state i 2031 er 6,94 %.

	2018	2019	2020	2021	M	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	T	2031	2032
Egenkapitalkrav	0,0920	0,0897	0,0881	0,0863	0,0847	0,0841	0,0828	0,0817	0,0807	0,0799	0,0792	0,0786	0,0782	0,0766	0,0766
Egenkapitalvekt	0,2421	0,2538	0,2639	0,2756	0,2872	0,2985	0,3102	0,3218	0,3334	0,3451	0,3567	0,3684	0,3800	0,3920	0,3920
Minoritetskrav	0,1220	0,1197	0,1181	0,1163	0,1147	0,1141	0,1128	0,1117	0,1107	0,1099	0,1092	0,1086	0,1082	0,1066	0,1066
Minoritetsvekt	0,0018	0,0018	0,0017	0,0015	0,0014	0,0012	0,0011	0,0009	0,0008	0,0006	0,0005	0,0003	0,0002	0,0000	0,0000
Netto finansielt gjeldskrav	0,0635	0,0650	0,0663	0,0677	0,0691	0,0693	0,0688	0,0677	0,0665	0,0653	0,0642	0,0632	0,0622	0,0607	0,0607
Netto finansiell gjeldsvekt	0,7560	0,7444	0,7344	0,7229	0,7114	0,7003	0,6888	0,6773	0,6658	0,6543	0,6428	0,6313	0,6198	0,6080	0,6080
Netto driftskrav	0,0705	0,0713	0,0721	0,0729	0,0736	0,0640	0,0648	0,0656	0,0664	0,0673	0,0681	0,0689	0,0697	0,0694	0,0694

Tabell 10.12: Netto driftskrav, 2018-2032

10.4 Strategisk fordel

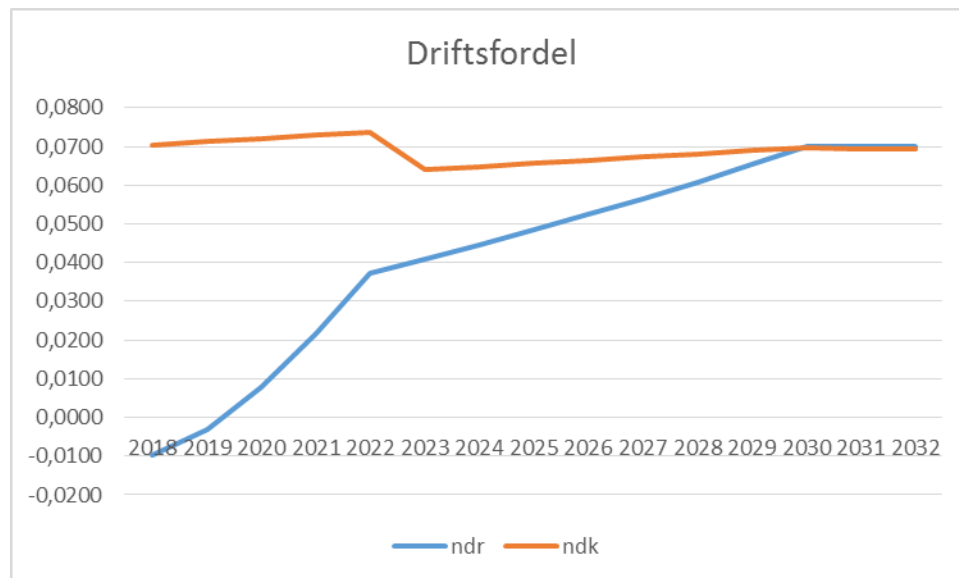
Som vi så i kapittel 8 har SolstadFarstad hatt en strategisk ulempe de siste årene. Som vi ser av tabell 10.13 at denne ulempen er vedvarende frem til og med år 2029, gitt at det ikke forekommer hendelser av unormal karakter – noe modellen vår ikke tar hensyn til. Netto driftsrentabilitet er lavere enn netto driftskrav til og med 2029, noe som tilsier at vi forventer at SolstadFarstad kommer til å ha en ren driftsulempen frem til steady state. Dette kommer som følge av en økning i netto driftsmargin jevnt over analyseperioden. Driftsulempen forsterkes av gearingen.

På en annen side forventer vi at SolstadFarstad kommer til å ha en finansieringsfordel. Grunnen til dette er at netto finansiell gjeldsrente er lavere enn netto finansielt gjeldskrav. Denne fordelingen er størst i starten av analyseperioden og konvergerer mot 0 gjennom analyseperioden. Vi forutsetter at kredittmarkedet over tid er effisient, og dermed at kreditorene over tid vil la renten gå mot kravet. Som vi diskuterte i kapittel 9 forventer vi at minoritetsinteressene vil bevege seg mot 0 over analyseperioden. Vi forventer derfor også at finansieringsfordelen SolstadFarstad oppnår ved å ha minoritetsinteresser vil forsvinne jo nærmere steady state vi kommer.

	2018	2019	2020	2021	M	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	T	2031	2032
Netto driftsrentabilitet	-0,0097	-0,0031	0,0078	0,0217	0,0374	0,0409	0,0446	0,0484	0,0524	0,0565	0,0608	0,0653	0,0699	0,0699	0,0699
Netto driftskrav	0,0705	0,0713	0,0721	0,0729	0,0736	0,0640	0,0648	0,0656	0,0664	0,0673	0,0681	0,0689	0,0697	0,0694	0,0694
Ren driftsfordel	-0,0802	-0,0744	-0,0643	-0,0512	-0,0362	-0,0231	-0,0202	-0,0172	-0,0141	-0,0107	-0,0072	-0,0036	0,0002	0,0005	0,0005
Gearing	3,1297	2,9404	2,7888	2,6267	2,4816	2,3499	2,2242	2,1075	1,9990	1,8978	1,8032	1,7146	1,6314	1,5509	1,5509
Gearingfordel	-0,2510	-0,2188	-0,1794	-0,1346	-0,0899	-0,0543	-0,0450	-0,0363	-0,0281	-0,0204	-0,0131	-0,0062	0,0003	0,0008	0,0008
Driftsfordel	-0,3312	-0,2932	-0,2437	-0,1857	-0,1262	-0,0773	-0,0652	-0,0535	-0,0421	-0,0311	-0,0203	-0,0098	0,0005	0,0013	0,0013
nfg-r-nfgk	0,0170	0,0171	0,0170	0,0169	0,0168	0,0015	0,0012	0,0010	0,0008	0,0006	0,0004	0,0001	0,0000	0,0000	0,0000
Netto gjeldsvekt	3,1222	2,9332	2,7825	2,6232	2,4769	2,3459	2,2208	2,1047	1,9967	1,8961	1,8019	1,7138	1,6310	1,5509	1,5509
FFNFG	0,0532	0,0501	0,0473	0,0444	0,0417	0,0034	0,0028	0,0022	0,0016	0,0011	0,0007	0,0003	-0,0001	0,0000	0,0000
Minoritetskrav	0,1220	0,1197	0,1181	0,1163	0,1147	0,1141	0,1128	0,1117	0,1107	0,1099	0,1092	0,1086	0,1082	0,1066	0,1066
Minoritetsrentabilitet	0,0940	0,0952	0,0964	0,0976	0,0987	0,0999	0,1011	0,1023	0,1034	0,1046	0,1058	0,1070	0,1082	0,1082	0,1082
Minoritetsvekt	0,0075	0,0072	0,0063	0,0055	0,0048	0,0041	0,0034	0,0028	0,0023	0,0018	0,0013	0,0008	0,0004	0,0000	0,0000
Finansieringsfordel min	0,0002	0,0002	0,0001	0,0001	0,0001	0,0001	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
Finansieringsfordel min	0,0534	0,0503	0,0474	0,0445	0,0418	0,0035	0,0028	0,0022	0,0016	0,0011	0,0007	0,0003	-0,0001	0,0000	0,0000
Strategisk fordel	-0,2777	-0,2429	-0,1963	-0,1412	-0,0844	-0,0739	-0,0624	-0,0513	-0,0405	-0,0300	-0,0196	-0,0095	0,0005	0,0013	0,0013

Tabell 10.13: Strategisk fordel, 2018-2032

Figur 10.1 viser utviklingen i ren driftsfordel over analyseperioden. Vi forventer at netto driftsrentabilitet vil være stigende over perioden før den blir konstant i steady state. Netto driftskrav vil øke i takt med økningen i risikofri rente over analyseperioden. I 2022 forventer vi at netto driftskrav vil synke noe. Dette kommer som følge av en nedgang i kredittrisikopremien, dette skyldes en bedre rating. Som vi diskuterte over forventer vi at netto driftsrentabilitet vil være høyere enn netto driftskrav fra år 2030.



Figur 10.1: Driftsfordel, 2018-2032

Tabell 10.14 viser forskjellen mellom egenkapitalrentabilitet og egenkapitalkrav over analyseperioden. Differansen representerer superprofitten for SolstadFarstad, og er lik strategisk fordel presentert i tabell 10.13. Som vi diskuterte i kapittel 4.3.5 har ikke SolstadFarstad noe varig konkurransefortrinn, det er derfor naturlig at superprofitten i steady state er tilnærmet lik null. Like fullt vil superprofitten være positiv i steady state, noe som er

en forutsetning for videre analyse. Dersom superprofitten er negativ i steady state vil ingen investorer ønske å plassere kapital i selskapet. Dette er naturlig da avkastning lavere enn avkastningskrav i et evighetsperspektiv innebærer en forringelse av investors kapital. I lys av at modellen forutsetter at kriteriet om fortsatt drift er oppfylt er det dermed essensielt at superprofitten er positiv i steady state for å sørge for tilstrekkelig avkastning på kapital i et evighetsperspektiv.

	2018	2019	2020	2021	M	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	T	2031	2032
Egenkapitalrentabilitet	-0,1858	-0,1532	-0,1082	-0,0550	0,0003	0,0103	0,0204	0,0304	0,0402	0,0500	0,0596	0,0691	0,0786	0,0779	0,0779
Egenkapitalkrav	0,0920	0,0897	0,0881	0,0863	0,0847	0,0841	0,0828	0,0817	0,0807	0,0799	0,0792	0,0786	0,0782	0,0766	0,0766
Superprofitt	-0,2777	-0,2429	-0,1963	-0,1412	-0,0844	-0,0739	-0,0624	-0,0513	-0,0405	-0,0300	-0,0196	-0,0095	0,0005	0,0013	0,0013

Tabell 10.14: Superprofitt, 2018-2032

11. Fundamental verdsettelse

Vi har til nå både analysert de kvalitative aspektene ved SolstadFarstad og bransjen for øvrig og de underliggende, økonomiske forholdene i SolstadFarstad. Basert på både den kvalitative og kvantitative analysen har vi utarbeidet et fremtidsregnskap presentert i kapittel 9 med tilhørende fremtidskrav i kapittel 10. Basert på dette tallgrunnlaget vil vi nå utarbeide et estimat på egenkapitalen til SolstadFarstad.

Vi vil i dette kapitlet benytte to ulike metoder for å beregne verdien av egenkapitalen, egenkapitalmetoden og selskapskapitalmetoden. Kravene beregnet i kapittel 10 er basert på budsjetterte vekter. Ved å beregne et første estimat på egenkapitalen vil vi få oppdaterte vekter. Vi vil benytte disse vektene til å konvergere verdiestimatene fra egenkapitalmetoden og selskapskapitalmetoden. Til slutt i kapitlet vil vi vurdere usikkerheten til estimatene fra kapittel 9. Basert på denne usikkerheten vil vi vurdere konkurrisikoen i SolstadFarstad. Ved å sammenholde konkurrisikoen med estimert egenkapitalverdi vil vi få et endelig estimat på egenkapitalen basert på fundamental verdsettelse.

11.1 Egenkapitalmetoden

Egenkapitalmetoden er en direkte måte å verdsette egenkapitalen på. Ved å benytte estimerte egenkapitalkrav neddiskonterer man forventede *strømmer* til egenkapitalen. Hvilken strøm man benytter som grunnlag vil avhenge av hvilken modell som ligger til grunn for verdsettelsen. Vi vil benytte fire ulike modeller som alle vil gi samme resultat ved konsistent bruk: utbyttmodellen, fri kontantstrøm-modellen, superprofittmodellen og superprofittvekstmodellen. Grunnen til dette for å være sikker på at vi benytter modellene korrekt, og følgelig at verdiestimatet blir korrekt gitt de kravene vi legger til grunn.

11.1.1 Fri kontantstrøm-modellen

I fri kontantstrøm-modellen estimerer vi egenkapitalverdien ved å neddiskontere den fremtidige kontantstrømmen til egenkapitalen. Verdien av horisontleddet vil bestemmes av veksten i steady state som legges til grunn, i vårt tilfelle 4 %. Fri kontantstrøm-modellen beregnes ved å benytte formelen under.

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

11.1.2 Utbyttmodellen

Utbyttmodellen tar utgangspunkt i forventet fremtidig utbytte. I vår beregning er fri kontantstrøm til egenkapital lik netto betalt utbytte, og følgelig vil beregningen av utbyttmodellen og fri kontantstrøm-modellen være lik. Formelen for å beregne verdien til egenkapitalen etter utbyttmodellen vises under. I modellen er NBU lik FKE fra modellen over.

$$VEK_0 = \sum_{t=1}^T \frac{NBU_t}{(1 + ekk_1) * \dots * (1 + ekk_t)} + \frac{NBU_{T+1}}{(1 + ekk_1) * \dots * (1 + ekk_T) * (ekk - ekv)}$$

11.1.3 Superprofittmodellen

Superprofittmodellen beregnes ved å neddiskontere forventet superprofitt til egenkapital. Summen av superprofitten legges sammen med balanseført egenkapital for å finne egenkapitalverdien. Formelen som ligger til grunn i superprofittmodellen vises under.

$$VEK_0 = EK_0 \sum_{t=1}^T \frac{SPE_t}{(1 + ekk_1) * \dots * (1 + ekk_t)} + \frac{SPE_{T+1}}{(1 + ekk_1) * \dots * (1 + ekk_T) * (ekk - ekv)}$$

11.1.4 Superprofittvekstmodellen

Superprofittvekstmodellen tar utgangspunkt i endringen i superprofitt. Neddiskontert verdi av superprofittvekst kapitaliseres og legges sammen med kapitalisert verdi av neste års nettoresultat til egenkapital. Formelen som benyttes i superprofittvekstmodellen vises under.

$$VEK_0 = \frac{NRE_1}{ekk_1} + \frac{1}{ekk_1} \sum_{t=1}^T \frac{\Delta SPE_t}{(1 + ekk_1) * \dots * (1 + ekk_t)} + \frac{\Delta SPE_{T+1}}{(1 + ekk_1) * \dots * (1 + ekk_T) * (ekk - ekv)}$$

11.2 Selskapskapitalmetoden

Selskapskapitalmetoden er en indirekte måte å verdsette egenkapitalen på. Vi regner her ut verdien av selskapet som helhet, og trekker ut verdien av netto finansiell gjeld og minoritetsinteresser. Vi velger her å ta utgangspunkt i netto driftskapital, som i motsetning til sysselsatt kapital, inkluderer både finansiell gjeld og finansielle eiendeler. Netto driftskrav benyttes som diskonteringsrente i netto driftskapitalmetoden. Vi har både en finansieringsfordel knyttet til minoritetsinteresser og netto finansiell gjeld, følgelig må vi beregne den virkelige verdien for disse fremmedkapitalelementene. De ulike modellene som ble presentert under egenkapitalmetoden vil bli brukt i selskapskapitalmetoden, og de presenteres derfor ikke på nytt her. Forskjellen mellom de to metodene er at man bytter ut egenkapitalkravet med netto driftskrav. Formelen for netto driftskapitalmetoden presenteres under.

$$VEK_0 = VNDK_0 - VNFG_0 - VMI_0$$

11.3 Første verdiestimat

Vi beregner det første verdiestimatet til egenkapitalen ved hjelp av de budsjetterte kravene beregnet i kapittel 10. Disse kravene er som tidligere nevnt basert på budsjetterte vekter, og vi vil i utgangspunktet oppdatere vektene etter hvert som egenkapitalverdien oppdateres gjennom de ulike stegene. Minoritetsinteresser og virkelig verdi av netto finansiell gjeld beregnes, disse vil trekkes fra selskapsverdien i selskapsmodellen for å få egenkapitalverdien. Vi ser av tabellene under at de ulike metodene gir ulikt svar, men at modellene i de samme metodene gir samme svar.

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
FKENBU		-1 371	-709	-680	-685	-511	-441	-344	-232	-106	33	186	350	66	462	480
Diskonteringsfaktor		1,0920	1,1899	1,2947	1,4064	1,5256	1,6539	1,7908	1,9372	2,0936	2,2609	2,4401	2,6319	2,8376	3,0550	3,2891
Nåverdi fra 1 til t+1	-3 430	-1 255	-596	-525	-487	-335	-267	-192	-120	-51	15	76	133	23	151	146
Nåverdi horisontverdien til T+2	4 292															
Verdi til egenkapital, VEK																862

Tabell 11.1: Fri kontantstrømmodellen, egenkapitalmetoden

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
Balansført EK	7 871															
+ superprofitt til EK		-2 186	-1 889	-1 432	-1 015	-631	-590	-531	-464	-386	-300	-206	-104	5	16	17
Diskonteringsfaktor		1,0920	1,1899	1,2947	1,4064	1,5256	1,6539	1,7908	1,9372	2,0936	2,2609	2,4401	2,6319	2,8376	3,0550	3,2891
Nåverdi fra 1 til t+1	-7 159	-2 002	-1 588	-1 106	-722	-414	-357	-297	-239	-185	-133	-84	-40	2	5	5
Nåverdi horisontverdien til T+2	150															
Verdi til egenkapital, VEK	862															

Tabell 11.2: Superprofittmodellen, egenkapitalmetoden

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033
Nettoreultat i år 1		-1 462															
Kapitalisert verdi	-15 903																
Superprofittvekst til EK			293	452	412	380	37	54	64	73	83	92	101	109	11	1	1
Diskonteringsfaktor		1,0920	1,1899	1,2947	1,4064	1,5256	1,6539	1,7908	1,9372	2,0936	2,2609	2,4401	2,6319	2,8376	3,0550	3,2891	
Nåverdi fra 2 til T+2	1 533	268	380	318	270	24	33	36	38	39	41	41	42	4			
Kapitalisert verdi	16 676																
Horisontverdien T+3	8																
Kapitalisert verdi	89																
Verdi til egenkapital, VEK	862																

Tabell 11.3: Superprofittvekstmodellen, egenkapitalmetoden

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	
FKM		9	15	11	8	7	7	7	6	6	6	6	5	5			
Diskonteringsfaktor		1,1220	1,2563	1,4046	1,5679	1,7478	1,9472	2,1669	2,4090	2,6758	2,9699	3,2943	3,6522	4,0471	4,4786	4,9561	
Nåverdi fra 1 til t+1	55	8	12	8	5	4	3	3	3	2	2	2	1	1			
Nåverdi horisontverdien til T+2																	
Verdi MI	55																

Tabell 11.4: Virkelig verdi minoritetsinteressers, fri kontantstrømmodellen

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
Bokført NFG	24 575															
Superprofitt NFG		-419	-390	-345	-319	-312	-27	-24	-20	-15	-11	-7	-3	1		
Diskonteringsfaktor		1,0635	1,1326	1,2076	1,2894	1,3784	1,4547	1,5371	1,6261	1,7225	1,8267	1,9397	2,0623	2,1953	2,3374	2,4886
Nåverdi fra 1 til t+1	-1 563	-394	-344	-286	-248	-226	-19	-15	-12	-9	-6	-4	-1			
Nåverdi horisontverdien til T+2																
Verdi NFG	23 012															

Tabell 11.5: Virkelig verdi netto finansiell gjeld, superprofittmodellen

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
FKD	1 537	2 913	1 782	613	238	415	609	819	1 043	1 279	1 526	1 780	892	928	965	
Diskonteringsfaktor	1,07	1,15	1,23	1,32	1,42	1,51	1,60	1,71	1,82	1,95	2,08	2,22	2,38	2,54	2,72	
Nåverdi fra 1 til t+1	10 696	1 436	2 540	1 450	465	168	275	379	479	572	657	734	801	375	365	355
Nåverdi horisontverdien til T+2	12 925															
Verdi NDK VNDK	23 621															
NFG	23 012															
Minoritet	55															
Verdi til egenkapital, VEK	554															

Tabell 11.6: Fri kontantstrømmodellen, selskapskapitalmetoden

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
Balansført NDK	32 506															
+ superprofitt til NDK		-2 607	-2 281	-1 778	-1 335	-943	-618	-555	-483	-402	-312	-213	-107	6	16	17
Diskonteringsfaktor		1,07	1,15	1,23	1,32	1,42	1,51	1,60	1,71	1,82	1,95	2,08	2,22	2,38	2,54	2,72
Nåverdi fra 1 til t+1	-9 109	-2 435	-1 989	-1 446	-1 012	-666	-410	-346	-283	-220	-160	-103	-48	3	6	6
Nåverdi horisontverdien til T+2	224															
Verdi NDK VNDK	23 621															
NFG	23 012															
Minoritet	55															
Verdi til egenkapital, VEK	554															

Tabell 11.7: Superprofittmodellen, selskapskapitalmetoden

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033
Nettoreultat i år 1		-315															
Kapitalisert verdi	-4 468																
Superprofittvekst til EK			328	505	446	394	322	60	70	80	89	98	106	113	10	1	1
Diskonteringsfaktor		1,07	1,15	1,23	1,32	1,42	1,51	1,60	1,71	1,82	1,95	2,08	2,22	2,38	2,54	2,72	
Nåverdi fra 2 til T+2	1 971	0	306	440	363	299	227	40	44	47	49	50	51	51	4		
Kapitalisert verdi	27 958																
Horisontverdien T+3	9																
Kapitalisert verdi	131																
Verdi NDK	23 621																
NFG	23 012																
M	55																
Verdi til egenkapital, VEK	554																

Tabell 11.8: Superprofittvekstmodellen, selskapskapitalmetoden

Resultatene fra de ulike modellene oppsummeres i tabell 11.9. Vi ser at gjennomsnittlig egenkapitalverdi er 708 MNOK. Dette er betydelig lavere enn balanseført egenkapital på 7,89mrd NOK. Verdiestimatet gir en verdi per aksje på 2,43kr.

	FK-modellen	SP-modellen	ΔSP-modellen	Gjennomsnitt
Egenkapitalmetoden	862	862	862	862
Selskapskapitalmetoden	554	554	554	554
Gjennomsnitt	708	708	708	708

Tabell 11.9: Egenkapitalverdi etter første steg

11.4 Konvergens mot et felles verdiestimat

Det første verdiestimatet er som nevnt beregnet ved å benytte budsjetterte vekter. Rammeverket til Knivsfå (2017m) legger opp til at man skal konvergere resultatet fra egenkapital- og selskapskapitalmetoden ved å oppdatere vektene. Gjennom en stegvis prosess vil så egenkapitalverdien beregnet etter de to metodene konvergere. På denne måten vil vi få et estimat på egenkapitalen som er basert på tilnærmet virkelige vekter. Konvergeringsprosessen består av 3 steg:

1. Gjennomsnittlig verdiestimat på egenkapitalen fra forrige steg (steg n-1) benyttes som grunnlag for å beregne vekter i steg n. Disse vektene legges til grunn for å beregne egenkapitalkrav og netto driftskrav.
2. De nye kravene benyttes som grunnlag for å beregne nytt verdiestimat på egenkapitalen.
3. Repeterer punkt 1 og 2 til verdiestimatene etter de to metodene konvergerer.

Som nevnt over får vi et estimat på egenkapitalen som er 708 MNOK. Ved å benytte dette estimatet i den stegvise prosessen vil man ved å legge Miller og Modiglianis (1958) første proposisjon til grunn få en egenkapitalbeta på over 16 i år 2018. Etter dette er den noe

avtakende, men fortsatt høy i flere år. Grunnen til dette er at egenkapitalvekten blir svært lav. For å beregne egenkapitalkravet benytter vi formelen for kapitalverdimodellen, her inngår egenkapitalbeta som en variabel. Siden egenkapitalbetaen går betraktelig opp, vil også egenkapitalkravet bli betydelig høyere i steg 2 til steg n. Det høye kravet gjør videre at verdiestimatet på egenkapitalen blir negativt. Negativ egenkapitalverdi betyr i praksis konkurs for selskapet, dette gir ikke mening ettersom vi legger fortsatt driftsforutsetningen til grunn. Konkursrisikoen for SolstadFarstad vil bli diskutert i kapittel 11.5.

For å få et fornuftig estimat på egenkapitalen til SolstadFarstad gitt fortsatt driftsforutsetningen, har vi valgt å holde egenkapitalbetaen fast gjennom de ulike stegene. I utgangspunktet vil egenkapitalkravet være et mål på risikoen i selskapet. Ved å holde egenkapitalbetaen fast gjennom konvergeringen vil egenkapitalkravet som mål på risiko bli feil. Vi velger derfor å la risikoen komme til uttrykk gjennom å endre netto driftsbeta. Vi justerer netto driftsbeta ved å benytte formelen under. Netto driftsbeta vil da gi uttrykk for økt risiko uten å påvirke verdiestimatet til egenkapitalen.

$$\beta_{NDK} = \beta_{NDK_{MM}} + (\beta_{EK_{MM}} - \beta_{EK'}) * \frac{VEK}{VNDK}$$

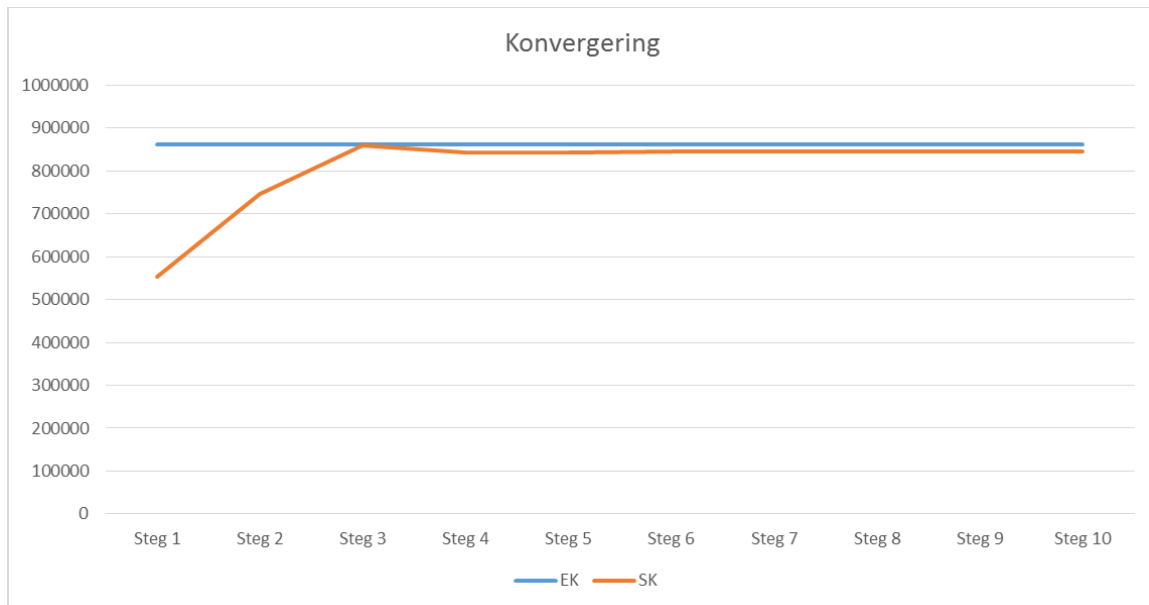
Tabell 11.10 viser hvordan netto driftsbeta endrer seg ved at vi lar egenkapitalbetaen ligge fast gjennom de ulike stegene. Vi ser at netto driftsbeta går betydelig opp i 2018, før den går ned mot steady state. Dette viser at risikoen knyttet til SolstadFarstad går opp i de nærmeste årene. Netto driftsbeta i seg selv påvirker ikke verdiestimatet vårt, men det underbygger det faktum at vi må vurdere usikkerheten og konkursrisikoen nøye. Dette gjøres i kapittel 11.5.

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
Egenkapitalbeta	1,7373	1,5337	1,4648	1,4104	1,3526	1,2995	1,2663	1,2200	1,1771	1,1371	1,0997	1,0648	1,0320	1,0012	0,9713	0,9713
Vektet EK (IB)	0,2721	0,0357	0,0960	0,1417	0,1855	0,2219	0,2494	0,2753	0,2990	0,3206	0,3402	0,3577	0,3734	0,3870	0,3990	0,3989
Beta NFG	0,0206	0,0206	0,0206	0,0206	0,0206	0,0207	0,0145	0,0145	0,0146	0,0146	0,0146	0,0146	0,0146	0,0147	0,0147	0,0147
Vektet NFG (IB)	0,7028	0,9018	0,8564	0,8128	0,7767	0,7493	0,7236	0,7001	0,6786	0,6592	0,6418	0,6263	0,6128	0,6010	0,6011	0,6011
Beta netto drift	0,4872	0,9286	0,8435	0,7853	0,7349	0,6980	0,6755	0,6558	0,6400	0,6277	0,6184	0,6118	0,6076	0,6055	0,6055	0,6055

Tabell 11.10: Netto driftsbeta, steg 10, 2018-2032

Ved å la egenkapitalbeta ligge fast gjennom de ulike stegene vil heller ikke egenkapitalkravet bli påvirket. Ved å benytte denne fremgangsmåten får vi et positivt estimat på egenkapitalverdien, men siden egenkapitalkravet ikke endres vil også egenkapitalestimatet beregnet etter egenkapitalmetoden ligge fast. Ved å kun oppdatere netto driftskravet vil vi dermed kun oppnå at egenkapitalverdien beregnet etter netto driftskapitalmetoden konvergerer mot verdien beregnet etter egenkapitalmetoden. Denne svakheten gjør at konvergeringen ikke

gir en estimert egenkapitalverdi basert på virkelig vekter, som er bakgrunnen for at man ønsker å konvergere de to metodene. En kan dermed argumentere for at konvergeringen ikke har noe for seg i vårt tilfellet. Vi velger likevel å vise konvergeringen for å vise hva effekten av å la egenkapitalbetaen ligge fast.



Figur 11.1: Konvergeringsprosess, steg 1-10

Konvergeringen av estimert egenkapitalverdi vises i tabell 11.11. Vi ser estimatet på egenkapitalverdien ikke blir nøyaktig det samme etter de to metodene, selv etter å ha oppdatert kravene i 10 steg. Estimatenes fra de to ulike metodene avviker i steg 10 med rundt 2 %. For å finne det endelige estimatet velger vi å ta gjennomsnittet fra egenkapitalmetoden og selskapskapitalmetoden. Selve verdiestimatet er forbundet med betydelig usikkerhet, avviket på 2 % mellom de to modellene vil derfor ha begrenset innvirkning på vår verdsettelse av SolstadFarstad.

	Steg 1	Steg 2	Steg 3	Steg 4	Steg 5	Steg 6	Steg 7	Steg 8	Steg 9	Steg 10
Egenkapitalmetoden	862	862	862	862	862	862	862	862	862	862
Selskapskapitalmetoden	554	746	860	844	844	844	844	844	844	844
Gjennomsnitt	708	804	861	853	853	853	853	853	853	853
Per aksje	2,43	2,76	2,95	2,93	2,93	2,93	2,93	2,93	2,93	2,93
Avvik	-43,45 %	-14,51 %	-0,21 %	-2,14 %	-2,12 %	-2,09 %	-2,10 %	-2,10 %	-2,10 %	-2,10 %

Tabell 11.11: Konvergeringsprosess, steg 1-10

Vi ser av tabell 11.11 at endelig estimat etter konvergeringen er 2,93NOK per aksje. Dette er betydelig lavere enn aksjekursen per 5. desember som er 5,01NOK.

11.5 Analyse av usikkerhet

Egenkapitalverdien vi har estimert er et punkttestimat. Estimaten er basert på de forutsetningene vi la til grunn i kapittel 9 med tilhørende krav. Det er heftet betydelig usikkerhet til fremtidsregnskapet, og følgelig også til verdiestimatet fra kapittel 11.4. For å vurdere rimeligheten til estimatet ønsker vi derfor å utføre en sensitivitetsanalyse. Vi ønsker her å se på hvordan verdiestimatet blir påvirket av endringer i det vi vurderer som kritiske risikofaktorer. I kapittel 11.5.2 vil vi derfor utføre en Monte Carlo-simulering ved hjelp av Crystal Ball. Denne simuleringen vil også bidra til å avgjøre konkursrisikoen for SolstadFarstad. Vi vil i tillegg vurdere konkursrisikoen ved hjelp av den syntetiske ratingen vi utarbeidet i kapittel 10.

11.5.1 Konkursrisiko

Vi har utarbeidet fremtidsregnskapet under forutsetningen om fortsatt drift, og følgelig er det ikke tatt direkte høyde for konkursrisikoen. Ved å justere verdiestimatet for sannsynligheten for konkurs sammenholdt med en eventuell likvidasjonsverdi får man et estimat som i større grad tar hensyn til konkursrisikoen. Dette gjøres ved å benytte formelen som presenteres under.

$$\text{Verdiestimat} = (1 - p) * \text{Fundamental verdsettelse av EK} + p * \text{LVEK}$$

Likvidasjonsverdi av egenkapital er det som er igjen etter alle prioriterte krav er gjort opp etter en eventuell konkurs. Ved utdeling fra et konkursbo stiller aksjonærene *sist i køen*, og vil få restverdien etter at fordringshavere har fått dekket sine krav fra skyldneren. Ved en konkurs vil gjerne boet likvideres på relativt kort tid. For SolstadFarstad sin del vil et eventuelt hurtig salg av anleggsmidlene føre til at prisene i markedet presses ned. Det vil da være vanskelig å få dekket alle krav til fordringshavere. Likvidasjonsverdien for aksjonærene ved en konkurs i SolstadFarstad settes dermed til 0. Konkursrisikoen for SolstadFarstad vurderes under gjennom en simuleringsanalyse. I tillegg vil ratingen utarbeidet i kapittel 6 og 10 tas med i vurderingen av konkursrisiko.

11.5.2 Simuleringsanalyse

Vi benytter her en simuleringsanalyse for å få frem usikkerheten som er forbundet med de ulike verdidriverne vi fastsatte i kapittel 9. Dette gjøres gjennom å sette de ulike verdidriverne

til å være stokastiske variabler og med en definert fordeling. I tillegg vil vi legge inn korrelasjonskoeffisienter der vi vurderer det som relevant. Gjennom å vurdere sensitiviteten til de ulike verdidriverne som inngår i vår verdsettelsesmodell, vil vi få et inntrykk av usikkerheten knyttet til verdiestimatet for egenkapitalen.

Kritiske risikofaktorer

I simuleringsanalysen gjør vi om verdidriverne til stokastiske variabler for å vurdere usikkerheten til verdiestimatet. Ved å endre de ulike verdidriverne i simuleringen endres også de lineære sammenhengene mellom de ulike årene.

Driftsinntektsvekst

På kort sikt velger vi å sette standardavviket for driftsinntektsvekst likt det historiske standardavviket for SolstadFarstad. På mellomlang sikt er det knyttet større usikkerhet til inntektsveksten, vi har derfor valgt å sette standardavviket til 15 %. På lang sikt forventer vi at driftsinntektsveksten vil være mellom 3 % og 4,5 %. Hvilket nivå innenfor dette intervallet er derimot usikkert. Vi velger derfor å sette en uniform sannsynlighetsfordeling i steady state. Alle verdiene i intervallet 3 % til 4,5 % har dermed lik sannsynlighet for å inntreffe. Vi har valgt å sette 3 % og 4,5 % som henholdsvis nedre og øvre grense ettersom vi ser på dette som det mest sannsynlige intervallet for driftsinntektsvekst dersom man legger fortsatt driftsforutsetningen til grunn. På lang sikt vil en driftsinntektsvekst som er lavere enn intervallet gjøre at inflasjonsjustert driftsinntektsvekst nærmer seg null. Selv om andre utfall er rimelige, velger vi å sette intervallet for driftsinntektsvekst mellom 3 % og 4,5 % i steady state. Tabell 11.12 viser driftsinntektsvekst med tilhørende standardavvik for de ulike budsjettpunktene.

	År	Forventet	Standardavvik	Sannsynlighetsfordeling
Budsjettpunkt 1	2018	-0,0562	0,1393	Normalfordeling
Budsjettpunkt 2	2019	0,0444	0,1393	Normalfordeling
Budsjettpunkt M	2022	0,0800	0,1500	Normalfordeling
Budsjettpunkt T	2030	0,0400	[3;4,5]	Uniform fordeling

Tabell 11.12: Driftsinntektsvekst, kritisk risikofaktor

Videre legger vi inn en korrelasjon mellom driftsinntektsvekst og markedsrisikopremie. I steady state vil driftsinntektsvekst være tilnærmet lik veksten i verdensøkonomien. Dersom veksten i økonomien generelt går opp, vil følgelig kravet til avkastning gå opp. Grunnen til dette er at alternativkostnaden for en investering vil bli høyere ved høyere vekst i økonomien

generelt. Vi legger derfor inn en korrelasjonskoeffisient på 0,2 mellom driftsinntektsvekst og markedsrisikopremie. Dette vises under.

$$kor(div, mrp) = 0,2$$

Netto driftsmargin

På kort og mellomlang sikt forutsetter vi at standardavviket for netto driftsmargin er lik historisk standardavvik. Grunnen til dette er at forventet netto driftsmargin i denne perioden er innenfor hva som kan sies å være et *normalt* nivå for SolstadFarstad. På lang sikt er netto driftsmargin noe høyere enn det har vært spesielt de senere år. Vi har derfor valgt å sette standardavviket noe høyere enn på kort og mellomlang sikt, da det er større usikkerhet knyttet til dette tallet. Vi ser av tabell 11.13 at standardavviket på lang sikt er 0,2.

	År	Forventet	Standardavvik	Sannsynlighetsfordeling
Budsjettpunkt 1	2018	-0,0700	0,1523	Normalfordelt
Budsjettpunkt 2	2019	-0,0200	0,1523	Normalfordelt
Budsjettpunkt M	2022	0,1700	0,1523	Normalfordelt
Budsjettpunkt T	2030	0,2330	0,2000	Normalfordelt

Tabell 11.13: Netto driftsmargin, kritisk risikofaktor

Videre setter vi en negativ korrelasjon mellom netto driftsmargin og finansiell gjeldsdel. Grunnen til dette er at dersom netto driftsmarginen går opp, er det ikke unaturlig at resultat og dernest også egenkapitalen går opp. Dersom egenkapitalen går opp vil den finansielle gjeldsdelen bli lavere gitt at balanseførte eiendeler er det samme. Vi setter korrelasjonskoeffisienten til å være -0,15. Dette vises under.

$$kor(ndm, fgd) = -0,15$$

Omløpshastighet til netto driftseiendeler

På kort og mellomlang sikt setter vi også her standardavviket likt historisk standardavvik for onde i SolstadFarstad. Onde i denne perioden ligger innenfor hva som har vært normalt for SolstadFarstad. Det kan dermed sies å være ukontroversielt å sette standardavviket likt historisk standardavvik. På lang sikt setter vi standardavviket noe høyere da onde på lang sikt er noe høyere enn hva som har vært gjennomsnittet for SolstadFarstad. Det er dermed knyttet større usikkerhet til dette nivået. Vi ser av tabell 11.14 at standardavviket til onde i budsjettpunkt T er satt til 0,1.

	År	Forventet	Standardavvik	Sannsynlighetsfordeling
Budsjettpunkt 1	2018	0,1468	0,0683	Normalfordelt
Budsjettpunkt 2	2019	0,1700	0,0683	Normalfordelt
Budsjettpunkt M	2022	0,2200	0,0683	Normalfordelt
Budsjettpunkt T	2030	0,3000	0,1000	Normalfordelt

Tabell 11.14: Omløp driftseiendeler, kritisk risikofaktor

Finansiell gjeldsrente

Vi forventer at gjeldsrenten vil kunne avvike fra vårt estimat i noe grad. Vi har derfor valgt å sette en uniform fordeling for gjeldsrenten, hvor intervallet økes for hvert av budsjettpunktene. Grunnen til dette er at usikkerheten knyttet til gjeldsrenten øker jo lengre ut i analyseperioden man kommer. Tabell 11.15 viser forventet gjeldsrente og sine respektive intervaller for de ulike budsjettpunktene.

	År	Forventet	Standardavvik	Sannsynlighetsfordeling
Budsjettpunkt 1	2018	0,0420	[3,6;4,4]	Uniform fordelt
Budsjettpunkt 2	2019	0,0433	[3,9;4,5]	Uniform fordelt
Budsjettpunkt M	2022	0,0472	[4,1;4,9]	Uniform fordelt
Budsjettpunkt T	2030	0,0575	[5,6,2]	Uniform fordelt

Tabell 11.15: Finansiell gjeldsrente, kritisk risikofaktor

Videre er det å forvente at dersom risikofri rente går opp, så vil også finansiell gjeldsrente gå opp. Dette beror på den antagelse om at risikofri rente er et mål på bankens rentekostnad. Dersom denne går opp vil bankene kompensere for økt rentenivå ved å heve utlånsrenten til kundene. Vi har beregnet den historiske korrelasjonskoeffisienten til å være 0,6899. Vi forutsetter at denne korrelasjonen vil være det samme gjennom analyseperioden fremover. Korrelasjonen vises under.

$$\text{kor}(f_{gr}, r_f) = 0,6899$$

Finansiell gjeldsdel

Tabell 11.16 viser forventet finansiell gjeldsdel med tilhørende standardavvik for de ulike budsjettpunktene.

	År	Forventet	Standardavvik	Sannsynlighetsfordeling
Budsjettpunkt 1	2018	0,8600	0,0889	Normalfordeling
Budsjettpunkt 2	2019	0,8500	0,0889	Normalfordeling
Budsjettpunkt M	2022	0,8200	0,0889	Normalfordeling
Budsjettpunkt T	2030	0,7387	0,0889	Normalfordeling

Tabell 11.16: Finansiell gjeldsdel, kritisk risikofaktor

Risikofri rente

Tabell 11.17 viser forventet risikofri rente med tilhørende standardavvik for analyseperioden.

	År	Forventet	Standardavvik	Sannsynlighetsfordeling
Budsjettpunkt 1	2018	0,0166	0,0050	Normalfordelt
Budsjettpunkt 2	2019	0,0183	0,0050	Normalfordelt
Budsjettpunkt M	2022	0,0229	0,0081	Normalfordelt
Budsjettpunkt T	2030	0,0344	[2;4,5]	Uniform fordeling

Tabell 11.17: Risikofri rente, kritisk risikofaktor

Markedets risikopremie

Tabell 11.18 viser forventet markedsrisikopremie og intervall for uniform sannsynlighetsfordeling.

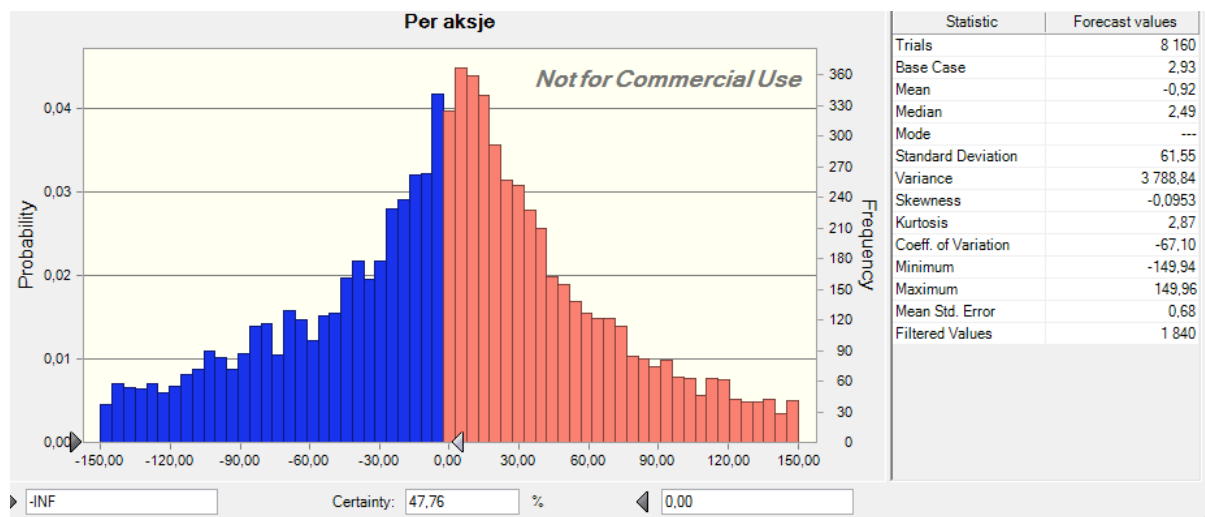
	År	Forventet	Standardavvik	Sannsynlighetsfordeling
Budsjettpunkt 1	2018	0,0516	[4,75;6]	Uniform fordeling
Budsjettpunkt 2	2019	0,0516	[4,75;6]	Uniform fordeling
Budsjettpunkt M	2022	0,0516	[4,75;6]	Uniform fordeling
Budsjettpunkt T	2030	0,0516	[4,75;6]	Uniform fordeling

Tabell 11.18: Markedets risikopremie, kritisk risikofaktor

Simuleringsanalyse med Crystal Ball

Basert på overstående tallmateriale gjennomførte vi en simuleringsanalyse i Crystal Ball. Vi valgte å gjennomføre 10 000 simuleringer, vi anser dette for å være et høvelig antall simuleringer for å få frem usikkerheten i egenkapitalestimatet. For å understreke den iboende konkurrisikoen i vår modell velger vi å ikke sette minimumsgrensen for aksjekursen til 0, selv om dette ville vært mest teoretisk riktig. Alle simuleringer som gir en aksjekurs under 0 vil altså representere konkurs i vår modell. Vi ser av figur 11.2 at simuleringsanalysen gir en negativ verdi i 47,76 % av scenarioene. Dette vil få implikasjoner hva gjelder vurderingen av konkurrisikoen senere i dette kapittelet. For å luke ut ekstremverdier har vi valgt å sette en maksimums- og minimumsgrense på henholdsvis 150kr og -150kr per aksje. Maks grensen og

minimumsgrensen gjør at vi sitter igjen med 81,6 % av simuleringene. Det er altså en betydelig andel av simuleringene som gir det vi karakteriserer som ekstremverdier. Dette sier noe om hvor stor usikkerhet det er knyttet til vår analyse. Resultatet av simuleringsanalysen vises i figur 11.2 .

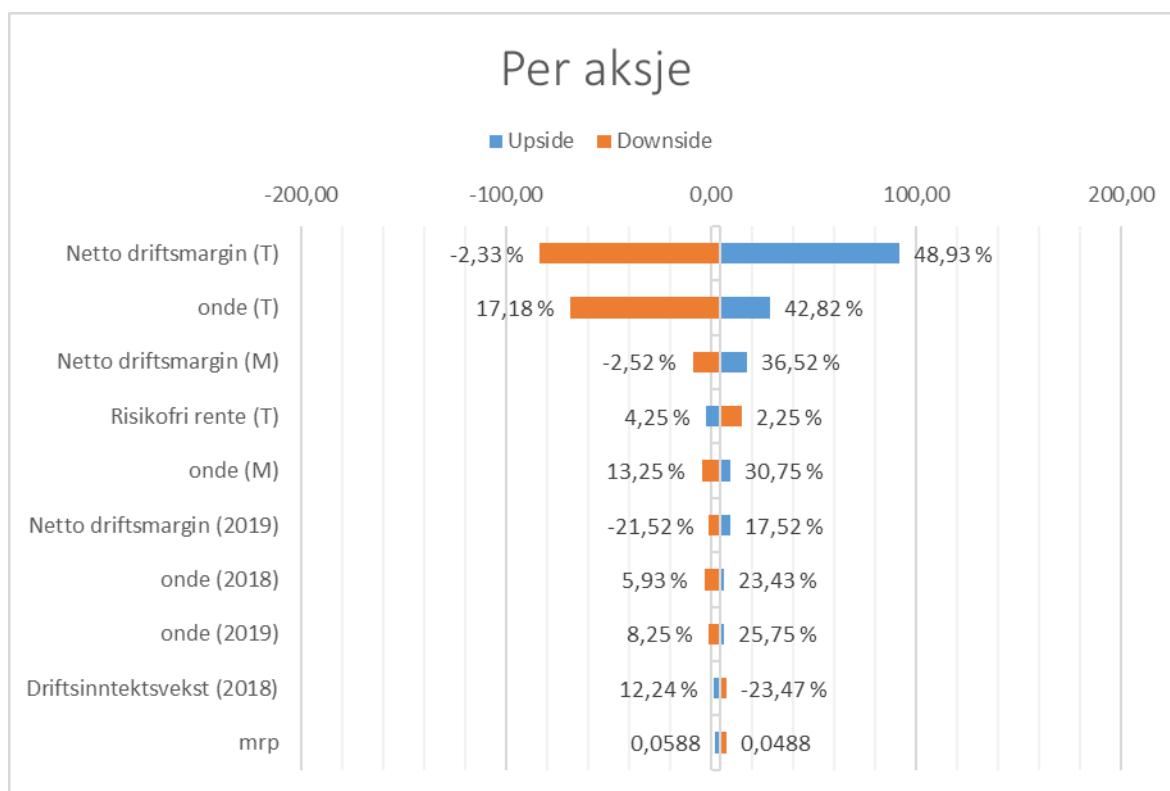


Figur 11.2: Simuleringsanalyse, Crystal Ball

Gjennomsnittlig aksjekurs i simuleringsanalysen er -0,92kr, noe som altså i praksis ikke gir mening. Gjennomsnittet avviker også i stor grad fra vår tidligere estimerte aksjekurs på 2,93kr. Medianen er beregnet til å være 2,49kr per aksje, noe som altså er nærmere vårt første estimat. Med en median som ligger betydelig lengre til høyre i fordelingen enn gjennomsnittet tilsier at vi har flere simuleringer som gir et positivt resultat enn vi har negative, samtidig som de negative simuleringene gir et høyere absoluttresultat enn de positive simuleringene. Det faktum at vi har større negative simuleringer understrekes av en negativ skewness. En skewnessverdi på 0 tilsvarer perfekt symmetri. Vi får i vår simuleringsanalyse en skewnessverdi på -0,0953, noe som altså betyr at fordelingen er noe forskjøvet til venstre. Vi ser videre at Kurtosis-verdien er 2,87. Dette tyder på at halene i fordelingen er relativt tunge. Dette underbygges av det faktum at vi har mange ekstremverdier som er filtrert bort da de ligger utenfor det vi har definert som øvre og nedre grense. Standardavviket i simuleringsanalysen er beregnet til å være 61,55. Vi ser altså at det er betydelig usikkerhet knyttet til estimert egenkapitalverdi.

Tornadoanalyse

Tornadanalysen i figur 11.3 viser sensitiviteten i budsjettdriverne. Vårt estimat på 2,93kr per aksje er utgangspunktet for analysen. Tornadoanalysen viser hvordan aksjekursen endres ved en endring i den enkelte kritiske risikofaktoren, alt annet likt.



Figur 11.3: Tornadoanalyse, Crystal Ball

Vi ser av figur 11.3 at SolstadFarstads aksjekurs er mest sensitiv for endringer i netto driftsmargin i steady state. Dersom netto driftsmargin endrer seg fra 22,3 % til 48,93 % vil aksjekursen være 91kr. På den andre siden skal ikke netto driftsmargin gå mye ned før aksjekursen blir negativ. Dersom netto driftsmargin i budsjettpunkt T går ned fra 22,3 % til 22,48 % vil aksjekursen bli 0. Videre er aksjekursen også sensitiv for endringer i netto driftsmargin i budsjettpunkt M. Også her ser vi at det skal relativt små endringer til for at aksjekursen skal bli negativ.

Aksjekursen er også sensitiv for endringer i onde i budsjettpunkt T. Dersom onde går fra 30 % til 42,82 % vil aksjekursen være 28,75kr. Dersom onde i steady state går ned til 29,01% vil aksjekursen bli 0. Selv om endringer i onde i T vil få størst innvirkninger på aksjekursen, er onde i de andre budsjettpunktene blant de 10 mest sensitive budsjettdriverne i modellen vår.

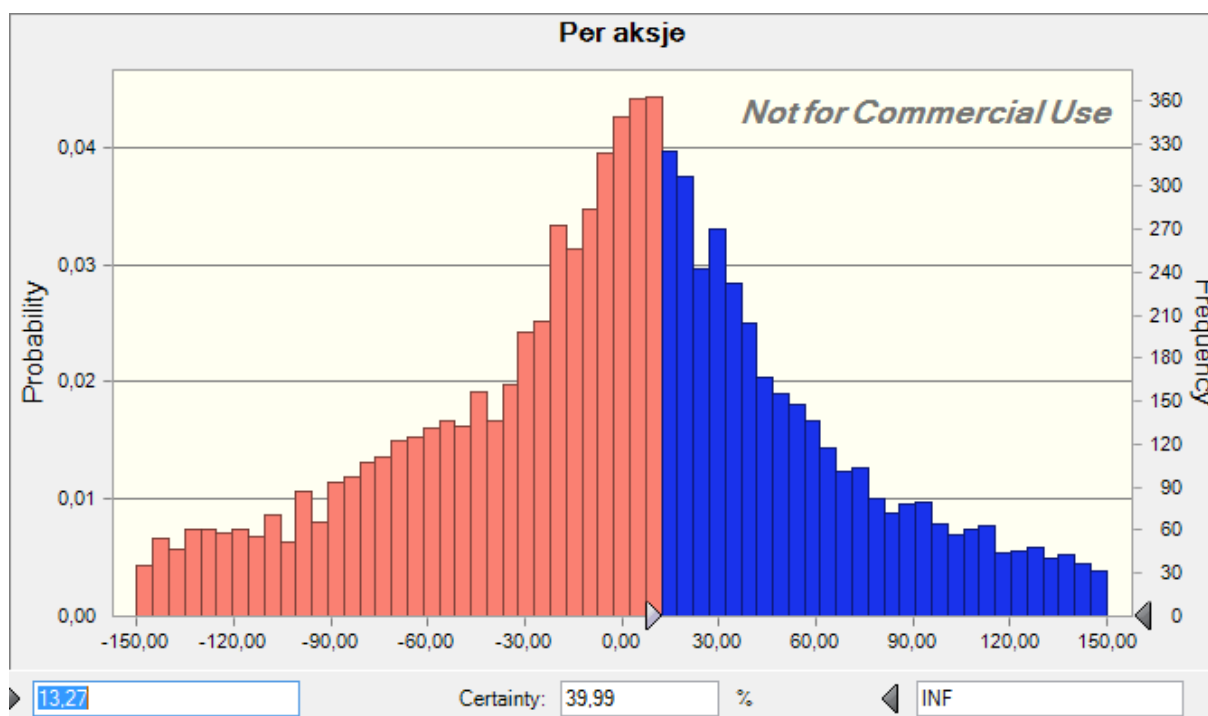
Risikofri rente i budsjettpunkt T er også en sensitiv budsjettdriver i vår modell. En endring i risikofri rente vil påvirke kravene som ligger til grunn i neddiskonteringen gjennom at risikofri rente representerer en alternativkostnad for aksjonærene. Vi ser at vårt estimat på risikofri rente i budsjettpunkt T ligger midt mellom ekstremverdiene som benyttes i tornadoanalysen. Dersom risikofri rente endrer seg fra 3,25 % til 2,25 % vil estimatet på aksjekursen endre seg fra 2,93 kr til 14,99 kr per aksje.

Alle de mest sensitive budsjettdriverne er i budsjettpunkt T og M. Budsjettpunkt T er steady state, og vi legger følgelig til grunn at verdien i dette budsjettpunktet vil vedvare i et evighetsperspektiv. Endringer i dette horisontleddet vil dermed naturlig nok få stor betydning for verdiestimatet av SolstadFarstad.

Vi ser av tornadoanalysen at vårt estimat på aksjekursen er svært sensitiv for endringer i de sentrale budsjettdriverne.

Oppsidepotensial

Vi har slått fast at det er betydelig usikkerhet knyttet til vårt estimat. Dette resulterer i at oppsidepotensialet og nedsiderisikoen er stor i SolstadFarstad. Figur 11.4 viser at aksjekursen var over 13,27kr i 40 % av simuleringene. Med en aksjekurs på 5,01kr per 5. desember representerer simuleringen vår et betydelig oppsidepotensiale i aksjen. Akers styreleder, Kjell-Inge Røkke, skriver selv i et brev til Akers aksjonærer at investeringen i SolstadFarstad har betydelig oppsidepotensial (Sundberg, 2017a). Dette underbygger vår analyse om at SolstadFarstad er en spekulativ aksje med en potensielt stor oppside.



Figur 11.4: Oppsidepotensial, Crystal Ball

Nedsiderisiko

Figur 11.2 viser nedsiderisikoen i SolstadFarstad-aksjen. Vi ser her at sannsynligheten for at aksjekursen blir negativ er 47,76 %. Som tidligere diskutert gir det ikke mening at aksjekursen kan være negativ da selskapet i praksis er konkurs dersom verdien av egenkapitalen er lavere enn 0. I tornadoanalysen så vi at relativt små endringer i sentrale budsjett drivere fører til at estimatet på egenkapitalen blir negativ. Analysen utført i Crystal Ball peker derfor i retning av at det er en betydelig konkurrisisiko for SolstadFarstad. Vi har tidligere argumentert for at den mest sannsynlige likvidasjonsverdien for aksjonærene i et konkurstilfelle er 0. Det er dermed på det rene at aksjekursen burde justeres for den betydelige konkurssannsynligheten. Spørsmålet blir dermed hvor mye vi skal justere aksjekursen med for å ta høyde for konkurrisikoen.

Konkurssannsynligheten øker ved dårligere rating. For SolstadFarstad sin del er det uklart hvilken rating som skal legges til grunn når vi vurderer konkurssannsynligheten. Grunnen til dette er at den historiske gjennomsnitt ratingen, dagens rating og den fremtidige ratingen avviker fra hverandre. Gjennomsnittlig rating for SolstadFarstad ble i kapittel 6 beregnet til å være B og i fremtiden beregnet vi ratingen til å være BB. Dette gir ifølge Standard & Poor's (2016) en konkurssannsynlighet på henholdsvis 0,73 % og 3,77 %. For trailingåret 2017 beregnet vi ratingen til å være CCC. Dette tilsvarer ifølge en omregning av S&P-statistikken

(Knivsflå, 2017e) på 12,61 %. Uavhengig av hvilken rating vi legger vi grunn er altså konkurssansynligheten lavere enn den som kommer frem etter vår modell.

I diskusjonen rundt konkurssansynlighet er det sentralt å vurdere modellen vi har benyttet. Vi har som tidligere nevnt kun lagt til grunn *normaliserte tall* i vår analyse. Grunnen til dette er at vi som eksterne verdsettere ikke har noe informasjon som skulle gjøre oss i stand til å estimere hvilke *unormale regnskapstall* eller unormale hendelser som kan gjøre seg gjeldende for SolstadFarstad i fremtiden. For eksempel vil sjokk, positive eller negative, ikke bli lagt til vekt i denne analysen.

En unormal hendelse som vi mener kan være sannsynlig, og som vil påvirke konkurssansynligheten, er det faktum at eierne i SolstadFarstad vil kunne gå inn med kapital for å redde selskapet ut av den betydelige konkurrisikoen som foreligger. Som diskutert i kapittel 4.3.2 har det kommet nye eiere inn i SolstadFarstad som følge av fusjonen. Eierne bidro i forbindelse med fusjonen med betydelige kapitalinnskudd for å gjøre den finansielle situasjonen i selskapet bedre. Som vi så i kapittel 10.4 forventer vi at den strategiske fordelene i SolstadFarstad vil være positiv i steady state. Dette betyr at det fremover vil ligge et inntjeningspotensial i SolstadFarstad. Dersom en forutsetter at de største eierne i SolstadFarstad har et langsiktig perspektiv anser vi det som sannsynlighet at de vil bidra til å holde liv i selskapet så lenge det foreligger en strategisk fordel i fremtiden. Vi mener dermed at den konkurransemessige fordelene de nye eierne representerer gjør at konkurrisikoen er lavere enn det vår modell skulle tilsi.

Vi anser dermed konkurrisikoen til å være betydelig lavere enn 47,76 %, som vi beregnet den til i Monte Carlo-simuleringen. Samtidig mener vi konkurrisikoen forbundet med B- og BB-rating er for lav. I 2017 hadde SolstadFarstad CCC-rating, dette tilsier at konkurrisikoen er 12,61 %. Vi mener denne konkurrisikoen best representerer den faktiske konkurrisikoen for SolstadFarstad, og legger den følgelig til grunn for videre analyse.

11.6 Oppsummering av verdiestimat

I kapittel 11.4 estimerte vi egenkapitalverdien i SolstadFarstad til å være 2,93 kr per aksje. Dette estimatet tok derimot ikke hensyn til konkurrisikoen for selskapet. I kapittel 11.5 estimerte vi konkurrisikoen til å være 12,61 %, dette var basert på en simuleringsanalyse, sannsynlighet fra Standard & Poor's i tillegg til en kvalitativ vurdering av SolstadFarstad. Ved

å forutsette at likvidasjonsverdien for aksjonærene er 0 får vi en egenkapitalverdi som er 2,56 kr per aksje. Utregningen vises under.

$$\text{Verdiestimat justert for konkursrisiko} = 2,93 * (1 - 0,1261) = 2,56kr$$

Verdiestimatet på 2,56 er betydelig lavere enn aksjekurs per 5. desember på 5,01kr. Vi mener vårt verdiestimat tar inn over seg den betydelige konkursrisikoen som foreligger for SolstadFarstad. På en annen side representerer usikkerheten knyttet til verdiestimatet også et betydelig oppsidepotensiale. Selv om vi anser nedsiderisikoen for å være større enn oppsidepotensiale er det på det rene at mulighetene for en oppside absolutt er tilstede.

12. Komparativ verdivurdering

Vi har til nå beregnet et verdiesimat for SolstadFarstad ved å benytte fundamental verdsettelse. For å vurdere rimeligheten til estimatet vil vi i dette kapitlet se på andre verdsettelsesmetoder, for så å sammenholde resultatet fra den fundamentale verdsettelsen med resultatene fra de andre metodene. Vi vil benytte oss av multiplervurderinger og substansverdimodellen som alternative verdsettelsesmetode.

12.1 Multiplervurderinger

Multiplervurderinger tar utgangspunkt i å verdsette et selskap basert på den relative prisingen av sammenlignbare selskaper (Kaldestad & Møller, 2016). For å benytte multiplervurderinger må vi finne passende multiplikatorer. En multiplikator er et forholdstall som beregnes på bakgrunn av regnskapstall fra komparative selskaper. Forholdstallet kan ta utgangspunkt i resultatstørrelser, balansestørrelser eller andre størrelser som anses som relevante for å beregne verdien til egenkapitalen. Multiplikatoren beregnet på bakgrunn av de komparative selskapene blir videre multiplisert med tilsvarende tallstørrelse for SolstadFarstad, som vil gi en estimert verdi av egenkapitalen til selskapet (Damodaran, 2012).

En multiplervurdering tar utgangspunkt i at de komparative selskapene man sammenligner selskapet med er korrekt priset i markedet. Videre forutsetter man at forholdet mellom selskapsverdien og den vurderte multiplikatoren er det samme for de komparative selskapene og selskapet man verdsetter (Kaldestad & Møller, 2016). En svakhet med multiplervurdering er ifølge Penman (2013) at forholdet mellom selskapsverdi og benyttede faktorer ikke alltid er likt.

For å gjøre en multiplervurdering er man avhengig av å finne sammenlignbare selskaper. Ulikheter mellom selskapene vil normalt påvirke forholdet mellom verdien og de faktorene man vurderer. I OSV-bransjens tilfelle vil flåtesammensetningen ha mye å si for både inntjeningen til et selskap og balansestørrelsen til de respektive selskapene. Vi så under den fundamentale verdsettelsen at DOF og Siem er mer CSV-tung enn SolstadFarstad og Havila. I en tid hvor CSV-ratene har holdt seg mer stabile enn AHTS- og PSV-ratene er det på det rene at dette vil påvirke både resultat- og balansestørrelser for selskapene som inngår i multiplervurderingen. Til tross for visse forskjeller, er fortsatt selskapene vi benyttet til

sammenligning i den fundamentale verdsettelsen de selskapene som er mest lik SolstadFarstad. Vi velger derfor å benytte disse i den videre sammenligning.

Ifølge Knivsflå (2017o) finnes det i utgangspunktet to ulike metoder for å gjøre en multippelvurdering, selskapskapitalmetoden og egenkapitalmetoden. I selskapskapitalmetoden trekker man netto finansiell gjeld fra selskapsverdien for å justere for kapitalstruktur. Ved å benytte egenkapitalmetoden direkte vil man ikke ta hensyn til kapitalstruktur, verdiestimatet vil dermed være avhengig av hvordan selskapet man verdsetter er finansiert. Under vises hvordan man beregner verdiestimatet ved de ulike metodene.

$$\text{Egenkapitalmetode: } Vek = \text{multiplikator} * \text{basis}$$

$$\text{Selskapskapitalmetode: } Vek = \text{multiplikator} * \text{basis} - NFG$$

For å unngå å måtte justere for kapitalstruktur velger vi å benytte selskapskapitalmetoden som grunnlag for multippelvurderingen. I tabell 12.1 presenteres datagrunnlaget som ligger til grunn for multippelvurderingen. Datagrunnlaget er det samme som ligger til grunn i den fundamentale verdsettelsen. Markedsverdien for selskapene er hentet 5. desember 2017.

	SolstadFarstad	DOF	Siem	Havila
Resultat				
Driftsinntekter	4 768	7 619	4 224	995
EBITDA	1 077	1 942	1 657	325
EBIT	-769	1 059	796	62
Netto driftsresultat	-666	888	683	44
Nettoresultat til egenkapital	-1 797	-43	288	-170
Balanse				
Egenkapital	7 871	4 521	4 605	714
Netto finansiell gjeld	24 575	17 230	11 171	4 008
Netto driftskapital	32 506	25 224	16 592	4 722
Aksjekurs 5.12.17	5,01	0,61	2,1	0,14
Utestående aksjer	291 532	1 683 979	942 021	1 890 762
Markedsverdi EK	1 461	1 027	1 978	265

Tabell 12.1: Inndata, komparativ verdsettelse

12.1.1 Verdivurdering basert på P/B-multiplikator

Kaldestad & Møller (2016) peker på P/B-multiplikatoren som en størrelse som gir et bilde på hvordan markedet vurderer selskapets evne til å generere merverdier på selskapets eiendeler. De fremhever videre at størrelsen er svært enkel i bruk, og en sentral verdi å forholde seg til er en verdi på 1. Ved P/B større enn 1 forventer markedet at selskapet skal levere avkastning utover det som tilsvarer egenkapitalkravet. Altså at virkelig verdi overstiger bokført verdi av egenkapital. Ved P/B mindre enn 1 er bildet motsatt, markedet forventer at selskapet vil levere avkastning lavere enn egenkapitalkravet og dermed forringe aksjonærenes kapital.

Kaldestad & Møller (2016) trekker frem at multiplikatoren har en svakhet i form av at ulike tilnærminger til bokføring vil kunne gi identiske selskap ulik verdi for P/B. Særlig ved betydelige immaterielle eiendeler vil dette gjøres gjeldende. For SolstadFarstad passer multiplikatoren godt. Dette skyldes at selskapets balanse i all hovedsak består av materielle eiendel, samt at størrelsen ikke krever positive resultater for å returnere meningsfulle verdier.

Vi benytter følgende formel til utregning av multiplikatoren:

$$\frac{P}{B} = \frac{VEK + NFG}{NDK}$$

Tabell 12.2 viser utregningen av multiplikatoren for de fire selskapene. Videre multipliseres størrelsen med SolstadFarstads NDK, før gjelden fratrekkes og virkelig verdi av egenkapitalen per aksje returneres nederst i tabellen:

	SolstadFarstad	DOF	Siem	Havila
Aksjekurs	5,01	0,61	2,1	0,14
NDK	32 506	25 224	16 592	4 722
NFG	24 575	17 230	11 171	4 008
Utestående aksjer	291 532	1 683 979	942 021	1 890 762
Bokført EK	7 871	4 521	4 605	714
Markedsverdi EK	1 461	1 027	1 978	265
P/B-multiplikator	0,8010	0,7238	0,7925	0,9049
Gjennomsnitt	0,8055			
Median	0,7967			

	Gjennomsnitt	Median
P/B SOFF	0,8055	0,7967
NDK	32 506	32 506
NFG	24 575	24 575
VEK	1 610	1 323
Antall aksjer	291 532	291 532
Verdiestimat per aksje	5,5210	4,5397

Tabell 12.2: Utregning, P/B-multiplikator

Som tabell 12.2 illustrerer er P/B-multiplikatoren for bransjen mindre enn 1 både ved bruk av gjennomsnittlig- og medianverdi. Markedet forventer altså at bransjen ikke vil returnere avkastning som står i forhold til egenkapitalkravet. Ved å legge P/B-multiplikatoren til grunn for SolstadFarstad får vi et verdiestimat per aksje er 5,52kr og 4,54kr avhengig av om man velger gjennomsnitt eller median. Verdien på aksjekapitalen er langt høyere enn hva vi estimerte den til å være i den fundamentale verdsettelsen. Dette tyder på at markedet vurderer at selskapet evner å skape merverdier på sine netto driftseiendeler i større grad enn vår analyse legger opp til.

12.1.2 Verdivurdering basert på EV/salg-multiplikator

På lik linje med multiplikatoren fra forrige delkapittel muliggjør EV/salg-multiplikatoren å vurdere selskaper som går med underskudd (Kaldestad & Møller, 2016). Denne størrelsen gir et inntrykk av hvor effektivt et selskap er relativt til driftsinntekter. Forfatterne trekker videre frem hvordan størrelsen har en iboende svakhet ved at den ikke tar hensyn til forskjellig driftsmargin mellom selskap. Forholdet mellom selskapets verdi og driftsinntekter vil variere i stor grad avhengig av om et selskap som får sin profitt fra høyt volum og lave priser, eller motsatt. Til utregning benytter vi følgende formel.

$$\frac{EV}{salg} = \frac{VEK + NFG}{DI}$$

	SolstadFarstad	DOF	Siem	Havila
Markedsverdi EK	1 461	1 027	1 978	265
Netto finansiell gjeld	24 575	17 230	11 171	4 008
EV	26 036	18 257	13 149	4 273
Driftsinntekter	4 768	7 619	4 224	995
Multiplikator EV/salg	5,46	2,40	3,11	4,30
Gjennomsnitt	3,82			
Median	3,70			

	Gjennomsnitt	Median
Driftsinntekter	4 768	4 768
Multiplikator	3,82	3,70
EV	18 195	17 660
Netto finansiell gjeld	24 575	24 575
Verdi egenkapital	-6 380	-6 915
Antall aksjer	291 532	291 532
Verdiestimat EV/salg	-21,88	-23,72

Tabell 12.3: Utregning, EV/Salg-multiplikator

Tabell 12.3 viser at verdierestimer per aksje etter denne metoden er negativt. Multiplikatoren returnerer altså ikke en virkelig verdi på egenkapitalen som er tilstrekkelig til å dekke selskapets betydelige finansielle gjeld. Å forsøke å vurdere i hvor stor grad denne metoden predikerer konkurs for selskapet vil ha lite for seg. Vi konstaterer at metoden returnerer en negativ verdi for egenkapitalen i SolstadFarstad, og dermed at selskapet er ulønnsomt og ventet å gå konkurs.

12.1.3 Verdivurdering basert på EV/EBITDA-multiplikator

Multiplikatoren ovenfor returnerte en betydelig negativ verdi for egenkapitalen i SolstadFarstad. I dette delkapittelet vil vi igjen vurdere selskapets verdi, men i denne sammenhengen i forhold til EBITDA fremfor driftsinntektene direkte. I motsetning til den forrige metoden vil denne multiplikatoren i større grad returnere et bilde på den underliggende verdien av driften i selskapet. Forskjellig driftsmargin tas høyde for ved at man vurderer driften etter at driftskostnader er tatt høyde for. Vi benytter følgende formel:

$$\frac{EV}{EBITDA} = \frac{VEK + NFG}{EBITDA}$$

	SolstadFarstad	DOF	Siem	Havila
Markedsverdi EK	1 461	1 027	1 978	265
Netto finansiell gjeld	24 575	17 230	11 171	4 008
EV	26 036	18 257	13 149	4 273
EBITDA	1 077	1 942	1 657	325
EV/EBITDA-multiplikator	24,17	9,40	7,94	13,13
Gjennomsnitt	13,66			
Median	11,27			

	Gjennomsnitt	Median
EV/EBITDA-multiplikator	13,66	11,27
EBITDA	1 077	1 077
Netto finansiell gjeld	24 575	24 575
EK-verdi	-9 862	-12 441
Antall aksjer	291 532	291 532
Verdiestimat EV/EBITDA	-33,83	-42,67

Tabell 12.4: Utrekning, EV/EBITDA-multiplikator

Tabell 12.4 viser hvordan denne metoden, i likhet med den forrige, vurderer verdien av SolstadFarstads egenkapital til å være negativ. I likhet med avsnittet over konkluderer vi at metoden vurderer selskapet som ulønnsomt og ventet å gå konkurs.

12.1.4 Oppsummering multiplikatoranalyse

Utover de tre metodene presentert ovenfor finnes flere varianter av multiplervurderinger som benyttes hyppig i verdsettelse. Felles for disse er at de krever positive tall for resultat for å gi meningsfulle verddivurderinger. Som følge av store underskudd returnerer ikke disse metodene relevante tall i SolstadFarstads tilfelle, og videre presentasjon av størrelsene er ikke hensiktsmessig.

To av tre metoder returnerte høy negativ verdi for egenkapitalen i SolstadFarstad. Den tredje gav en verdi på egenkapitalen som var betydelig høyere enn estimatet fra den fundamentale verdsettelsen i kapittel 11. Damodaran (2012) fremhever at verdsettelse av et selskap i krise er utfordrende. Videre hevdet han at tilfellet er tilsvarende ved selskaper som nylig er fusjonert. Det ville med andre ord vært overraskende om enkle forholdstallanalyser skulle ha returnert konsise resultat nært dagens aksjekurs i markedet og verdiestimatet fra den fundamentale verdsettelsen.

Resultatet fra dette delkapittelet vil vurderes sammen med den følgende substansanalysen for å diskutere rimeligheten av verdiestimatet fra den fundamentale verdsettelsen.

12.2 Substansanalyse

Som supplement til multippelvurderinger kan substansanalyse benyttes for å sette verdiestimatet fra kapittel 11 i et annet perspektiv. Som følge av den nylige fusjonen, samt næringens turbulente situasjon, gav multippelvurderingene både svært spredte og negative verdier for selskapets egenkapital. Substansanalyse er ikke avhengig av at selskapet leverer positive resultatstørrelser på vurderingstidspunktet. Dette gjør at metoden vil kunne anvendes i SolstadFarstads tilfelle.

Kaldestad & Møller (2016) forklarer hvordan metoden tar utgangspunkt i markedsverdien av selskapets eiendeler. Deretter fratrekkes netto rentebærende gjeld og man får et verdiestimat for selskapets egenkapital. Der fundamental verdsettelse vurderer eiendelens bruksverdi gjennom nåverdien av fremtidig inntjening, forholder substansanalyse seg kun til eiendelenes omsetningsverdi i dag. Kvaliteten på estimatet fra metoden vil være svært avhengig av strukturen på selskapets som verdsettes. Ved å se vekk fra bruksverdi og inntjening vil metoden som regel undervurdere verdien av selskaper med betydelige immaterielle eiendeler (Kaldestad & Møller, 2016). Dyktige medarbeidere, nære kunderelasjoner og synergier mellom eiendeler lar seg ikke omsette til markedsverdi i en realiseringsprosess.

Selskaper som i hovedsak innehar omsettelige, materielle eiendeler er mer hensiktsmessig å vurdere i lys av substansanalyse. Kaldestad & Møller (2016) trekker frem flere årsaker til dette. At det eksiterer et marked for selskapets eiendeler er viktig for å vurdere virkelig verdi av eiendelene. Videre er det nødvendig at eiendelens verdi i begrenset grad er avhengig av selskapet som eier den. Det er utfordrende å verdsette en eiendel korrekt dersom verdien i stor grad avhenger av synergieffekter mellom andre eiendeler. Forfatterne trekker frem eiendom og skipsfart som bransjer egnet til bruk med substansmetoden, i motsetning til mer spesifiserte produksjonsbedrifter.

Med bakgrunn i argumentasjonen ovenfor virker det hensiktsmessig å vurdere verdien av SolstadFarstads egenkapital i lys av substansanalyse. Historisk har man sett at fartøy i stor grad har byttet hender innen offshore supply, hvilket underbygger at det eksiterer et marked for selskapets driftseiendeler. Som nevnt i kapittel 4.2.1 utfører skipene tjenester som er nokså

uavhengig av synergier fra andre eiendeler, sett vekk fra funksjoner på land. Kaldestad & Møller (2016) sitt moment om begrenset eierbetydning for eiendelsverdi er dermed tatt hensyn til i SolstadFarstads tilfelle.

For å vurdere selskapets substansverdi er det nødvendig å beregne den virkelige verdien av fartøyene til SolstadFarstad. Selv om SolstadFarstad rapporterer etter IFRS er det rom for avvik mellom bokført og virkelig verdi av skipene (Kaldestad & Møller, 2016). Ved hjelp av salgstransaksjoner foretatt av selskapet i 2017 kan vi danne oss et bilde av flåtens markedsverdi.

I april 2017 avhendet Solstad PSV-fartøyet «Normand Vester». I juni overleverte samme selskap også PSV-fartøyet «Normand Carrier» til nye eiere. Felles for begge transaksjonene er at begge ikke hadde noen vesentlig regnskapsmessig betydning for Solstad (Holøien, 2017; Parr, 2017).

Ankerhåndteringsfartøyet «Nor Star» ble solgt ut av SolstadFarstad i november 2017. I likhet med salg av PSV-ene resulterte ikke AHTS-salget i noen regnskapseffekt av betydning for selskapet (Parr, 2017a).

En transaksjon som derimot viste seg å utløse en vesentlig regnskapsmessig effekt var et salg av en CSV. Det tidligere Rem Offshore-skipet «Rem Etive» ble solgt ut av Solstad i februar 2017. Salget utløste en regnskapsmessig gevinst på 18 MNOK for selskapet (Seljehaug, 2017).

Selskapets nedskrivninger må kommenteres før en samlet vurdering av den virkelige verdien av selskapets flåte kan finne sted. Som avdekket i kapittel 5 i denne oppgaven har SolstadFarstad måttet ta betydelige nedskrivninger siden 2014. Nedskrivninger kommer som følge av at selskapet må foreta en vurdering av eiendelers omsetningsverdi på balansetidspunktet og hvilket potensial for fremtidig inntjening som foreligger. Verdien til eiendelene settes til den høyeste av disse størrelsene, i tråd med rapportering etter IFRS (Deloitte, 2017b). Kaldestad & Møller (2016) understreker hvordan avvik mellom disse størrelsene gjerne oppstår idet et driftsmiddel stiger i verdi. Mange selskap, slik som SolstadFarstad, rapporterer etter nedskrevet historisk kost. Dermed vil eiendelene rapporteres til nedskrevet, virkelig verdi når eiendelen har falt i verdi, mens økning i verdi ikke vil rapporteres før eventuelt salg finner sted. Som følge av selskapets omfattende nedskrivninger i senere tid er det nærliggende å anta at virkelig verdi på fartøyene er nær bokført verdi.

Med bakgrunn i argumentene ovenfor vil vi presentere selskapets eget estimat for substansverdi. I sin rapport for tredje kvartal 2017 viser SolstadFarstad til en bokført verdi på egenkapitalen på 21 NOK per aksje. Substansverdien per aksje er vurdert til 31 NOK. Selskapet selv er insentivert til å overdrive verdien av egne eiendeler. I lys av momentene ovenfor mener vi likevel at størrelsen gir relevant innsikt til vårt verdiestimat.

At substansverdien er høyere enn bokført verdi er i tråd med nevnte transaksjoner. Selskapet har i 2017 avhendet skip innenfor PSV og AHTS, de hardest rammede segmentene, uten vesentlig regnskapsmessig effekt. Dette kan tale for at nedskrivningene omtalt tidligere har resultert i en verdsettelse av eiendelene som er nærme virkelig verdi. Videre kan et salg av et CSV-fartøy med regnskapsmessig gevinst tyde på at det foreligger en mulig oppside i SolstadFarstads CSV-flåte. Det foreligger altså forhold som bidrar til å underbygge selskapets påstand om at substansverdien til selskapets driftseiendeler er høyere enn bokført verdi.

Som nevnt er selskapets eget estimat for substansverdi gjerne overvurdert i forhold til en objektiv og helt korrekt markedsverdi på flåten. Videre er det et interessant å merke seg at aksjonærene tilsynelatende har langt mer å tjene på å likvidere selskapet fremfor å opprettholde fortsatt drift. Substansverdien av selskapet bør ikke tolkes så bokstavelig i dette tilfellet. SolstadFarstads flåte utgjør en betydelig del av flåten offshore (NTB, 2017a). Det er nærliggende å anta at avhending av samtlige fartøy ville påvirket tilbudssiden betraktelig, hvilket ville medført avtakende priser for hvert solgte fartøy. Dette representerer en utgangsbarriere for SolstadFarstad, som diskutert i kapittel 4.2.5. At man vanskelig vil oppnå priser tilsvarende substansverdien er underbygget av at særlig markedet for AHTS og PSV er mettet, med betydelig tonnasje i opplag, lave rater og tomme ordrebøker hos verftene. Vi konstaterer at substansverdien av selskapet er høyere enn vårt verdiestimat, og vil benytte dette i den følgende rimelighetsvurderingen av vårt verdiestimat.

12.3 Oppsummering komparativ verdivurdering

Markedet er kritiske til SolstadFarstads evne til å skape merverdier gjennom driftseiendelene. Dette begrunnes av nivået på P/B-multiplikatoren i forrige delkapittel. Funn fra kapittel 6, 8 og 11 i denne oppgaven sammenfaller med dette. Det er hovedsakelig utsiktene til driften fremover som er negativ, mens balanseoppstillingen i dag er grunn til relativt mindre bekymring. Det later til at eiendelene har en teoretisk omsetningsverdi i markedet som ikke avviker betraktelig fra bokført verdi. Markedet har derimot ikke tillit til at selskapet vil levere

tilstrekkelig avkastning fra driften i forhold til kravet. Som en konsekvens er det et stort avvik i verdsettelsen av selskapets egenkapital fra de forskjellige metodene. Markedet har ikke tillit til at selskapet vil levere tilstrekkelig avkastning fra driften i forhold til kravet. Som en konsekvens er det et stort avvik i verdsettelsen av selskapets egenkapital fra de forskjellige metodene.

Estimatet på egenkapitalverdi fra kapittel 11 og markedets prising er forholdsvis nær hverandre målt i absolutt verdi, mens selskapets substansverdi avviker kraftig. Sistnevnte undervurderer konkurrisiko, en faktor som har betydelig innvirkning for både den fundamentale verdsettelsen og markedets prising av aksjen. Ved å utelukkende vurdere eiendelenes antatte omsetningsverdi er dette naturlig. Forhold som en svært tung gjeldsbyrde på selskapsnivå og en driftsulempe i forhold til bransjen er faktorer som ikke kommer til syne i ved vurdering av eiendelenes virkelige verdi. Disse faktorene minker selskapets utsikt til positive resultat, hvilket følgelig medfølger økt risiko for konkurs. Dermed bidrar konkurselementet å forklare hvorfor vårt estimat vil avvike betraktelig fra substansverdien.

Funnene i dette kapitlet bidrar i større grad til å illustrere utfordringene knyttet til verdsettelsen av SolstadFarstad enn å konkret bidra til å tallfeste verdiestimatet. De komparative metodene returnerer både positive og negative verdier for selskapets egenkapital som varierer i stor grad. Dette understreker konklusjonen fra kapittel 11 om at det knyttet betydelig usikkerhet til verdiestimatet av SolstadFarstad.

13. Oppsummering og handlingsstrategi

I dette kapittelet følger en kort oppsummering av de mest sentrale momentene i oppgaven. Kapittelet avsluttes med en handlingsstrategi for SolstadFarstads aksjeverdi.

13.1 Oppsummering

Innholdet i oppgavens første del la grunnlaget for den strategiske analysen foretatt i kapittel 4. Fra den eksterne bransjeanalysen kom vi frem til at næringen bærer preg av turbulente tider forårsaket av oljeprisfallet i 2014. Redusert etterspørsel fra petroleumsselskapene har medført en høyere grad av rivalisering mellom aktørene i OSV-næringen. Den interne ressursanalysen avdekket at SolstadFarstad opplever en midlertidig konkurransefordel som følge av at fusjonen har resultert i en eierstruktur med betydelig finansielle ressurser. I motsatt retning fører fusjonen til at flere selskap og funksjoner skal slås sammen, hvilket er ventet å sette organisasjonskulturen under press. Analysen avdekket at selskapets lave andel av CSV-fartøy relativt til konkurrentene er opphav til en strategisk ulempe i forhold til konkurrentene.

I kapittel 8 beregnet vi at selskapet har en driftsulempe på -12,69 % over analyseperiode, mens fordel fra finansiering på 5,11 % bidrar til at samlet strategisk ulempe er -7,58 % for SolstadFarstad.

I kapittel 9 ble konklusjonene fra analysene i kapittel 4 og 8 benyttet til å utarbeide SolstadFarstads fremtidsregnskap. Ved å vurdere fremtidsregnskapet mot avkastningskrav viser kapittel 10 at selskapet er ventet å ha en strategisk fordel på 0,13 % i steady state. Med utgangspunkt i fremtidige regnskap og avkastningskrav estimerte vi verdien av aksjekapitalen til å være 2,93kr per aksje. Videre sensitivitetsanalyse avdekket at verdiestimatet er preget av stor usikkerhet. Medregnet konkursrisiko justeres verdiestimatet til 2,56 kr per aksje. Kapittel 12 sammenholder verdiestimatet fra den fundamentale verdsettelsen mot komparative metoder. Felles for metodene er stor spredning i verdiestimat som følge av utfordringer knyttet til å benytte enkle verdsettelsesmetoder til å vurdere et nyfusjonert selskap i en turbulent bransje.

13.2 Handlingsstrategi

Som nevnt er det usikkerhet knyttet til verdiestimatet fra den fundamentale verdsettelsen i denne oppgaven. Delkapittel 11.5.2 diskuterte hvordan dette utgjør både et betydelig opp- og nedsidepotensial. Aksjen er svært spekulativ og kan dermed være av interesse for en risikovillig investor. Nedsiden er begrenset til null, mens potensiell oppside kan være stor. Gitt den betydelige usikkerheten knyttet til verdiestimatet beregner vi handlingsstrategien med et avvik på +/- 25 %. Dette gir en hold-anbefaling i intervallet 1,92-3,2kr per aksje. Per 5. desember er aksjekursen 5,01kr. Av dette følger at vi har en salgsanbefaling for SolstadFarstad-aksjen.

KJØP	HOLD	SELG
<1,92	1,92 – 3,2	>3,2

Tabell 13.1: Handlingsstrategi

14. Referanser

14.1 Faglitteratur

Andrade, G., Mitchell, M., & Stafford, E. (1987). New Evidence and Perspectives on Mergers. *Journal of Financial Economics*, 19, 329-349.

Barney, J. B. (2014). *Gaining and sustaining competitive advantage*. Harlow: Pearson.

Blume, M. E. (1975). Betas and Their Regression Tendencies. *The Journal of Finance*, 30(3), 785-795. Retrieved December 17, 2017, from <http://www.jstor.org/stable/2326858>

Boye, K., & Meyer, C. B. (2008). *Fusjoner og oppkjøp*. Oslo: Cappelen Akademisk.

Damodaran, A. (2012). *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*. Somerset: Wiley.

DeMarzo, P., & Berk, J. (2013). *Corporate Finance*. Essex: Pearson.

Det Norske Veritas. (2017). *Navigating a low-carbon*. Norges Rederiforbund. Retrieved from <https://www.rederi.no/DownloadFile/?file=176270>

Enehaug, H., & Thune, T. (2007). *Organisasjonskultur og mennesker i fusjonsprosesser*. Oslo: Arbeidsforskningsinstituttet. Retrieved December 17, 2017, from <http://www.umb.no/statisk/fusjonsprosessen/dokumenter/organisasjonskultur.pdf>

Gaughan, P. A. (2010). *Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings*. Hoboken: Wiley.

Gjesdal, F., & Johnsen, T. (1999). *Kravsetting, lønnsomhetsmåling og verdivurdering*. Oslo: Cappelen Akademiske forlag.

Healy, P. M., Palepu, K. G., & Ruback, R. S. (n.d.). Which Takeovers are Profitable: Strategic or Financial? *MIT Sloan Management Review*, 38(4), 45-57.

Hitchner, J. R. (2011). *Financial Valuation: Applications and Models*. Hoboken: Wiley.

Johnson, G., Scholes, K., & Whittington, R. (2009). *Fundamentals of Strategy*. Essex: Pearson Education Limited.

-
- Kaldestad, Y., & Møller, B. (2016). *Verdivurdering : teoretiske modeller og praktiske teknikker for å verdsette selskaper*. Bergen: Fagbokforlaget.
- Koller, T., Goedhart, M. H., & Wessels, D. (2010). *Valuation Measuring and Managing the Value of Companies, University Edition*. New Jersey: John Wiley & Sons Inc.
- Miller, M. H., & Modigliani, F. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *The American Economic Review*, 3, 261-297. Retrieved December 17, 2017, from <https://www.jstor.org/stable/pdf/1809766.pdf>
- Palepu, K. G., Healy, P. M., & Bernard, V. L. (2004). *Business analysis & valuation : using financial statements : text & cases*. Mason: Thomson/South-Western.
- Pastor, L. (2001). A Model Weighting Game in Estimating Expected Returns. *Financial Times, Mastering Investment*. Retrieved December 17, 2017
- Penman, S. H. (2013). *Financial statement analysis and security valuation*. New York: McGraw-Hill.
- Ravenscraft, J., & Scherer, F. (1987). Life after takeover. *Journal of Industrial Economics*, 36(2), 147-156.
- Risberg, A., & Meglio, O. (2010). Merger and acquisition outcomes - is it meaningful to talk about high failure rates? In Y. Weber (ed.), .. In Y. W. (ed.), *Handbook of Research on Merger and Acquisition* (p. 147). Cheltenham, UK and Northampton, USA.
- Sandbu, M. (2017). Økonomiske utsikter for Europa. *Norges Redriforbund - Konjunkturrapport 2017*.
- Slaubaugh, M. D., Pollock, K. S., & Schmelzle, G. (2004). Teaching Current and Quick Ratios Rules of Thumb. *Accounting Instructors' Report*. Retrieved December 2017, 2017, from http://college.cengage.com/accounting/resources/instructors/air/spring_2004/slaubaugh.html
- Standard & Poor's. (2016). 2015 Annual Global Corporate Default Study And Rating Transitions. *S&P Global Rating*, 1, 212-438. Retrieved December 17, 2017, from <https://www.spratings.com//documents/20184/774196/2015+Annual+Global+Corpor>

ate+Default+Study+And+Rating+Transitions/6d311074-5d56-4589-9ef8-a43615a6493b

Stopford, M. (2009). *Maritime Economics*. New York: Routledge Taylor & Francis Group.

Thompson, J. L. (2001). *Understanding corporate strategy*. London: Thompson Learning.

Willem van den End, J. (2011). Statistical Evidence on the Mean Reversion of Interest Rates. *DNB Working Paper(284)*. Retrieved December 17, 2017, from [https://www.dnb.nl/en/binaries/working paper 284_tcm47-252978.pdf](https://www.dnb.nl/en/binaries/working%20paper%20284_tcm47-252978.pdf)

14.2 Andre kilder

Berge, A. (2016). Deep Sea Supply opp 80 prosent etter joint venture med Marine Harvest | iLaks. Retrieved December 17, 2017, from <https://ilaks.no/deep-sea-supply-opp-80-prosent-etter-joint-venture-med-marine-harvest/>

Damodaran, A. (2017). Weblet Importer. Retrieved December 17, 2017, from http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html

Deloitte. (2017a). IAS 17 — Leases. Retrieved December 17, 2017, from <https://www.iasplus.com/en/standards/ias/ias17>

Deloitte. (2017b). IAS 36 — Impairment of Assets. Retrieved December 17, 2017, from <https://www.iasplus.com/en/standards/ias/ias36>

Deloitte. (2017c). IAS 37 — Provisions, Contingent Liabilities and Contingent Assets. Retrieved December 17, 2017, from <https://www.iasplus.com/en/standards/ias/ias37>

Deloitte. (2017d). IAS 8 — Accounting Policies, Changes in Accounting Estimates and Errors. Retrieved December 17, 2017, from <https://www.iasplus.com/en/standards/ias/ias8>

Deloitte. (2017e). IFRS 9 — Financial Instruments. Retrieved December 17, 2017, from <https://www.iasplus.com/en/standards/ifrs/ifrs9>

Fiskeridepartementet. (2014). Meld. St. 27 (2013–2014). Retrieved from <https://www.regjeringen.no/no/dokumenter/Meld-St-27-20132014/id763968/sec2>

Flaaten, G. (2015). - Opplag er ikke det det var. Retrieved December 17, 2017, from <https://sysla.no/maritim/opplag-er-ikke-det-det-var/>

Flaaten, G. (2016). Kjemper for å holde svindyre subsea-skip i drift. Retrieved December 17, 2017, from <https://sysla.no/offshore/kjemper-for-a-holde-svindyre-subsea-skip-i-drift/>

Flaaten, G. (2017a). Er dette tegnet hele offshore-Norge har ventet på? Retrieved December

- 17, 2017, from <https://sysla.no/maritim/er-dette-tegnet-hele-offshore-norge-har-ventet-pa/>
- Flaaten, G. (2017b). For tre år siden stengte slusene. Nå er høyrisikogjelden på vei opp. Retrieved December 17, 2017, from <https://sysla.no/maritim/tre-ar-siden-stengte-slusene-na-er-hoyrisikogjelden-pa-vei-opp/>
- Flaaten, G., & Økland, J. (2016a). Aldri før har offshore-Norge hatt så mye høyrisikogjeld. Retrieved December 17, 2017, from <https://sysla.no/maritim/aldri-for-har-offshore-norge-hatt-sa-mye-hoyrisikogjeld/>
- Flaaten, G., & Økland, J. (2016b). Dette er obligasjonslån. Retrieved December 17, 2017, from <https://sysla.no/offshore/dette-er-obligasjonslan/>
- Framstad, A. (2017). Null appetitt på nye offshoreskip - Shipping - Børs og Finans - E24. Retrieved December 17, 2017, from <https://e24.no/boers-og-finans/shipping/null-appetitt-paa-nye-offshoreskip/24104052>
- Frantsvold, T., Havnes, H., & Ytreberg, R. (2017). Farstad dropper redningsforsøk med Siem - DN.no. Retrieved December 17, 2017, from <https://www.dn.no/nyheter/2017/01/05/0844/Offshorekrisen/farstad-dropper-redningsforsok-med-siem>
- Halvorsen, M. (2017). Siv Jensen: – På tide å gi mindre gass - DN.no. Retrieved December 17, 2017, from <https://www.dn.no/nyheter/2017/10/10/1605/Makroekonomi/siv-jensen-pa-tide-a-gi-mindre-gass>
- Havnes, H. (2016). Tjener penger midt i krisen - DN.no. Retrieved December 17, 2017, from <https://www.dn.no/nyheter/energi/2016/06/08/0816/Brasil/tjener-penger-midt-i-krisen>
- Helgesen, L., & Stige, P. (2017). Kutter rundt 35 stillinger i Ålesund -smp.no/nyheter – Nyheter fra Ålesund, Sunnmøre og Nordvestlandet. Retrieved December 17, 2017, from <http://www.smp.no/nyheter/2017/08/24/Kutter-rundt-35-stillinger-i-Ålesund-15200518.ece>
- Heskestad, T. (2016). Røde flagg i regnskapet. In *Økonomi- og regnskapstreff i Sør-Kristiansand*. Retrieved from <https://www.google.no/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=1&cad=rja&uact=8&ved=0ahUKEWjytprDqP3XAhWpNJoKHZzoDnAQFggsMAA&url=https%3A%2F%2Fwww.uia.no%2Fen%2Fcontent%2Fdownload%2F54470%2F565040%2Ffile%2F2.%2520R%25C3%25B8de%2520flagg%2520i%2520regnskapet>
- Holøien, M. (2017). Solstad Offshore selger skip - hegnar.no. Retrieved December 17, 2017, from <http://www.hegnar.no/Nyheter/Boers-finans/2017/04/Solstad-Offshore-selger-skip>
- Hovland, K. (2017). DNB Markets nedjusterer oljepris-anslag: Derfor bommet Olje-Kjus - Torbjørn Kjus - Energi - E24. Retrieved December 17, 2017, from <https://e24.no/energi/torbjoern-kjus/dnb-markets-nedjusterer-oljepris-anslag-derfor-bommet-olje-kjus/24109780>
- IMO. (2017). About IMO. Retrieved December 17, 2017, from <http://www.imo.org/en/About/Pages/Default.aspx>

- Langberg, Ø. (2017). «Vi er lenket til et lik», sa briter om Europa før brexit. Nå er alt snudd på hodet. - Aftenposten. Retrieved December 17, 2017, from https://www.aftenposten.no/verden/i/kkWjX/Vi-er-lenket-til-et-lik_-sa-briter-om-Europa-for-brexit-Na-er-alt-snudd-pa-hodet
- Lorch-Falch, S. (2016). Laksefest: – 2016 har vært et ekstremt toppår - Laks - Privat - E24. Retrieved December 17, 2017, from <https://e24.no/privat/laks/laksefest-2016-har-vaert-et-ekstremt-toppaar/23878778>
- Maritimt Forum. (2015). Om næringen - Nordvest - Maritimt Forum. Retrieved December 17, 2017, from <http://maritimt-forum.no/nordvest/om-oss/om-naeringen/>
- Maritimt Forum. (2016). Nedskrivninger gav milliardunderskudd i Solstad - Haugalandet Sunnhordland - Maritimt Forum. Retrieved December 17, 2017, from <http://maritimt-forum.no/haugalandet-sunnhordland/nedskrivninger-gir-milliardunderskudd-i-solstad/>
- Norges Bank. (2017a). Inflasjon. Retrieved December 17, 2017, from <http://www.norges-bank.no/statistikk/inflasjon/>
- Norges Bank. (2017b). *Pengepolitisk rapport 3/2017*. Retrieved from http://static.norges-bank.no/contentassets/d62c89ee2f7f4078952658b3cf79757c/ppr_3_17.pdf?v=09/21/2017134014&ft=.pdf
- Norges Bank. (2017c). *Pengepolitisk rapport 4/2017*. Retrieved from http://static.norges-bank.no/contentassets/bf93b8d53485444282c5118f4cab81ca/ppr_4_17.pdf?v=12/14/2017131154&ft=.pdf
- Norges Rederiforbund. (2011). Maritim nyskaping - felles satsing gir felles fortjeneste. Retrieved from <https://www.rederi.no/DownloadFile/?file=19981>
- Norges Rederiforbund. (2014). Norske offshorerederier - skaper verdier lokalt, vinner globalt. Retrieved from <https://www.rederi.no/DownloadFile/?file=742>
- Norges Rederiforbund. (2016a). Konjunkturrapport 2016. Retrieved from <https://www.rederi.no/DownloadFile/?file=93534>
- Norges Rederiforbund. (2016b). Vanskelig år for offshore | Norges Rederiforbund. Retrieved December 17, 2017, from <https://www.rederi.no/aktuelt/2017/vanskelig-ar-for-offshore/>
- Norges Rederiforbund. (2017a). En viktig seier for norsk maritim kompetanse | Norges Rederiforbund. Retrieved December 17, 2017, from <https://www.rederi.no/aktuelt/2017/en-viktig-seier-for-norsk-maritim-kompetanse/>
- Norges Rederiforbund. (2017b). Konjunkturrapport 2017. Retrieved from <https://www.rederi.no/DownloadFile/?file=150171>
- Norsk Petroleum. (2017). Eksport av norsk olje og gass - Norskpetroleum.no. Retrieved December 17, 2017, from <http://www.norskpetroleum.no/produksjon-og-eksport/eksport-av-olje-og-gass/>
- Norsk Skipsfartshistorisk Selskap. (n.d.). De første forsyningskip — Skipet. Retrieved December 17, 2017, from <http://skipet.medialog.no/maritimt/offshore/de-forste->

forsyningsskip

- NTB. (2015). Seks av ti skip i norsk utenriksfart har utenlandsk flagg - Makro og politikk - E24. Retrieved December 17, 2017, from <https://e24.no/makro-og-politikk/seks-av-ti-skip-i-norsk-utenriksfart-har-utenlandsk-flagg/23434854>
- NTB. (2017a). Fredriksen og Røkke går sammen i ny offshore-gigant - Aftenposten. Retrieved December 17, 2017, from <https://www.aftenposten.no/okonomi/i/57xQ6/Fredriksen-og-Rokke-gar-sammen-i-ny-offshore-gigant>
- NTB. (2017b). Gigantfusjon godkjent, alt klart for rederiet Solstad Farstad - DN.no. Retrieved December 17, 2017, from <https://www.dn.no/nyheter/2017/04/25/2127/Shipping/gigantfusjon-godkjent-alt-klart-for-rederiet-solstad-farstad>
- Oslo Børs. (2017). NewsWeb. Retrieved December 17, 2017, from <http://www.newsweb.no/newsweb/search.do?messageId=419238>
- Parr, O. S. (2016). Siem redder Farstad Shipping - hegnar.no. Retrieved December 17, 2017, from <http://www.hegnar.no/Nyheter/Boers-finans/2016/11/Siem-redder-Farstad-Shipping>
- Parr, O. S. (2017a). Solstad Farstad solgte skip - hegnar.no. Retrieved December 17, 2017, from <http://www.hegnar.no/Nyheter/Energi/2017/11/Solstad-Farstad-solgte-skip>
- Parr, O. S. (2017b). Solstad Offshore selger skip - hegnar.no. Retrieved December 17, 2017, from <http://www.hegnar.no/Nyheter/Energi/2017/06/Solstad-Offshore-selger-skip>
- PwC. (2014). Risikopremien i det norske markedet. Retrieved from <https://www.pwc.no/no/publikasjoner/verdivurdering/risikopremien-2014-2015.pdf>
- PwC. (2016). Risikopremien i det norske markedet. Retrieved from <https://www.pwc.no/no/publikasjoner/verdivurdering/risikopremien-2016.pdf>
- Seljehaug, J. I. (2017). Solstad Offshore selger skip - hegnar.no. Retrieved December 17, 2017, from <http://www.hegnar.no/Nyheter/Boers-finans/2017/02/Solstad-Offshore-selger-skip>
- Solstad Offshore ASA. (2016). *Årsrapport 2016*.
- SolstadFarstad ASA. (2017). *Kvartalsrapport 2/2017*.
- SolstadFarstad ASA. (2017). *Kvartalsrapport 3/2017*.
- SSB. (2017). Moderat konjunkturoppgang i første halvår 2017 - SSB. Retrieved December 17, 2017, from <http://www.ssb.no/nasjonalregnskap-og-konjunkturer/artikler-og-publikasjoner/moderat-konjunkturoppgang-i-forste-halvar-2017>
- Statoil ASA. (2017). Våre havvindprosjekter - Våre havvindprosjekter - statoil.com. Retrieved December 17, 2017, from <https://www.statoil.com/no/what-we-do/new-energy-solutions/our-offshore-wind-projects.html>

-
- Strandli, A. (2017a). Førjulgave til offshorerederiene - hegnar.no. Retrieved December 17, 2017, from <http://www.hegnar.no/Nyheter/Boers-finans/2017/12/Foerjulgave-til-offshorerederiene>
- Strandli, A. (2017b). Storfusjonen er banket igjennom - hegnar.no. Retrieved December 17, 2017, from <http://www.hegnar.no/Nyheter/Boers-finans/2017/03/Storfusjonen-er-banket-igjennom>
- Sundberg, J. (2016). Slik er brikkene i supply-puslespillet - Aker - Børs og Finans - E24. Retrieved December 17, 2017, from <https://e24.no/boers-og-finans/aker/slik-er-brikkene-i-supply-puslespillet/23761141>
- Sundberg, J. (2017a). Røkke håper på flerdobling av supply-investering - Kjell Inge Røkke - Børs og Finans - E24. Retrieved December 17, 2017, from <https://e24.no/boers-og-finans/kjell-inge-roekke/roekke-haaper-paa-flerdobling-av-supply-investering/23979187>
- Sundberg, J. (2017b). Solstad Farstad varsler kald vinter før supplyopptur - Solstad Offshore - Børs og Finans - E24. Retrieved December 17, 2017, from <https://e24.no/boers-og-finans/solstad-offshore/solstad-farstad-varsler-kald-vinter-foer-supplyopptur/24130182>
- Sundberg, J. (2017c). SolstadFarstad forsøker å kvitte seg med hvert 5. skip i en jafs - Solstad Offshore - Børs og Finans - E24. Retrieved December 17, 2017, from <https://e24.no/boers-og-finans/solstad-offshore/solstadfarstad-forsoeker-aa-kvitte-seg-med-hvert-5-skip-i-en-jafs/24183924>
- Sundberg, J., & Framstad, A. (2017). Siem ber om lettelser - Skipsfart - Børs og Finans - E24. Retrieved December 17, 2017, from <https://e24.no/boers-og-finans/skipsfart/siem-ber-om-lettelser/24191309>
- Sundberg, J., & Lorentzen, M. (2017). Så mye kan oljeinvesteringene stige neste år - Aker BP - Makro og politikk - E24. Retrieved December 17, 2017, from <https://e24.no/makro-og-politikk/aker-bp/saa-mye-kan-oljeinvesteringene-stige-neste-aar/24203378>
- Sysla Maritim. (2017). Maritim - SYSLA. Retrieved December 17, 2017, from https://sysla.no/maritim/opplagsregisteret/?_ga=2.73873367.473249530.1506328881-2036828564.1504007129
- Vosgraff, S. (2016a). Solstad Offshore og REM Offshore fusjonerer - hegnar.no. Retrieved December 17, 2017, from <http://www.hegnar.no/Nyheter/Boers-finans/2016/07/Solstad-Offshore-og-REM-Offshore-fusjonerer>
- Vosgraff, S. (2016b). Vil ha færre og større rederier - hegnar.no. Retrieved December 17, 2017, from <http://www.hegnar.no/Nyheter/Boers-finans/2016/04/Vil-ha-faerre-og-stoerre-rederier>
- Westshore. (2017). Westshore Shipbrokers - Home Page. Retrieved December 17, 2017, from <http://westshore.no/>
- Ytreberg, R. (2017). 80 av 110 offshore-skip i opplag kan være utrangerte - DN.no. Retrieved December 17, 2017, from <https://www.dn.no/nyheter/2017/01/05/2054/Shipping/16-milliarder-kan-ruste-bort>

Aadland, C. (2017). Dette gigantskipet skal gå på batterier. Retrieved December 17, 2017, from <https://sysla.no/maritim/dette-gigantskipet-skal-ga-pa-batterier/>

14.3 Års- og kvartalsrapporter

Relevante års- og kvartalsrapporter er hentet fra selskapenes offentlige hjemmesider.

SolstadFarstad: <https://www.solstadfarstad.com/business/investor-relations/financial-reports/>

Merk at for de fusjonerte selskapene er ikke årsrapporter for 2006 til 2016 å finne på selskapenes nettsider. Dette kommer som følge av at de tidligere nettsidene til Solstad, Farstad og Deep Sea er slettet eller ryddet for tidligere finansielle rapporter. Årsrapportene er tilgjengelig fra Oslo Børs' offisielle nettsted for meldinger: <http://www.newsweb.no/newsweb/search.do>

DOF: <http://www.dof.no/en-GB/Investor-Relations/Reports-Presentations>

Siem: <http://www.siemoffshore.com/Default.aspx?ID=9>

Havila: <http://www.havila.no/investor-relations/reports-and-presentations>

14.4 Forelesningsnotater

BUS440, Regnskapsanalyse og Verdivurdering, Norges Handelshøyskole. Hentet fra <http://euribor.rente.nhh.no/master/bus440/plansjar.htm>

Knivsflå, K. H. (2017a) *F3: Regnskapsanalyse – Ramme og trailing*

Knivsflå, K. H. (2017b) *F4: Omgruppering for analyse*

Knivsflå, K. H. (2017c) *F5: Omgruppering av balanse og kontantstrøm*

Knivsflå, K. H. (2017d) *F6: Regnskapsbasert måling og målefeil*

Knivsflå, K. H. (2017e) *F8: Kredittvurdering*

Knivsflå, K. H. (2017f) *F9: Avkastningskrav*

Knivsflå, K. H. (2017g) *F10: Strategisk rentabilitetsanalyse*

Knivsflå, K. H. (2017h) *F11: Strategisk driftsanalyse*

Knivsflå, K. H. (2017i) *F13: Fremtidsregnskap*

Knivsflå, K. H. (2017j) *F14: Fremtidsregnskap*

Knivsflå, K. H. (2017k) *F15: Fremtidskrav – analyse av strategisk fordel i fremtidsregnskapet*

Knivsflå, K. H. (2017l) *F16: Fundamental verdivurdering – Egenkapitalmetoden*

Knivsflå, K. H. (2017m) *F17: Fundamental verdivurdering – Selskapsmetoden og verdikonvergens*

Knivsflå, K. H. (2017n) *F18: Usikkerhet i verdiestimat*

Knivsflå, K. H. (2017o) *F21: Komparativ verdivurdering*

15. Oversikt over forkortelser

AM	=	anleggsmidler
AFR	=	annet fullstendig resultat
AHTS	=	ankerhåndteringskip
B	=	bransje
BF	=	bransjefordel
CSV	=	konstruksjonsserviceskip
DAFR	=	driftsrelatert annet fullstendig resultat
DAM	=	driftsrelaterte anleggsmidler
DAK	=	driftsrelatert arbeidskapital
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	=	egenkapitalrentabilitet
ekk	=	egenkapitalkrav
ekp	=	egenkapitalprosent
EV	=	enterprise value
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
fss	=	finansskattesats
GFD	=	gearingfordel drift
KDG	=	kortsiktig driftsrelatert gjeld
KG	=	kortsiktig gjeld
KON	=	kontanter
krp	=	kredittrisikopremie
IAS	=	International Accounting Standards
IFRS	=	International Financial Reporting Standards
INV	=	investeringer
ilp	=	illikviditetspremie
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 / utbyttmodellen
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
nfg	=	netto finansiell gjeldsrentabilitet
NFK	=	netto finanskostnad
NFI	=	netto finansinntekt
NF	=	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/B	=	Pris/Bok
PSV	=	plattformforsyningsskip
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
VEK	=	verdi egenkapital
VNDK	=	verdi av netto driftskapital
VNFG	=	verdien av netto finansiell gjeld
VMI	=	verdien av minoritetsinteresser

16. Tabell- og figuroversikt

16.1 Tabelloversikt

Tabell 2.1: Flåtesammensetning, SolstadFarstad	41
Tabell 2.2: Spotmarked og kontraktsdekning, 2017 og 2018.....	42
Tabell 2.3: Geografiske lokasjoner, SolstadFarstad	43
Tabell 4.1: Ulike tiltak til vurdering for å redusere CO ₂ -utslipp til havs (Det Norske Veritas, 2017, s. 2)	65
Tabell 4.2: VRIO-analyse, oppsummering.....	81
Tabell 4.3: SWOT-analyse	82
Tabell 5.1: Resultatregnskap SolstadFarstad, 2007-2017	88
Tabell 5.2: Eiendeler SolstadFarstad, 2007-2017	89
Tabell 5.3: Egenkapital og gjeld SolstadFarstad, 2007-2017.....	90
Tabell 5.4: Egenkapitalbevegelser SolstadFarstad, 2007-2017.....	91
Tabell 5.5: Trailing SolstadFarstad 2017	92
Tabell 5.6: Fullstendig driftsresultat før skatt SolstadFarstad, 2007-2017	97
Tabell 5.7: Fullstendig finansresultat før skatt SolstadFarstad, 2007-2017	97
Tabell 5.8: Eksempler på unormale drifts- og finansposter	98
Tabell 5.9: Fullstendig driftsresultat sortert etter normale og unormale poster SolstadFarstad, 2007-2017.....	99
Tabell 5.10: Fullstendig finansresultat sortert etter normale og unormale poster SolstadFarstad, 2007-2017.....	99
Tabell 5.11: Skattesats, 2007-2017	100
Tabell 5.12: Normalisert driftsrelatert skattesats SolstadFarstad, 2007-2017.....	100
Tabell 5.13: Fordeling av skattekostnad, finanselementer SolstadFarstad, 2007-2017	101
Tabell 5.14: Oppsummering skattefordeling SolstadFarstad, 2007-2017	102
Tabell 5.15: Omgruppert resultatregnskap SolstadFarstad, 2007-2017	102
Tabell 5.16: Omgruppert driftsrelaterte og finansielle eiendeler SolstadFarstad, 2007-2017	104
Tabell 5.17: Omgruppert driftsrelatert og finansiell egenkapital og gjeld SolstadFarstad, 2007-2017	106
Tabell 5.18: Omgruppert totalbalanse SolstadFarstad, 2007-2017	106
Tabell 5.19: Utrekning av NAM og DAK SolstadFarstad, 2007-2017.....	107

Tabell 5.20: Sysselsatt balanse SolstadFarstad, 2007-2017	108
Tabell 5.21: Netto finansiell gjeld, SolstadFarstad 2007-2017	109
Tabell 5.22: Netto driftskapital, SolstadFarstad, 2007-2017	109
Tabell 5.23: Tidsvektning	113
Tabell 6.1: Likviditetsgrad 1, 2007-2017	116
Tabell 6.2: Likviditetsgrad 2, 2007-2017	118
Tabell 6.3: Langsiktig finansiell gjeldsdekningsgrad, 2007-2017	120
Tabell 6.4: Kortsiktig finansiell gjeldsdekningsgrad, 2007-2017	121
Tabell 6.5: Rentedekningsgrad, 2007-2017	122
Tabell 6.6: Egenkapitalprosent, 2007-2017	124
Tabell 6.7: Netto driftsrentabilitet, 2007-2017.....	126
Tabell 6.8: Finansieringsmatrise SolstadFarstad, 2017	127
Tabell 6.9: Finansieringsmatrise i prosent SolstadFarstad, 2007-2017	128
Tabell 6.10: Finansieringsmatrise prosent bransje, 2007-2017.....	128
Tabell 6.11: Syntetisk rating SolstadFarstad, 2007-2017	130
Tabell 6.12: Syntetisk rating bransje, 2007-2017	131
Tabell 7.1: Risikofri rente, 2007-2017	134
Tabell 7.2: Egenkapitalbeta.....	137
Tabell 7.3: Kredittrisikopremie	139
Tabell 7.4: Finansielt gjeldskrav SolstadFarstad, 2007-2017	139
Tabell 7.5: Finansiell gjeldsbeta SolstadFarstad 2007-2017.....	140
Tabell 7.6: Finansielt eiendelskrav SolstadFarstad, 2007-2017.....	141
Tabell 7.7: Finansiell eiendelsbeta SolstadFarstad, 2007-2017	141
Tabell 7.8: Netto finansielt gjeldskrav SolstadFarstad, 2007-2017	142
Tabell 7.9: Netto finansiell gjeldsbeta SolstadFarstad, 2007-2017.....	142
Tabell 7.10: Netto driftsbeta SolstadFarstad, 2007-2017.....	143
Tabell 7.11: Egenkapitalbeta SolstadFarstad, 2007-2017	143
Tabell 7.12: Egenkapitalkrav SolstadFarstad, 2007-2017	144
Tabell 7.13: Minoritetskrav SolstadFarstad, 2007-2017	144
Tabell 7.14: Netto driftskrav SolstadFarstad, 2007-2017	145
Tabell 7.15: Sysselsatt kapitalkrav SolstadFarstad, 2007-2017	145
Tabell 8.1: Egenkapitalrentabilitet SolstadFarstad, 2007-201	147
Tabell 8.2: Superrentabilitet SolstadFarstad, 2007-2017	148
Tabell 8.3: Ekstern bransjefordel, 2007-2017	149

Tabell 8.4: Intern ressursfordel, 2007-2017	149
Tabell 8.5: Egenkapitalkravfordel, 2007-2017.....	150
Tabell 8.6: Strategisk fordel SolstadFarstad, 2007-2017	151
Tabell 8.7: Ren driftsfordel SolstadFarstad, 2007-2017	153
Tabell 8.8: Bransjefordel drift, 2007-2017.....	154
Tabell 8.9: Ressursfordel drift, 2007-2017	154
Tabell 8.10: Vektet marginfordel, 2007-2017	155
Tabell 8.11: Common size-analyse SolstadFarstad, 2007-2017	155
Tabell 8.12: Common size, sammenligning, 2007-2017.....	159
Tabell 8.13: Omløpsfordel, 2007-2017	160
Tabell 8.14: Omløpet til netto driftseiendeler SolstadFarstad, 2007-2017	160
Tabell 8.15: Omløpet til nettodriftseiendeler SolstadFarstad, 2007-2017	163
Tabell 8.16: Ren driftsfordel SolstadFarstad, 2007-2017	163
Tabell 8.17: Gearingfordel drift SolstadFarstad, 2007-2017	164
Tabell 8.18: Driftsfordel SolstadFarstad, 2007-2017	164
Tabell 8.19: Finansieringsfordel NFG SolstadFarstad, 2007-2017.....	165
Tabell 8.20: Finansieringsfordel finansiell gjeld SolstadFarstad, 2007-2017	166
Tabell 8.21: Finansieringsfordel finansielle eiendeler SolstadFarstad, 2007-2017	167
Tabell 8.22: Finansieringsfordel minoritet SolstadFarstad, 2007-2017	168
Tabell 8.23: Samlet finansieringsfordel SolstadFarstad, 2007-2017	169
Tabell 8.24: Strategisk fordel SolstadFarstad, 2007-2017	169
Tabell 9.1: Historisk driftsinntektsvekst, 2007-2017	173
Tabell 9.2: Historisk egenkapitalvekst, 2007-2017.....	174
Tabell 9.3: Driftsinntektsvekst, 2018-2032.....	180
Tabell 9.4: Omløp netto driftseiendeler, 2018-2032	182
Tabell 9.5: Netto driftsmargin, 2018-2032.....	185
Tabell 9.6: Finansiell gjeld, 2018-2032.....	186
Tabell 9.7: Finansielle eiendeler, 2018-2032	187
Tabell 9.8: Netto finansiell gjeld, 2018-2032.....	187
Tabell 9.9: Finanskostnad, 2018-2032	188
Tabell 9.10: Finansinntekter, 2018-2032	189
Tabell 9.11: Netto finanskostnader, 2018-2032	189
Tabell 9.12: Minoritetsinteresser, 2018-2032	189
Tabell 9.13: Netto minoritetsresultat, 2018-2032	190

Tabell 9.14: Fremtidsresultat, 2017-2032	191
Tabell 9.15: Sysselsatt kapital, 2017-2032.....	191
Tabell 9.16: Netto driftskapital, 2017-2032	191
Tabell 9.17: Kontantstrøm, 2017-2032	191
Tabell 10.1: Risikofri rente, 2018-2032	193
Tabell 10.2: Netto driftsbeta, 2018-2032	193
Tabell 10.3: Egenkapitalkrav, 2018-2032	194
Tabell 10.4: Minoritetskrav, 2018-2032	194
Tabell 10.5: Syntetisk rating, 2018-2032	195
Tabell 10.6: Finansielt gjeldskrav, 2018-2032.....	195
Tabell 10.7: Finansiell gjeldsbeta, 2018-2032	195
Tabell 10.8: Finansielt eiendelskrav, 2018-2032	196
Tabell 10.9: Finansiell eiendelsbeta, 2018-2032.....	196
Tabell 10.10: Netto finansielt eiendelskrav, 2018-2032	196
Tabell 10.11: Netto finansiell gjeldsbeta, 2018-2032	196
Tabell 10.12: Netto driftskrav, 2018-2032.....	197
Tabell 10.13: Strategisk fordel, 2018-2032.....	198
Tabell 10.14: Superprofitt, 2018-2032.....	199
Tabell 11.1: Fri kontantstrømmodellen, egenkapitalmetoden.....	202
Tabell 11.2: Superprofittmodellen, egenkapitalmetoden	203
Tabell 11.3: Superprofittvekstmodellen, egenkapitalmetoden.....	203
Tabell 11.4: Virkelig verdi minoritetsinteresser, fri kontantstrømmodellen.....	203
Tabell 11.5: Virkelig verdi netto finansiell gjeld, superprofittmodellen.....	203
Tabell 11.6: Fri kontantstrømmodellen, selskapskapitalmetoden	203
Tabell 11.7: Superprofittmodellen, selskapskapitalmetoden	203
Tabell 11.8: Superprofittvekstmodellen, selskapskapitalmetoden.....	204
Tabell 11.9: Egenkapitalverdi etter første steg.....	204
Tabell 11.10: Netto driftsbeta, steg 10, 2018-2032.....	205
Tabell 11.11: Konvergeringsprosess, steg 1-10	206
Tabell 11.12: Driftsinntektsvekst, kritisk risikofaktor	208
Tabell 11.13: Netto driftsmargin, kritisk risikofaktor	209
Tabell 11.14: Omløp driftseiendeler, kritisk risikofaktor	210
Tabell 11.15: Finansiell gjeldsrente, kritisk risikofaktor	210
Tabell 11.16: Finansiell gjeldsdel, kritisk risikofaktor	211

Tabell 11.17: Risikofri rente, kritisk risikofaktor.....	211
Tabell 11.18: Markedets risikopremie, kritisk risikofaktor.....	211
Tabell 12.1: Inndata, komparativ verdsettelse.....	219
Tabell 12.2: Utrekning, P/B-multiplikator	221
Tabell 12.3: Utrekning, EV/Salg-multiplikator.....	222
Tabell 12.4: Utrekning, EV/EBITDA-multiplikator	223
Tabell 13.1: Handlingsstrategi	229

16.2 Figuroversikt

Figur 2.1: Utvikling i den norskkontrollert offshoreflåten (Norges Rederiforbund, 2016a, s65)	20
Figur 2.2 Typiske kortvarige sykluser i shipping (Stopford, 2009, s. 97).....	22
Figur 2.3: Shipping risk (Stopford, 2009, s. 102).....	24
Figur 2.4: USD per fat. Januar 2010 til desember 2020 (Norges Bank, 2017b, s. 8).....	26
Figur 2.5: Global balanse i oljemarkedet. Millioner fat per dag. 1. kvartal 2012 til 2. kvartal 2017 (Norges Bank, 2017, s. 17).....	27
Figur 2.6: Petroleumsinvesteringer. Faste 2017-priser. Milliarder kroner. 2010-2020 (Norges Bank, 2017, s. 33).....	27
Figur 2.7 Utestående obligasjonsgjeld ved årets slutt (Flaaten & Økland, 2016a)	31
Figur 2.8: Utstedelse av ny obligasjonsgjeld til OSV. Milliarder kroner (Flaaten, 2017b) ...	32
Figur 2.9 Dagrater stor AHTS. Tusen GBP (Westshore, 2017).....	34
Figur 2.10 Dagrater stor PSV. Tusen GBP (Westshore, 2017)	35
Figur 2.11: Utviklingen i antall skip og rigger i opplag fra 2015 til 2017 (Norges Rederiforbund, 2017b, s. 41).....	35
Figur 2.12: Aksjekurs YTD, Solstad, Farstad, Deep Sea	40
Figur 4.1: Andel rederier som vurderer konkurransedyktigheten av den norske rederiskatt- og refusjonsordningen (Norges Rederiforbund, 2016a, s. 67)	56
Figur 4.2: Andel rederier som mener avvikling av formuesskatten på arbeidende kapital vil være tilstrekkelig for å sikre konkurransedyktige rammevilkår for norsk privat eierskap (Norges Rederiforbund, 2016a, s. 69)	57
Figur 4.3: Offshore service-rederienes viktigste markeder (Norges Rederiforbund, 2017b, s. 53).....	58

Figur 4.4: Styringsrenten med usikkerhetsvifte. Prosent. 1. kvartal 2010 til 4. kvartal 2020 (Norges Bank, 2017, s. 36).....	61
Figur 4.5: Rederienes forventinger om kapitaltilgang i 2017. Fordelt på rederisegmenter (Norges Rederiforbund, 2017b, s. 50).....	62
Figur 4.6: Estimert utfall av ulike tiltak for å redusere CO ₂ -utslipp til havs (Det Norske Veritas, 2017, s. 3).....	65
Figur 4.7: Porter's Five Forces.....	68
Figur 5.1: Fordeling av FNR.....	95
Figur 5.2: Fordeling av FNR til respektive balanseposter.....	96
Figur 5.3: Stegvis prosess, omgruppering av balansen.....	104
Figur 5.4: Stegvis prosess fra total til sysselsatt kapital.....	107
Figur 5.5: Stegvis prosess fra sysselsatt til netto driftskapital.....	108
Figur 5.6: Rammeverk for strategisk regnskapsanalyse.....	112
Figur 6.1: Likviditetsgrad 1, 2007-2017.....	117
Figur 6.2: Likviditetsgrad 2, 2007-2017.....	119
Figur 6.3: Langsiktig finansiell gjeldsdekningsgrad, 2007-2017.....	120
Figur 6.4: Kortsiktig finansiell gjeldsdekningsgrad, 2007-2017.....	121
Figur 6.5: Rentedekningsgrad, 2007-2017.....	122
Figur 6.6: Egenkapitalprosent, 2007-2017.....	125
Figur 6.7: Netto driftsrentabilitet, 2007-2017.....	126
Figur 6.8: Syntetisk rating.....	130
Figur 8.1: Rammeverk strategisk regnskapsanalyse.....	152
Figur 8.2: Lønnskostnader skip, 2007-2017.....	156
Figur 8.3: Andre driftskostnader skip, 2007-2017.....	157
Figur 8.4: Avskrivninger, 2007-2017.....	158
Figur 8.5: Administrasjonskostnader, 2007-2017.....	159
Figur 8.6: Onde CSV, 2007-2017.....	161
Figur 8.7: Onde AHTS, 2007-2017.....	162
Figur 8.8: Onde PSV, 2007-2017.....	162
Figur 8.9: Oppsummering strategisk fordel SolstadFarstad.....	170
Figur 9.1: Rammeverk for utarbeidelse av fremtidsregskapet.....	172
Figur 9.2: Historisk driftsinntektsvekst, 2007-2017.....	173
Figur 9.3: Historisk egenkapitalvekst, 2007-2017.....	175
Figur 10.1: Driftsfordel, 2018-2032.....	198

Figur 11.1: Konvergeringsprosess, steg 1-10.....	206
Figur 11.2: Simuleringsanalyse, Crystal Ball.....	212
Figur 11.3: Tornadoanalyse, Crystal Ball	213
Figur 11.4: Oppsidepotensial, Crystal Ball	215