



Eidesvik Offshore ASA

Strategisk regnskapsanalyse og fundamental verdivurdering

Steffen Slaattebræk og Yngve Haaland

Veileder: Bjarne Møller

Selvstendig arbeid innen masterstudiet i regnskap og revisjon og masterstudiet i økonomi- og administrasjon, hovedprofil i finansiell økonomi

NORGES HANDELSHØYSKOLE

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

1. Sammendrag

Denne masterutredningen tar for seg en fundamental verdsettelse av Eidesvik Offshore ASA, med den hensikt å gjøre en verdivurdering av egenkapitalen. Informasjonen som er benyttet i utredningen baserer seg på offentlig informasjon som setter oss i stand til å avdekke de underliggende verdiene i selskapet. Verdiestimatet sammenlignes med aksjekursen for å komme med en anbefalt handlingsstrategi sett i forhold til markedets prising.

Første del av oppgaven tar for seg en presentasjon av selskapet, bransjen og rammeverket for verdsettelse. Videre gjennomføres en strategisk analyse som setter oss i stand til å avdekke selskapets strategiske posisjon i forhold til bransjen de opererer innenfor. Historiske regnskapstall blir så normalisert og analysert med det formål å gi et representativt bilde av den underliggende driften. Sammen danner dette grunnlaget for prognostiseringen av fremtidsregnskapet. Med utgangspunkt i det overnevnte utarbeider vi kontantstrømmer til netto driftsmidler, som sammen med terminalverdien neddiskonteres med et vektet avkastningskrav for å finne dagens verdi av selskapet. Verdien til egenkapitalen finnes ved å trekke fra verdien på netto finansiell gjeld og minoritetsinteresser fra den diskonterte kontantstrømmen.

For å få et holdepunkt til den fundamentale verdsettelsen velger vi å foreta en komparativ verdsettelse, med utgangspunkt i multiplikatorer. Vårt verdiestimat er på 25,15 NOK per aksje. Ettersom verdiestimatet baseres på våre egne rimelighetsvurderinger, samt er beheftet med usikkerhet, velger vi til slutt å foreta en simulering av aksjeverdien ved hjelp av en sensitivitet- og scenarioanalyse.

2. Forord

Denne utredningen er skrevet som en del av masterstudiet i regnskap og revisjon, og masterstudiet i økonomi og administrasjon ved Norges Handelshøyskole (NHH). Gjennom arbeidet har vi fått gå i dybden i fagområdet verdsettelse, som sammenkobler forskjellige emner vi har valgt som del av vår mastergrad. Fremgangsmåten baserer seg på BUS440, ved å foreta en fundamental verdsettelse av Eidesvik Offshore ASA, et norsk offshore supply selskap som er notert på Oslo Børs. Arbeidet med oppgaven har vært en lærerik prosess, der vi har fått anvendt relevant teori som vi har tilegnet oss gjennom vårt masterstudie ved NHH. Oppgaven kombinerer fagområdene regnskap, finans og strategi, som vi vil ha god nytte av i praksis.

Vår interesse for petroleumsbransjen er årsaken til at vi ønsket å verdsette en aktør som opererer innenfor verdikjeden. Valget falt på Eidesvik som er en sentral aktør innenfor offshore supply bransjen, og det faktum at selskapet er lokalisert på Vestlandet, gjorde valget enkelt. Arbeidet med oppgaven baserer seg på offentlig informasjon som er publisert om Eidesvik Offshore ASA og bransjen for øvrig. Vi vil takke vår foreleser Kjell Henry Knivslå for lærerike forelesninger, og avslutningsvis vil vi rette en spesiell takk til vår veileder, Bjarne Møller, for gode, konstruktive tilbakemeldinger, og for all hjelp med oppgaven.

Bergen, 20. desember 2014

Yngve Haaland

Steffen Slaattebræk

Innholdsfortegnelse

1. SAMMENDRAG	3
2. FORORD	4
1. INNLEDNING	11
1.1 FORMÅL OG AVGRENSNING VED UTREDNINGEN	11
1.2 STRUKTUR I UTREDNINGEN	11
2. PRESENTASJON AV BRANSJE OG SELSKAP	13
2.1 BRANSJEN	13
2.2 SUPPLY	14
2.3 ETTERSPORSELSFORHOLD I BRANSJEN	16
2.4 SAMMENLIGNBARE SELSKAPER.....	17
2.5 EIDESVIK.....	19
2.5.1 <i>Selskaphistorie</i>	19
2.5.2 <i>Selskapet i dag</i>	19
2.5.3 <i>Organsiering og ledelsen</i>	20
2.5.4 <i>Flåten</i>	21
2.5.5 <i>Kontrakter</i>	22
2.5.6 <i>Aksjekurs</i>	22
3. VERDSETTELSESTEORI	23
3.1 FUNDAMENTAL VERDIVURDERING	23
3.1.1 <i>Kontantstrømmodellen</i>	24
3.1.2 <i>Dividendemodellen</i>	25
3.1.3 <i>Komparativ verdsettelse</i>	25
3.1.4 <i>Balansebaserte modeller</i>	27
3.1.5 <i>Opsjonsbasert verdsettelse</i>	27

3.2	VALG AV VERDSETTELSESTEKNIKK.....	27
3.3	RAMMEVERK FOR DEN VALGTE TEKNIKKEN	29
4.	STRATEGISK ANALYSE	31
4.1	EKSTERN ANALYSE.....	31
4.1.1	<i>Konkurransanalyse – “Porter’s Five Forces”</i>	<i>31</i>
4.1.2	<i>Makroforhold – PESTEL-analyse</i>	<i>35</i>
4.2	INTERN RESSURSORIENTERT ANALYSE	41
4.2.1	<i>VRIO.....</i>	<i>41</i>
4.3	OPPSUMMERING STRATEGISK ANALYSE – SWOT	46
5.	REGNSKAPSANALYSE.....	47
5.1	PRESENTASJON AV RAPPORTERTE TALL.....	48
5.2	TRAILING	50
5.3	OMGRUPPERING FOR ANALYSE.....	51
5.3.1	<i>Omgruppering av resultat</i>	<i>51</i>
5.3.2	<i>Omgruppering av balanse</i>	<i>58</i>
5.3.3	<i>Omgruppering av kontantstrøm</i>	<i>61</i>
5.4	ANALYSE AV MÅLEFEIL.....	61
5.5	ANALYSE AV FORHOLDSTALL	63
6.	RISIKOANALYSE.....	64
6.1	ANALYSE AV LIKVIDITET.....	65
6.2	ANALYSE AV SOLIDITET	66
6.2.1	<i>Egenkapitalandel.....</i>	<i>66</i>
6.2.2	<i>Rentedekningsgrad.....</i>	<i>67</i>
6.2.3	<i>Rentabilitet.....</i>	<i>67</i>
6.2.4	<i>Statisk finansieringsmatrise</i>	<i>68</i>

6.3	OPPSUMMERING	69
6.4	SYNTETISK RATING	69
7.	HISTORISKE AVKASTNINGSKRAV	71
7.1	EGENKAPITALKRAV	71
7.1.1	<i>Systematisk risiko</i>	72
7.1.2	<i>Risikofri rente</i>	75
7.1.3	<i>Markedets risikopremie</i>	76
7.1.4	<i>Justering for andre premier</i>	77
7.1.5	<i>Historisk egenkapitalkrav</i>	78
7.2	KRAV TIL NETTO FINANSIELL GJELD	79
7.2.1	<i>Beta til netto finansiell gjeld</i>	79
7.2.2	<i>Historisk netto finansielt gjeldskrav</i>	81
7.3	KRAV TIL NETTO DRIFTSKAPITAL	81
8.	LØNNSOMHETSANALYSE	82
8.1	STRATEGISK FORDEL	82
8.1.1	<i>Dekomponering av lønnsomhet</i>	83
8.1.2	<i>Lønnsomheten i driften</i>	83
8.2	OPPSUMMERING AV STRATEGISK RENTABILITETSANALYSE	87
9.	FREMTIDSKRAV	89
9.1	KAPITALSTRUKTUR	89
9.2	RISIKOFRI RENTE OG MARKEDETS RISIKOPREMIE	90
9.2.1	<i>Justering for andre premier</i>	91
9.3	AVKASTNINGSKRAV TIL EGENKAPITALEN	91
9.4	AVKASTNINGSKRAV TIL NETTO FINANSIELL GJELD	91
9.5	FREMTIDIG AVKASTNINGSKRAV	92

10. FREMTIDSREGNSKAP	93
10.1 RAMMEVERK FOR FREMTIDSREGNSKAPET.....	93
10.1.1 <i>Vekstfaktorer</i>	93
10.1.2 <i>Tidshorison</i> t.....	94
10.1.3 <i>Budsjett</i> drivere	94
10.2 PROGNOSE.....	94
10.2.1 <i>Prognose for supply</i>	95
10.2.2 <i>Prognose for subsea</i>	100
10.2.3 <i>Prognose for seismikk</i>	104
10.2.4 <i>Prognose for annen virksomhet</i>	106
10.2.5 <i>Prognose for felles kontrollert virksomhet</i>	106
10.2.6 <i>Skatt i prognostiseringen</i>	107
10.2.7 <i>Valuta</i>	107
10.2.8 <i>Prognose for netto driftsresultat</i>	107
10.3 NETTO DRIFTSMARGIN	108
10.4 OMLØP TIL NETTO DRIFTSEIENDELER	108
10.5 NETTO DRIFTSRENTABILITET	109
10.5.1 <i>Analyse av strategisk fordel</i>	109
10.6 FRI KONTANTSTRØM FRA DRIFT	110
11. FUNDAMENTAL VERDSETTELSE	111
12. SIMULERING	112
12.1 SENSITIVITETSANALYSE.....	112
12.2 SCENARIOANALYSE.....	113
12.2.1 <i>Historisk utvikling</i>	113
12.2.2 <i>Høy oljepris - "best case"</i>	114

12.2.3	<i>Vedvarende lav oljepris - "worst case"</i>	115
12.3	OPPSUMMERING SIMULERING	116
13.	KOMPARATIV VERDSETTELSE	117
14.	KONKLUSJON OG HANDLINGSSTRATEGI	122
15.	BIBLIOGRAFI	123

1. Innledning

1.1 Formål og avgrensning ved utredningen

Formålet med denne utregningen er å gi en verdivurdering av aksjene til Eidesvik Offshore ASA, heretter referert til som Eidesvik. Selskapet er notert på Oslo Børs, og utredningen har som mål å vurdere hvordan markedet priser aksjen sett i forhold til den fundamentale verdien per aksje.

Utredningen er begrenset ettersom vi som eksterne analytikere på ingen måte besitter perfekt informasjon, verken om selskapet eller bransjen som sådan. Informasjonen som er benyttet baserer seg utelukkende på offentlig informasjon i form av årsrapporter og media. Ettersom verdsettelse er en ferskvare har vi forsøkt etter beste evne å benytte så oppdatert informasjon som mulig. Men som følge av at det kontinuerlig fremkommer nye markedsdata har vi valgt å avslutte vår datainnsamling i starten av desember 2014. Videre er utredningen skrevet i henhold til et investorperspektiv, noe som medfører at vi setter fokus mot kjøpere og selgere av aksjen.

1.2 Struktur i utredningen

Utredningen innledes med en kort presentasjon av bransje og selskap for å gi leseren et overordnet bilde av virksomheten Eidesvik driver. Videre gjøres det rede for verdsettelsesfaget og potensielle teknikker som kan anvendes. Avslutningsvis begrunner vi vårt valg av verdsettelsesteknikk, som er en fundamental verdsettelse.

Den fundamentale verdsettelsen starter med en kvalitativ analyse som ser på eksterne faktorer som påvirker bransjen som Eidesvik opererer i. Videre kartlegger vi interne ressurser og hvordan selskapet er posisjonert i bransjen. Den kvalitative analysen blir til slutt oppsummert ved å se på selskapets styrker, svakheter, muligheter og trusler sett i lys av gjeldende markedsforhold i form av en SWOT-analyse.

For å se på selskapets finansielle posisjon gjennomføres det en kvantitativ analyse av regnskapsdata. Analysen gir oss innsikt i selskapets risiko slik at vi kan beregne

avkastningskrav som gjenspeiler kostnaden forbundet med å finansiere selskapet. Ved hjelp avkastningskravene analyseres selskapets lønnsomhet, og sammen med den kvalitative analysen prognostiseres et fremtidsregnskap som gjenspeiler selskapets underliggende forhold.

Fremtidsregnskapet blir benyttet til å estimere frie kontantstrømer til netto driftsmidler, som ved hjelp av FCF^{NDM} verdsetter selskapet pr 31.12.2014.

For å få et holdepunkt til vår fundamentale verdsettelse gjennomføres en komparativ verdsettelse ved hjelp multiplikatorer som sammen med scenario- og sensitivitetsanalysen danner grunnlaget for vårt endelige verdierestimater. Avslutningsvis sammenlignes verdierestimateret med markedets prising av aksjen, for så å komme med en anbefalt handlingsstrategi.

2. Presentasjon av bransje og selskap

2.1 Bransjen

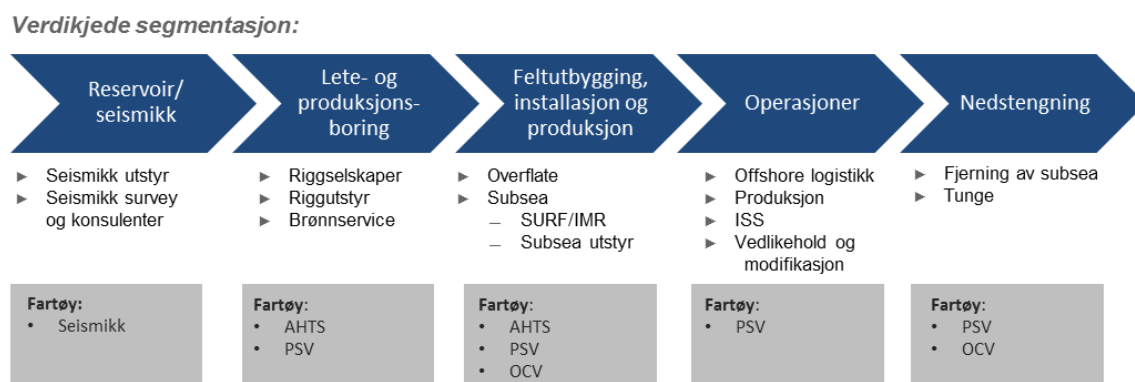
Funnet av oljefeltet Ekofisk i 1969 satt en start på det som kan anees som det norske oljeeventyret. Med flere nye funn de påfølgende årene og ved etableringen av Statoil i 1972, oppstod det et nytt behov for maritime tjenester tilknyttet den høye petroleumsaktiviteten. Hovedsakelig relaterte dette seg til tjenester som lå utenfor oljeselskapenes egen primæraktivitet. Dette førte til at bransjen som i dag omtales som *offshore supply* oppstod. Rederier som opererer innen denne bransjen defineres som (Norges Rederiforbund, 2011):

“Eiere og operatører av forsyningsfartøy, ankerhåndteringsfartøy, konstruksjonsfartøy, seismikk- og andre offshorerelaterte spesialskip, samt undervannsentreprenører”.

Tjenestene som tilbys av offshore supply inngår som en viktig del i verdikjeden til utvinning av olje og gass. De forskjellige leddene i verdikjeden har behov for ulike typer tjenester og fartøyene kan deles inn i følgende segmenter:

- Supply (forsyning og ankerhåndtering)
- Subsea
- Seismikk

Under illustreres det hvilket segmenter som relaterer seg til de ulike leddene i verdikjeden. For utenom første ledd, er både subsea og supply involvert i hele syklusen. Videre vil vi presentere de ulike skipene som operer innenfor de ulike segmentene.



Figur 2-1: Verdikjede - utvinning

2.2 Supply

Supplyfartøyene er de skipene som direkte er med å støtter lete- og produksjonsselskapene med befraktning, ankerhåndtering, tauing og fortøyning. Selve fraktskipene kalles for *Platform Supply Vessels* (PSV) og ankerhåndteringskip for AHTS.

PSV fartøyene er spesialiserte lasteskip beregnet for å transportere både våte og tørre forsyninger, annet materiell, personell og utstyr til offshore installasjoner over hele verden. Globalt er det i dag over 1.359 PSV fartøy i drift, med en bekreftet ordrebok på 448 nye skip levert innen 2016 (RS Platou, 2014). Kapasiteten til en PSV klassifiseres etter lasteevne. Dette er en funksjon av antall dødvekttonn (DWT), dekkstørrelse i m² og tankvolum til væske som f.eks. drikkevann. Ut i fra dette fordeles PSV inn i tre størrelser (DNB Markets, 2014):

- Stor: DWT > 4.000 tonn
- Medium: DWT = 3.000-4.000 tonn
- Liten: DWT < 3.000 tonn

AHTS skip utgjør majoriteten av den globale supplyflåten med 1.935 skip. Dette er spesialiserte fartøy for tauing, fortøyning og ankerhåndtering, og de minste brukes også som PSV ved behov. Det som skiller en PSV fra en AHTS er at de har en åpen hekk for å enkelt kunne heise anker og annet fortøyningsutstyr om bord. De segmenteres på samme måte som en PSV inn i tre kategorier, men disse bestemmes her ut i fra motorstørrelse (BHP). Ettersom Eidesvik ikke har AHTS skip i sin nåværende flåte, vil vi ikke gå nærmere inn på denne typen.



Figur 2-3: Viking Energy, PSV



Figur 2-2: Skandi Vega, AHTS

Subsea

Fartøyene som opererer innenfor subsea er konstruert for å utføre arbeid som konstruksjon av ulike undervannsinstallasjoner, rørlegging, dykking og annet vedlikeholdsarbeid. Det som kjennetegner fartøyene er at de er blant de dyreste å konstruere og er ofte mye større enn et supplyskip. Dette kommer av at de er utstyrt med svært kostbare enheter som tungt løftende kraner eller fjernstyrte undervannsfarkoster (ROV). Globalt er det i dag 215 ROV forsyningskip i drift og 25 som er bestilt (RS Platou, 2014). Av selskaper som hører til Norge er det spesielt Technip, Subsea 7, Saipem og DOF Subsea om utmerker seg innen dette segmentet.

Seismikk

I forbindelse ved leting etter nye reservoarer og felt benyttes det seismikkfartøy. Disse fartøyene klassifiseres etter antall streamere, som brukes til å skyte seismikk, normalt er det mellom 6 og 16 stykker per fartøy. Resultatet fra seismikken vil kunne indikere om området som undersøkes inneholder forekomster av hydrokarboner. Nye fartøy med et høyt antall streamere vil kunne produsere tredimensjonale bilder. Dette er vesentlig dyrere, men vil til gjengjeld gjøre det enklere for geologer å avgjøre om det eksisterer forekomster og av hvilken type. Det er vanlig at seismikkselskaper spesialiserer seg innenfor sitt segment og har sjeldent andre typer skip. Store aktører innen seismikk i Norge er CGGVeritas, Polarcus, TGS og PGS. Etterspørselen etter seismikktjenester er hovedsakelig styrt av E&P-selskapene sitt lete- og investeringsnivå og andre ulike makroøkonomiske drivere. I dag er det registrert 30 seismikk survey fartøy i Norge og Eidesvik har sammen med CGG 8 av dem. (Clarksons S.I.N, 2014)



Figur 2-4: Oceanic Vega, seismikk

2.3 Etterspørselsforhold i bransjen

Den norske offshore flåten er omtalt for å være den mest avanserte, og nest størst, globalt sett. Men på tross av størrelsen, er den samlet sett blant de aller yngste flåtene (Norges Rederiforbund, 2014). Jevnt over er forsyningsfartøy som opererer på norsk kontinentalsokkel betraktelig bedre utrustet for å takle de harde værforholdene (DNB Markets, 2014). Etterspørselen etter tjenester fra bransjen er svært korrelert med oljeaktiviteten, som igjen avhenger av den globale etterspørselen etter energi og oljepris. Ved en høy etterspørsel, vil lete- og produksjonsselskapene (E&P) øke sitt aktivitetsnivå gjennom økte investeringer, som vil føre til en økt etterspørsel etter offshore supply tjenester. Dette medfører at ratene i offshore supply bransjen er svært sykliske og følger aktivitetsnivået til E&P-selskapene i høy grad.

Kostnadene forbundet med utvinning har økt den seneste tiden. Produksjonen finner sted på dypere vann enn før og større avstand til riggene øker. Flere av de såkalt "enkle" brønnene blir færre og mange nye funn finner sted på betraktelig dypere hav enn tidligere. I Mexicogolfen har dybden på brønner doblet seg over de siste 20 årene og strekker seg nå ned til 6.000-9.000 meter. Dette medfører at riggene nå vil ha behov for mer utstyr på grunn av økt størrelse og avstand og dermed flere fartøy i drift. Over de siste ni årene har etterspørselen etter PSV økt fra rett i overkant av 1x til rett i underkant av 2x PSV per rigg. AHTS har hatt en negativ utvikling i samme periode, til ca. 0,5x per rigg. (DNB Markets, 2014)

Nærmere utredning vedrørende påvirkningen fra ulike etterspørselsforhold vil bli analysert den eksterne analysen i kapittel 4.1.

2.4 Sammenlignbare selskaper

Vi har valgt å definere et bransjeutvalg for å kunne vurdere Eidesvik sine historiske resultater. Bransjeutvalget vil bli benyttet som sammenligningsgrunnlag i den strategiske- og regnskapsmessige analysen.

Det er vanskelig å finne selskaper som direkte lar seg sammenligne med Eidevik. Øvrige aktørene som opererer innenfor offshore supply er i større grad homogene aktører som ikke opererer innenfor hele verdikjeden. Selskaper som kunne vært aktuelle å benytte er GC Rieber Shipping eller Remøy Shipping, som også opererer innen seismikk. Men ingen av selskapene er notert og vil dermed gjør det vanskelig å benytte dem i analysen. Som en følge av dette vil de komparative selskapene være selskaper som innehar supply og subseafartøy.

Selskapene vi har valgt å benytte som bransje er:

- Farstad Shipping ASA
- Solstad Offshore ASA
- DOF ASA
- Eidesvik Offshore ASA

Informasjonen fra de nevnte selskapene er i hovedsak innhentet fra tilgjengelige års- og kvartalsrapporter. Eidesvik regner vi med som en del av bransjegjennomsnittet. Årsaken er at ved en strategisk regnskapsanalyse sammenligner vi med hele bransjen, inkludert valgt selskap for å skape et best mulig estimat for hele bransjen og ikke kun for konkurrentene, også kalt «peers». (Knivsflå, 2014)

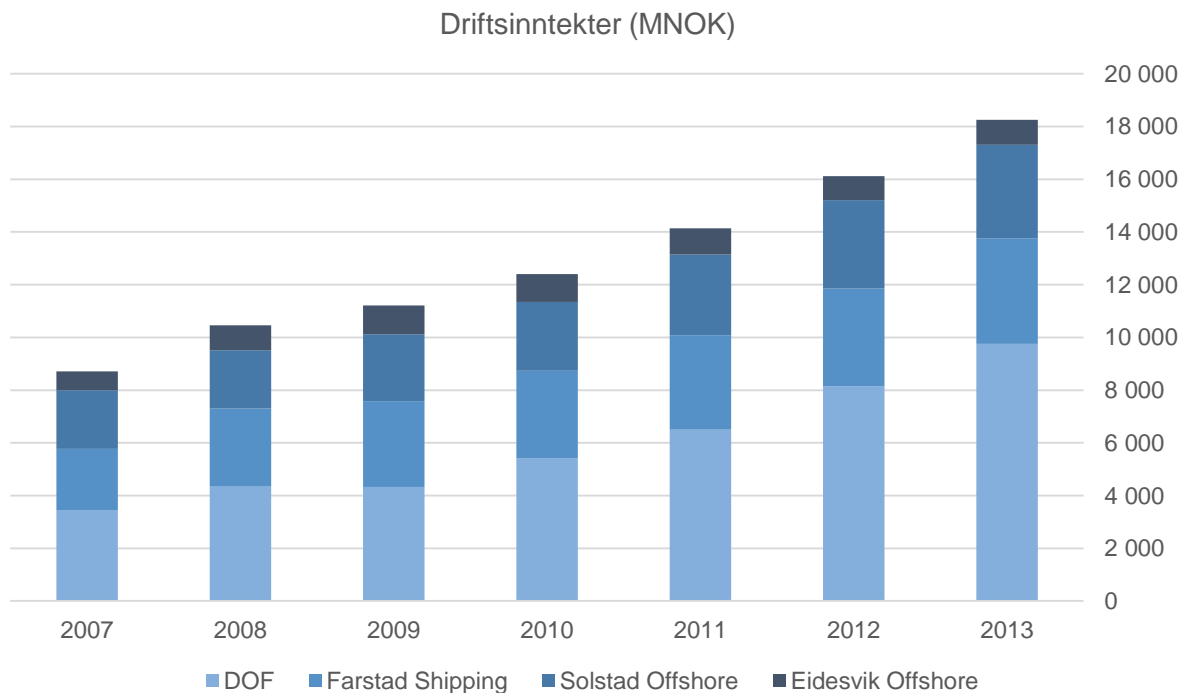
For å få et innblikk i bransjen og de komparative selskapene, vil vi kort introdusere dem og sammenligne dem mot hverandre.

DOF ASA (DOF) er et internasjonalt konsern som eier og driver en flåte på totalt 72 skip med virksomhet innenfor PSV, AHTS og subsea. I tillegg til skip, eier og opererer de 58 ROV'er selv. De ble etablert i 1981 og har hovedkontor på Storebø i Austevoll kommune. DOF opererer over hele verden og har spesielt etablert seg i Brazil, Mexicogolfen og Asia-Pacific. DOF ble notert på Oslo Børs i 2000 og har i dag en markedsverdi på 1.821,24 MNOK. (30.11.2014)

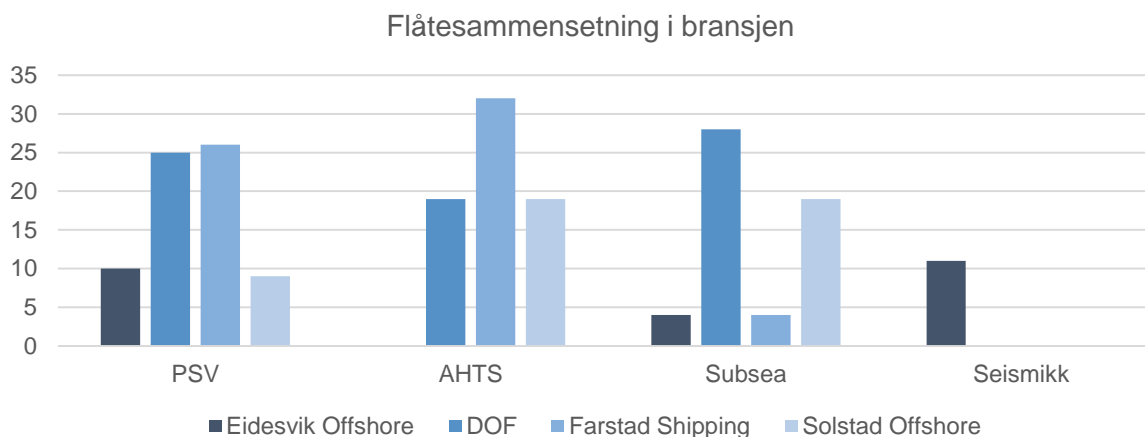
Solstad Offshore ASA (Solstad) er et norsk rederi som ble stiftet og etablert i 1964 av kaptein Johannes Solstad. De er lokalisert i Skudeneshavn på Karmøy og driver hovedsakelig sin virksomhet der ifra. Primæraktiviteten til selskapet er innen supply- og konstruksjonsfartøy, hvor flåten består av henholdsvis 28 og 20 skip. Solstad har i tillegg kontorer i Aberdeen, Rio de Janeiro, Singapore og Perth. De ble stiftet på Oslo Børs i 1997 og har i dag en markedsverdi på 2.953,93 MNOK. (30.11.2014)

Farstad Shipping (Farstad) ble i 1956 etablert under navnet Sverre Farstad & Co. og kontraherte sitt første skip tre år senere. De har sitt hovedkontor i Ålesund, men har også kontorer i Aberdeen, Melbourne, Perth, Singapore, Macaé og Rio de Janeiro. Opprinnelig etablerte selskapet seg som tørrbulk- og tankrederi, men har i dag forflyttet hele sin virksomhet over til offshoresupply. Flåten består av 32 AHTS, 26 PSV og 4 konstruksjonsfartøy, med to nye under bygging. I 1985 ble selskapet notert på Oslo Børs og har i dag en gjeldende markedsverdi på 2.145 MNOK. (30.11.2014)

Innad i den valgte bransjen er det spesielt én aktør som utmerker seg med tanke på markedsandel. DOF har gjennom de siste årene økt sin omsetning betraktelig gjennom organisk vekst og flere oppkjøp. Dette resulterte i 2013 med en markedsandel på over 50% for den valgte bransjen med sine 72 fartøy.



Figur 2-5: Driftsinntekter (Kilde: Årsrapporter fra samtlige selskap)



Figur 2-6: Oversikt over gjeldende flåte (Kilde: Årsrapporter fra samtlige selskap)

2.5 Eidesvik

2.5.1 Selskaphistorie

Det moderne selskapet Eidesvik har sitt utspring i en familiebedrift som startet opp på Bømlo på 1800-tallet med én enkel garnbåt. På 1970-tallet var det en enorm utvikling i offshoremarkedet og Eidesvik ville ta del i offshoreeventyret. Dermed etablerte de samarbeid med andre rederier for å stå sterkere i et konkurranseutsatt marked. I begynnelsen ble de første fiskebåtene ombygd til offshorefartøy for å tilpasse seg den nye næringen. Gjennombruddet kom i 1978 når rederiet kjøpte det nybygde supplyfartøyet ”Viking Boy”. Siden skulle det komme en rekke nye moderne offshorefartøy med Eidesvik-logo (Eidesvik, 2014). Selskapet ble notert på Oslo Børs 27.06.2005.



2.5.2 Selskapet i dag

Eidesvik har sitt hovedkontor stasjonert på Bømlo, hvor majoriteten av den maritime trafikken styres fra. Rederiet opererer innenfor offshore supply og har sitt fokus på følgende tre hovedområder: (1) Supplyskip; (2) Subsea konstruksjons- og vedlikeholdsskip; og (3) Seismikkskip. Flåten består i dag av 25 skip i tillegg til ett skip som er under bygging. Dette

er et subsea inspeksjon, modifikasjon og reparasjon (IMR) fartøy med forventet levering i mars 2015.

Geografisk er Eidesviks aktiviteter verdensomspennende, med operasjoner i Nordsjøen, Canada, Mexicogolfen, Vest-Afrika og australske farvann. Eidesvik-konsernet hadde 752 ansatte per 31.12.13, i tillegg til 245 som er innleid.

Eidesvik har alltid utfordret myndigheter, operatørselskaper og næringen til å tenke nytt og miljøvennlig. Idéen om å bygge nye, mer miljøvennlige fartøy kom på banen allerede i år 2000. Etter først å bli bedt av Sjøfartsdirektoratet om å skrinlegge prosjektet, endte det opp med utviklingen av det første gassdrevne fartøyet som ble satt på kontrakt til Statoil. Dermed fikk selskapet i 2003 levert verdens første naturgassdrevne fartøy. Siden har selskapet vært helt i forkant innenfor innovative løsninger for å forbedre miljøet, noe som gjenspeiles i slagordet ”Tradisjon for innovasjon”. Det fokuseres mye i media om bransjens klimaavtrykk og Eidesvik ble i 2010 tildelt Hordalands fylkeskommunes miljøpris samt Norges Rederiforbund sin Heyerdahl-pris (Eidesvik, 2014). Nå har selskapet fem naturgass drevne skip, mest per rederi i verden, i drift og over 10 års erfaring med teknologien.

2.5.3 Organsiering og ledelsen

Strukturen på konsernet er delt inn i ulike enheter som knytter seg til driften av de enkelte skipene. Alle supplyfartøyene er en del av datterselskapene, mens deler av seismikk- og subseavirksomheten eies og driftes via felleskontrollerte selskaper. CGG Eidesvik Ship Management AS er blant annet et fellesforetak mellom Eidesvik og CGGVeritas, med en eierandel på henholdsvis 51 % og 49 %. Dette foretaket drifter konsernets seismikkskip, hvor alle utenom ett er på langsiktige bareboatavtaler (kun skip) til CGG.

Foruten de nevnte selskapene under, har Eidesvik også eierinteresser i flere tilknyttede selskaper. Her har normalt sett konsernet en eierandel på mellom 20 % og 50 %. Disse investeringene regnskapsføres etter egenkapitalmetoden.

Firma	Førr.-kontor	Eierandel
Eidesvik Shipping AS	Bømlo	100 %
Eidesvik AS	Bømlo	100 %
Eidesvik MPSV AS	Bømlo	100 %
Viking Surf AS	Bømlo	100 %
Eidesvik Shipping International AS	Bømlo	100 %
Eidesvik Subsea Vessels AS	Bømlo	100 %
Eidesvik Management AS	Bømlo	100 %
Eidesvik OCV AS	Bømlo	100 %
Eidesvik Maritime AS	Bømlo	100 %
Eidesvik Neptun AS	Bømlo	59 %
Eidesvik Neptun II AS	Bømlo	100 %
Eidesvik Supply AS	Bømlo	80 %
Hordaland Maritime Miljøsekskap AS	Bømlo	91 %
Norsk Rederihelsetjeneste AS	Bømlo	100 %
<i>Felleskontrollerte selskaper:</i>		
Eidesvik Seismic Vessels AS	Bømlo	51 %
Oceanic Seismic Vessels AS	Bømlo	51 %
CGG Eidesvik Ship Management AS	Bergen	51 %
Eidesvik Seven AS	Bømlo	50 %
Eidesvik Seven Chartering AS	Bømlo	50 %

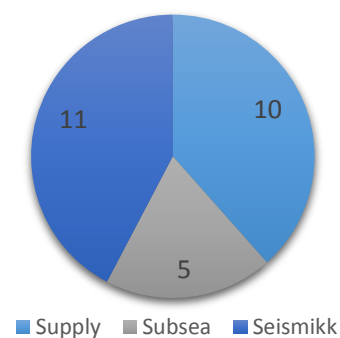
Figur 2-7: Eierstruktur

Eidesvik er som flere andre norske rederier hovedsakelig familieeid. Hovedaksjonær, Eidesvik Invest AS, holder per i dag 67 % av aksjene, mens nest største aksjonær besitter 5,7 %. Eidesvik Invest AS eies igjen av Borgny og Lauritz Eidesvik gjennom Bømmelfjord AS. Familien er også representert i styret ved Borgny og Lars Eidesvik. Styrets leder er Kolbein Kåre Rege og ledelsen av selskapet er representert ved Jan Fredrik Meling som administrerende direktør. Han tiltrådte i 2005 og har tidligere erfaring fra Stolt Nielsen Seaway, Biomar og Hydro Aluminium.

2.5.4 Flåten

Flåten til Eidesvik består som tidligere nevnt av fartøy innen tre ulike segment: supply, subsea og seismikk. Gjennom de siste to årene har Eidesvik satset på å fornye flåten sin og har kontrahert fire nye fartøy. I januar 2013 tok de levering på subsea skipet «Seven Viking» og det eldre «Viking Forcados» ble solgt. I tillegg vil det nybygde subsea skipet som omtales som «Viking TBN 365» bli levert i første kvartal 2015.

Fordelingen mellom de ulike segmentene er her vist i figuren til høyre, her inkluderes også nybygget. Majoriteten av de egeneide skipene foreligger i segmentet supply som en følge av at flere av seismikkskipene er deleid og tilhører felleskontrollerte virksomheter.



Verdien på flåten kalkuleres til markedsverdi ved at uavhengige parter verdsetter fartøyene individuelt. I andre kvartalsrapport 2014 ble verdien på flåten som konsoliderte skip i

kontraktsfri tilstand verdsatt til 6.275 MNOK. Dette utgjør en merverdi før skatt på 2.182 MNOK i forhold til hva skipene er bokført til. Videre analyse av flåten vil bli foretatt under den interne analysen.

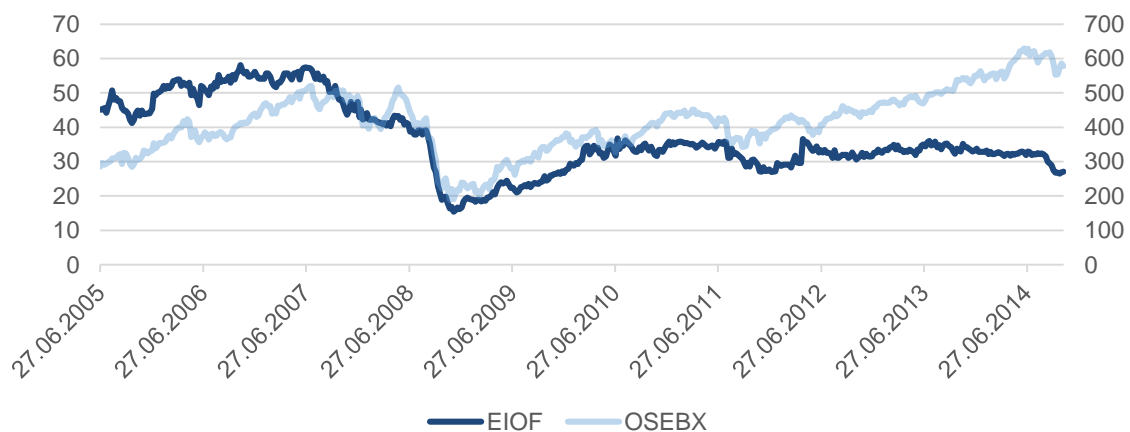
2.5.5 Kontrakter

Målet til virksomheten er å inneha majoriteten av flåten på faste kontrakter. Dette sørger for en forutsigbarhet i fremtidig inntjening og lavere risiko ved å unngåelse av et volatilt spot marked. For 4. kvartal 2014 og 2015 foreligger det en kontraktsdekning på henholdsvis 93 % og 76 %. Majoriteten av kontraktene inneholder også en opsjon for fortsettelse. Kun to av de langsiktige kontraktene foreligger uten opsjon.

Kundeporteføljen til Eidesvik består av relativt få, men store internasjonale aktører som Statoil, Lundin, Subsea 7 og CGG. Kundene opererer over hele den nevnte verdikjeden, hvor CGG har sin virksomhet innen seismikk, mens de øvrige aktørene opererer mer spredt over hele kjeden.

2.5.6 Aksjekurs

Under vises utvikling i Eidesvik sin aksjekurs siden noteringen i 2005. Sammenstilt med hovedindeksen (OSEBX) på Oslo Børs, ser vi en høy korrelasjon frem til midten av 2012. Som en følge av finanskrisen, ser vi et betraktelig fall for dem begge. Etter en moderat innhenting etter krisen, har Eidesvik stabilisert seg rundt en aksjepris på 30 NOK, mens hovedindeksen er hatt en formidabel økningen i samme periode. Dette er en gjennomgående trend for oljeserviceselskap og vil bli nærmere analysert under den eksterne analysen.



Figur 2-8: Utvikling i aksjepris for Eidesvik og OSEBX

3. Verdsettelsesteori

2 + 2 = ?	
Matematikeren:	4
Markedsføreren:	5 (synergi)
Finansmannen:	3,8 (nåverdi)
Regnskapsmannen:	<i>Hvilket svar ønsker du?</i>

Figur 3-1: Kinserdal, 2005

Verdien av et selskap kan variere for ulike eiere. I en kontantstrømbasert verdsettelse finner man et estimat på den underliggende verdien til selskapet, men denne kan være forskjellig fra omsetningsverdien. Den underliggende verdien vil være avhengig av om kontantstrømmene baseres på eksisterende drift, eller en mulig strategisk verdi for kjøper som kan få betalt for eventuelle synergier. Omsetningsverdien kan være avhengig av eventuelle minoritets- eller likviditetsrabatter når omsetningen baserer seg på små poster mellom mindre finansielle investorer, uten innflytelse over selskapets strategi. Dersom aksjen er notert på børs med lite handel, kan det også være fare for at kursen ikke reflekterer de siste nyhetene, ettersom det ikke foreligger gode konsensusestimater fra analytikere. (Kaldestad & Møller, 2011)

I teorien skiller vi mellom fire hovedteknikker for verdsettelse. Valg av teknikk avhenger av hvilken bransje og modningsfase virksomheten befinner seg i. Det er intet fasitsvar på hvilken modell som gir "best" verdiestimat, men de kan supplementere hverandre for å komme frem til et felles verdiestimat. Vi starter med en gjennomgang av de ulike modellene, for så å begrunne vårt valg av verdsettelsesteknikk.

3.1 Fundamental verdivurdering

Den fundamentale verdivurderingen bygger på å analysere historisk informasjon fra strategi og regnskapsdata, for å sammenfatte dette til et fremtidsregnskap og finne et fundamentalt verdiestimat. Formålet med den fundamentale verdivurderingen er å kartlegge verdidriverne som kan si noe om fremtidig inntjening. Felles for de fundamentale verdsettelsesteknikkene er at de er gjennomgående og tidkrevende. Ved

verdsettelse av et børsnotert selskap vil det fundamentale verdiestimatet kunne sammenlignes med markedets prising av selskapet.

3.1.1 Kontantstrømmodellen

Fri kontantstrømmodellen beregner selskapsverdien som en nåverdi av fremtidige diskonterte kontantstrømmer. Egenkapitalen kan verdsettes direkte ved hjelp av fri kontantstrøm til egenkapitalen, FCF^{EK} , eller indirekte ved fri kontantstrøm til netto driftsmidler, FCF^{NDM} . Modellene er ekvivalente i den forstand at de gir samme verdi dersom inputparameterne er samsvarende. (Gjesdal, 2012)

Kontantstrømmen til netto driftsmidler finnes ved resultattilførselen fra driften, samtidig som en hensyntar eventuelle likviditetsendringer som følge av investeringsaktiviteter. Likviditetsendringer finnes ved å se på endringer i balansestørrelser. For å få et resultat som er egnet for prediksjon, omformuleres resultatregnskapet slik at resultateffekter som ikke vil gjenta seg fjernes. Når kontantstrømmene er estimert, brukes et vektet gjennomsnitt av totalkapitalkostnaden (WACC) for å diskontere kontantstrømmene til dagens verdi. Etter hvert vil selskapets vekst mer eller mindre vokse i takt med vekstraten til markedet som den opererer i. Når stabil vekst har inntruffet, kan vi estimere fremtidige kontantstrømmer som en terminalverdi (Damodaran, 2012).

Verdien av netto driftsmidler uttrykkes ved følgende formel:

$$V_0^{NDM} = \sum_{n=1}^N \frac{FCF_n}{(1+WACC)^n} + \frac{TV_n}{(1+WACC)^n}$$

Hvor,

V_0^{NDM} = Verdien av netto driftsmidler på tidspunkt 0

FCF_n = Fri kontantstrøm på tidspunkt n

$$TV_n = \frac{FCF_{n+1}}{WACC - v}$$

$WACC$ = Vektet avkastningskrav

v = Vekstrate

For å komme til verdien av egenkapitalen trekkes netto rentebærende gjeld fra nåverdien til netto driftsmidler.

3.1.2 Dividendmodellen

Dividendmodellen tar for seg dagens aksjekurs som en funksjon av selskapets neddiskonterte fremtidige dividender. Verdien beregnes som nåverdien av utbyttene som blir utbetalt i tillegg til terminalverdien når aksjen eventuelt blir solgt. En forutsetning for dividendmodellen er en konsistent utbyttepolitikk og at de fremtidige utbyttene er godt estimert. Dividendmodeller blir lite brukt i Norge sett i forhold til USA. Dette har muligens sin forklaring i at amerikanske selskaper deler ut større andel av overskuddene i form av utbytte.

Verdien av fremtidige dividender kan uttrykkes ved følgende formel: (Penman, 2007)

$$V_0^{EK} = \sum_{n=1}^N \frac{d_n}{(1+r)^n} + \frac{P_T}{(1+r)^n}$$

Hvor,

V_0^{EK} = Verdi av egenkapital på tidspunkt 0

$$P_T = \frac{d_{n+1}}{r-v}$$

r = Avkastningskrav til egenkapital

v = Vekstrate

3.1.3 Komparativ verdsettelse

Selv om teorien har hovedvekt på de kontantstrømbaserte modellene, ser en at komparativ verdsettelse i større grad anvendes i praksis. (Damodaran, 2012) Verdsettelsen bygger på at eiendelene blir verdsatt i forhold til et sammenlignbart selskap eller ut ifra markedsverdi. Eiendelene blir sammenlignet ved å se på ulike forholdstall.

Multiplikatormodellen

Bruk av multiplikatorer ved verdsettelse av selskaper er mye anvendt og betraktes som en enkel og kostnadseffektiv måte å gjøre verdsettelse på (Dyrnes, 2004). Metodens enkelhet gjør den også godt egnet som et supplement til en fundamental verdsettelse.

Verdien kan finnes ved følgende uttrykk:

$$V^{VO} = \text{Multiplikator}^{SML} * \text{Skaleringsfaktor}^{VO}$$

Hvor,

VO = Verdsettelsesobjektet

SML = Sammenlignbare selskaper

Multipler deles inn i følgende kategorier: inntektsmultipler, balansemultipler, resultatmultipler og bransjespesifikke multipler. (Damodaran, 2012) Ved bruk av multipler er det viktig at det er samsvar mellom de sammenlignbare selskapene og selskapet som verdsettes. Dette vil si at det er tilnærmet like vekstutsikter, størrelse og kapitalstruktur. Det er også viktig å korrigere for ulik bruk av sentrale regnskapsprinsipper. (Dyrnes, 2004)

Valg av multiplikator

Valget av multiplikator avhenger av verdigrunnet (teller) og skaleringsfaktor (nevner). En skiller mellom egenkapitalmultiplikatorer (P-multiplikator) og totalkapitalmultiplikatorer (EV-multiplikator). Egenkapitalmultiplikatorer tar utgangspunkt i pris per aksje, og totalkapitalmultiplikatoren ser på markedsverdien av egenkapitalen og netto rentebærende gjeld. I en artikkel av Sverre Dyrnes, påpeker han svakheten med ukritisk bruk av P-multiplikatorer som neglisjerer kapitalstrukturen. (Dyrnes, 2004) Selskaper som har lik drift, men ulik kapitalstruktur, bør ikke ha samme P-multiplikator.

Valg av skaleringsfaktor

Valg av skaleringsfaktor handler om å identifisere og velge blant de viktigste verdidriverne. Verdidriveren forstås som en ressurs eller regnskapstall som skal gjenspeile forventningene til fremtidige kontantstrømmer, og dermed verdien i selskapet.

Kvaliteten på skaleringsfaktoren blir også vurdert som korrelasjonen mellom skaleringsfaktoren og verdien i det sammenlignbare selskapet. Det må også tas stilling til om én skaleringsfaktor kan forklare forskjellen i verdien mellom selskapene. Dette forutsetter gjerne at selskapene er svært like med hensyn til andre verdidrivere. Noe annet ville redusere kvaliteten på skaleringsfaktoren. Dyrnes konkluderer med at bruk av EV-multiplikatorer gir mer treffsikre resultater enn P-multiplikatorer. Dette er fordi eventuelle forskjeller i finansieringsstrukturen elimineres. (Dyrnes, 2004)

3.1.4 Balansebaserte modeller

De balansebaserte modellene tar utgangspunkt i den siste tilgjengelige balansen, og ser på hvordan eiendelene er finansiert. Under balansebaserte modeller finner en matematisk-, substans- og likvidasjonsverdi.

Den matematiske verdien bygger på regnskapets vurderingsregler, som dermed vil avhenge av hvilket regnskapsprinsipp som legges til grunn. Verdivurdering av selskaper som rapporterer etter IFRS vil ha større innslag av virkelig verdi enn for eksempel NGRS. Ved beregning av substansverdien, legges det til grunn et velfungerende marked der eiendelene blir verdsatt til markedsverdi. Substansverdimetoden er bare egnet når det foreligger markedsverdier for eiendelene, der markedsverdien reflekterer eiendelenes forventede inntjening. I motsetning til substansverdien, legger en i likvidasjonsverdi til grunn at virksomheten skal avvikles. Metoden reflekterer det laveste beløpet som aksjonærene sitter igjen med dersom virksomheten avvikles. Likvidasjonsverdien vil ligge lavere enn substansverdien ettersom eiendelene umiddelbart vil bli lagt ut for salg, noe som igjen kan medføre at selskapet må gi rabatter.

3.1.5 Opsjonsbasert verdsettelse

Den kanskje mest revolusjonerende utviklingen i verdsettelsesteorien er at verdien av en eiendel kan være større enn nåverdien av de diskonterte kontantstrømmene. På bakgrunn av denne teorien har det blitt utviklet opsjonsbaserte verdsettelsesmodeller. Hvis et selskap har finansielle- eller driftsrelaterte opsjoner, kan dette gi merverdi i form av økt fleksibilitet. De tradisjonelle verdsettelsesteknikkene får kritikk for å utelate verdien som denne fleksibiliteten utgjør. (Damodaran, 2012)

3.2 Valg av verdsettelsesteknikk

Ulike verdsettelsesmodeller har sine fordeler i ulike situasjoner ved beregning av et verdiestimat. Modellen må sees i sammenheng med hvilken bransje samt livssyklus selskapet befinner seg i. Eidesvik har operert over lenger tid i bransjen, og kan karakteriseres som en moden bedrift. Store deler av vekstperioden er tilbaketrukket, og fasen blir omtalt som "steady state". Verdsettelse av selskaper i "steady state"

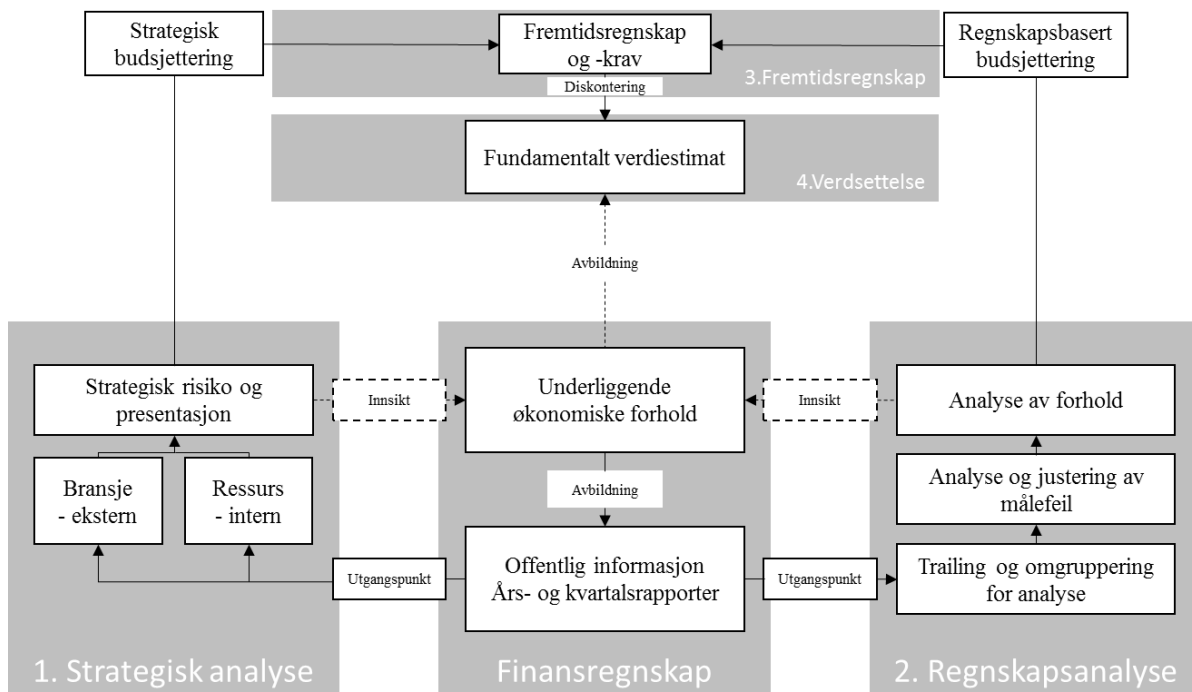
kjennetegnes ofte ved at det foreligger mye offentlig informasjon og kan vise til en stabil utvikling over tid.

Finanskrisen medførte et kraftig fall i rater som følge av en redusert utnyttelsesgrad. Den siste tiden har denne negative trenden snudd, og det er lite som tilsier at de i nærmeste fremtid står i fare for å gå konkurs. Som følge av dette velger vi å ta utgangspunkt i Eidesvik som et "going concern".

Verdsettelse av rederier er nært knyttet opp mot verdien av eiendelene som selskapet besitter. Substansverdien kunne dermed vært benyttet for å komme frem til verdiestimatet. Metoden vil imidlertid neglisjere eventuelle fordeler som skyldes driften av selskapet, samtidig som den forutsetter at det foreligger pålitelige markedsverdier på eiendelene. Vår tilgang til informasjon i annenhåndsmarkedet er begrenset og vil derfor være vanskelig å benytte substansverdi som verdsettelsesteknikk. God tilgang på generell bransjeinformasjon og offentlige årsrapporter på selskapsnivå gjør at en fundamental verdsettelse er mer nærliggende. Vi har i vår oppgave valgt å ta utgangspunkt i denne typen verdsettelse, med fri kontantstrøm til netto driftsmidler (FCF^{NDM}). Verdien av egenkapitalen vil således verdsettes indirekte gjennom å fokusere på netto driftskapital. Verdivurderingen baseres dermed på å analysere selskapet gjennom en strategisk analyse og utarbeiding av fremtidsregnskap og -krav. Årsaken for valget har sammenheng med at de fleste andre verdsettelsesmetodene er avledninger av denne metoden. Når man benytter multiplikalet til et komparativt selskap som sammenligningsgrunnlag, er dette en indirekte måte å verdsette fremtidige kontantstrømmer på. Markedet har allerede verdsett fremtidig kontantstrøm som gjenspeiles i børskursen til det komparative selskapet. (Kaldestad & Møller, 2011)

For å få et referansepunkt til den fundamentale verdsettelsen velger vi å foreta en komparativ verdsettelse ved hjelp av multiplikatorer. Den komparative verdsettelsen gir oss et sammenligningsgrunnlag til verdiestimatet. Det er viktig å påpeke at verdsettelse ikke er noen eksakt vitenskap og vårt verdiestimat er beheftet med usikkerhet. Den komparative verdsettelsen vil dermed bidra til å kontrollere våre antakelser som er lagt til grunn i den fundamentale verdsettelsen.

3.3 Rammeverk for den valgte teknikken



Figur 3-2: Rammeverk for fundamental verdsettelse (Kilde: Knivsfå, 2014)

Formålet med den fundamentale verdsettelsen er å finne et fundamentalt verdiestimat som gjenspeiler de underliggende økonomiske forholdene i selskapet (virkelig verdi). Verdiestimatet kan dermed benyttes til å utarbeide en handlingsstrategi som en veldiversifisert investor kan benytte basert på dagens prising i markedet.

Første steg i rammeverket er å se på den strategiske posisjonen til selskapet, sett i lys av bransjen og selskapets interne ressurser. Analysen bygges videre med en strategisk regnskapsanalyse som gir oss en kvantitativ innsikt og sammen vil dette gi oss innsikt i underliggende økonomiske forhold. For at forholdstallene skal være representative, må en ta utgangspunkt i et *normalår*, der man foretar en omgruppering av regnskapstallene. Formålet med denne omgrupperingen er å kartlegge hvilke eiendeler som er representative for verdiskapningen, og danner prognosene for fremtidsregnskapet.

Kontantstrømmen som er beregnet i fremtidsregnskapet tilfaller egenkapitalen og den finansielle gjelden, slik at det er disse postene som skal hensyntas ved beregning av avkastningskravet til netto driftskapital. Avkastningskravet til egenkapitalen beregnes ved hjelp av kapitalverdimodellen (CAPM), som består av en risikofri rente, risikopremie og beta. Egenkapitalbetaen estimeres ved å foreta en regresjonsanalyse opp mot børskursen, for

så å foreta en justering kalt «mean reversion» (Gjedal & Johnsen, 1999). Avkastningskravet til netto driftskapital beregnes ved hjelp av WACC, som er et vektet snitt av avkastningskravet til egenkapital og gjeld. For å få en korrekt beregning av WACC må det benyttes markedsverdier av kapitalen. Dette fastsettes ved å å legge til grunn en langsiktig forventning om optimal kapitalstruktur.

4. Strategisk analyse

Første steg i en fundamental verdivurdering er å utføre en strategisk analyse som gir oss kvalitativ innsikt i selskapets strategiske posisjon. Dette er viktig for å forstå hva som driver verdiskapningen i virksomheten. Først ser vi på eksterne forhold som påvirker bransjen, for så å kartlegge hvilke interne ressurser selskapet besitter, som gir mulighet til å skape merverdi. Vi oppsummerer den strategiske analysen i en SWOT-analyse.

4.1 Ekstern analyse

I den eksterne analysen har vi valgt å fokusere på Porter sin konkurranseanalyse og PESTEL-analyse. Gjennom disse vil vi prøve å identifisere mulighetene og truslene som eksisterer for Eidesvik.

4.1.1 Konkurransanalyse – “Porter’s Five Forces”

”Porter’s Five Forces” ble utviklet av den kjente Harvard-økonomen Michael Porter i 1980. Formålet med analysen er å identifisere og analysere konkurransenivået i bransjen. Konkurransanalysen er med på å skape en dypere forståelse av bransjen og forholdene som påvirker den, for å se hvordan selskapet må posisjonere seg for å skape og beholde mest mulig verdi (Løwendahl, Wenstøp, & Fjeldstad, 2010).

Rivalisering mellom eksisterende bedrifter

Første steg i analysen er å identifisere konkurransearenaen og dens verdipotensial. Ved å analysere konkurrentene på konkurransearenaen får vi et bilde av hvor høy og stabil konkurranseintensiteten er. (Løwendahl, Wenstøp, & Fjeldstad, 2010) Dersom konkurranseintensiteten er høy, vil bransjefordelen være lav ettersom de ulike aktørene presser hverandre og marginene blir lave.

Eidesvik opererer i en konkurranseutsatt bransje bestående av et mangfold av konkurrenter som leverer tilsvarende tjenester, både nasjonalt og internasjonalt. Felles for bransjen er at selskapene har høy kapitalbinding og lang ledetid på eiendeler. I tillegg ansees shipping som svært rivaliserende på verdensbasis. Rederier er relativt mobile og kan forflytte store deler av flåtene til områder med høyere etterspørsel om ønskelig, men dette forutsetter at fartøy ikke er bundet opp til lange kontrakter og dermed er i stand til å omstille seg raskt. Eksempelvis

forflyttet svært mange skip seg ut i fra Mexicogolfen etter ulykken ved Deepwater Horizon i 2010. Disse skipene flyttet til andre områder med en høyere etterspørsel for en periode, men returnerte tilbake til Golfen når den åpnet for aktivitet igjen etter ca. 12 måneder.

Som tidligere nevnt er bransjen svært konjunkturutsatt. I en høykonjunktur vil det være stor etterspørsel etter tjenestene i næringen, og ratene blir drevet opp. Et eventuelt konjunkturskifte fører til overkontrahering og fall i ratene grunnet overkapasitet (Kaldestad & Møller, 2011).

Tilbudet kjennetegnes som lite elastisk, og de variable kostnadene utgjør en liten del av det totale kostnadsbildet. På grunn av eiendelenes lange ledetid vil også underkapasiteten kunne stå i markedet over en lang periode. Ved en forventet høy ordreinngang av nye fartøy de kommende årene, vil dette bidra til en overkapasitet på kort sikt og redusere utnyttelsesgraden. På grunn av kostnadsstrukturen til bransjen vil det eksistere utgangsbarrierer for å trekke tilbake kapasitet fra markedet i nedgangskonjunkturer. Dette fører til at markedet har overkapasitet i overgangen til en lavkonjunktur, og ulønnsomme selskaper finner det bedre å bli stående i markedet enn å legge ned. Det finnes eksempler på at ratene faller til et nivå som ikke dekker variable kostnader. Dette kan forklares med at kostnadene ved å legge skip i opplag er såpass store at dette kun blir aktuelt hvis selskapet tror ratene vil ligge under de variable kostnadene over lengre tid (Kaldestad & Møller, 2011). Typisk vil en kunne se i en høykonjunktur at ordrebøkene på verft verden over fylles opp for de neste årene. Komplikasjoner som gjerne oppstår, er at fra tiden bestillingene ble gjort til levering av fartøyene skjer, som gjerne er to til tre år, kan markedet ha gjort en helomvending. Dette kan føre til en høy grad av overkapasitet i markedet som igjen vil påvirke kontrakter og rater.

Ratene bestemmes av tilbud og etterspørsel i markedet. Driverne på tilbudssiden kan analyseres ved å se på utnyttelsen av flåten som opererer i markedet. Normalt sett vil en utnyttelsesgrad på over 95 % medføre at ratene ansees som svært tilfredsstillende. Historisk sett har ratene både for PSV og AHTS steget jevnt siden 2000, frem til et rekordhøyt nivå i 2007/2008. Dette reflekteres også i utnyttelsesgradene på ~100% i samme periode. Men som følge av finanskrisen stupte etterspørselen etter skip og aktiviteten blant E&P-selskapene ble redusert. Dette medførte et fall i rater på over 50 %. Siden den tid har ratene hatt en slak, men positiv stigning (Platou, 2013).

I henhold til rivalisering innad i bransjen, velger vi å anse konkurransen som tett, med liten mulighet for bransjefordel.

Fremtidige konkurrenter og inngangsbarrierer

Nyetableringer vil legge press på markedet og føre til økt kapasitet. Nye konkurrenter vil konkurrere om markedsandeler og legge prispress på etablerte bedrifter. Hvor stor trusselen er vil avhenge av inngangsbarrierene og handlingene til eksisterende bedrifter. Etableringsbarrierer påvirker potensialet for nye aktører, og hvor lønnsomt det er for etablerte bedrifter å være tilstede.

I dag observeres det en høy ordreinngang av nye PSV, AHTS og OCV globalt sett. Totalt foreligger det ordre for i underkant av 700 nye fartøy innen de nevnte segmentene på verdensbasis, med levering i løpet av de neste tre årene (Clarksons S.I.N, 2014). Hos de etablerte norske selskapene, merkes det at investeringer går mer over mot subsea- og konstruksjonsfartøy. Dette reflekteres i ordrebøkene, hvor norske selskaper står for 18% av de bestilte OCV-fartøyene. I motsetning er supply et segment hvor ordrene per i dag er betraktelig lavere for norske selskap, som her står for i underkant av 7 % av de totale ordrene. Dette anses som et segment hvor mindre og nye aktører kan etablere seg relativt enkelt som en følge av lavere investeringskostnader og lavere ordreinngang hos etablerte selskap.

Barrierene forbundet med å etablere seg innenfor offshore supply bransjen relaterer seg i hovedsak til kapital. Skipene står for store deler av kapitalbindingen i eiendelene, og ledelsens strategiske valg med tanke på å kjøpe skipene til lavere priser vil gi direkte utslag i lønnsomheten. Kapital vil ikke i seg selv utgjøre en stor inngangsbarriere ettersom bankene kan operere med høy gearing som følge av lange kontrakter. Bankene tar imidlertid høyde for volatiliteten til den sykliske bransjen i form av en risikopremie. Dette er med på å gjøre kapitalinnhentingene dyrere for selskaper som ønsker å etablere seg i bransjen.

Kundene er svært opptatt av kvalitetssikring og setter høye krav til tjenestene som leveres, samtidig som de søker etter skreddersydde løsninger. Dette medfører at kundene blir bundet opp til leverandørene og gjør at det kan eksistere byttekostnader. Nye aktører trenger en viss erfaring for å etablere seg i markedet, noe som skaper usikkerhet i forhold til kvaliteten til eksisterende tjenester. Nye aktører må rettferdiggjøre en eventuell byttekostnad for at kunden skal være villig til å endre leverandør. Norsk rederihistorie strekker seg svært langt

tilbake i tid og flere av de aktive selskapene i dag har røtter tilbake til midten av 1800-tallet. Norsk maritim virksomhet er globalt ansett for å bestå av høy kvalitet med et stort fokus på sikkerhet. Dette gjelder spesielt for offshorenæringen som vokste frem på norsk sokkel i slutten av 1960. Siden den gang har flere selskaper etablert seg som ledende innen offshore supply og opparbeidet seg et sterkt omdømme. Norske myndigheter setter strenge krav til helse, miljø og sikkerhet (HMS) til oljeselskapene som opererer på norsk sokkel. Dette medfører at etablerte rederier med lang fartstid og få skader over tid er mer attraktive valg for oljeselskapene, som kan medføre en barriere for nyetablerere.

Selskaper i bransjen kan dra nytte av stordriftsfordeler. Større selskaper har tilgang på en større flåte som gir de fleksibilitet til å slå til på gode engangshendelser når de byr seg. En viss størrelse på driften gir også fleksibilitet med tanke på mannskapet som er ute på skipene. Selskapet blir i mindre sårbare i forhold til sykdom, og kan utnytte fordelene ved å flytte de ansatte til ulike skip. Den optimale størrelsen på flåten er imidlertid analytisk utfordrende å definere. Å ha fleksible fartøy innenfor spotmarkedet kan innebære betydelig risiko ved et eventuelt svakt marked. Den administrative delen av driften er landbasert og jobber kontinuerlig med kontraktanskaffelser og innkjøp av utstyr. Ved en økning i flåten, vil ikke antall administrativt ansatte øke tilsvarende. Dette er med på å skape en naturlig fordel ved at lønnskost per skip er avtagende.

Substitutter

Substitutter er produkter, tjenester og teknologi som kan fylle kundens behov etter den aktuelle bransjens produkter, og er derfor en trussel. Ved å analysere substituttene på konkurransearenaen får vi et bilde av hvor enkelt det er for kunder å erstatte tjenesten med tilbud fra andre bedrifter. Høye byttekostnader og produktdifferensiering gjør det vanskeligere for kundene å velge substituttproduktene (Løwendahl, Wenstøp, & Fjeldstad, 2010). Eidesvik leverer i all hovedsak homogene tjenester ovenfor sine klienter, noe som gjør det vanskelig å finne direkte substitutter. Denne standardiseringen fører til at selskapene i bransjen kontinuerlig overvåker kostnadsbasen for å opprettholde marginene. Skipene som er spesialtilpasset etter kundens behov er i all hovedsak standardiserte tillempinger.

Kundene og leverandørenes forhandlingsmakt

Vi analyserer Eidesvik sine kunder og leverandører for å undersøke hvor stor trussel deres forhandlingsmakt utgjør. Dersom forhandlingsmakten i markedet er stor vil de kunne

kontrollere store deler av verdiskapningen samtidig som de kan utøve makt. Den enkeltes forhandlingsmakt vil dermed påvirkes av hvilken syklus bransjen befinner seg i.

Kundene til Eidesvik er som tidligere nevnt svært opptatt av høy kvalitet og sikkerhet. Dette vil medføre at de har en høy betalingsvillighet for driftssikre løsninger som oppfyller de satte kravene. Vi ser at dette isolert sett vil begrense kundenes ønske om å utøve prispress dersom dette kan gå på bekostning av kvalitet.

Marginene på ratene vil i stor grad avhenge av konjunktoren i bransjen. I en lavkonjunktur er det overkapasitet i markedet og leverandørene er tilbøyelig til å akseptere en lavere pris. Dette gjør at kundene i større grad kan påvirke og sette krav til sine leverandører. Marginene på de fleste kontraktene er i dag lave, og Eidesvik er følgelig avhengig av et stort volum for å drive lønnsomt. Eidesvik har opparbeidet seg lojalitetsbånd til de viktigste kundene og dette har bidratt til å skape byttekostnader for deres eksisterende kunder.

Maktforholdet til Eidesvik sine leverandører er konjunkturavhengig. Tjenestene som etterspørres er i stor grad arbeidskraft og kapasitet på verft. En eventuell høy ordreinngang på verftene vil resultere i en flaskehals, og makt i leverandørenes favør. Vi ser at det til dels er differensiering på leverandørsiden som påvirker Eidesvik. Miljøetsatsingen stiller krav til oppdatert teknologi på verftene, samtidig som det vil være vanskeligere å benytte seg av annenhåndsmarkedet.

4.1.2 Makroforhold – PESTEL-analyse

PESTEL-analyse er et verktøy som brukes for å analysere makroforhold som antas å ha innvirkning på bedriftens nåværende og fremtidige situasjon (Løwendahl, Wenstøp, & Fjeldstad, 2010). Gjennom å se på de ulike forholdene, vil en bli oppmerksom på faktorer som er kritiske for bedriftens og bransjens verdiskapning.

Politiske forhold

Eidesvik er, som alle de andre aktørene i bransjen, eksponert for politiske forhold i de landene og sektorene som de opererer i. De eksponeres direkte i operasjonslandene, og indirekte gjennom hvor verftene er lokalisert. Tilstedeværelsen i Nordsjøen, Canada, Mexicogolfen, Vest-Afrika og Australske farvann bygger på ulike lovgivninger som til tider kan være svært forskjellig. Enkelte områder blir også regnet som politisk ustabile, og ser vi en tid tilbake var søkelyset rettet mot piratvirksomheten rundt Somalia og Adenbukta.

Piratangrep har den siste tiden gått kraftig ned etter effektiv marineinnsats, men en kan se en oppbygning rundt Afrikas vestkyst med økende antall voldelige ran og gisseltaking som kan være en trussel mot skipsfarten. (Norges Rederiforbund, 2014)

Eidesvik er også påvirket etter hvor skipene er registrert. Mulighet for å endre lokalisering etter hvor forholdene best tilfredsstillere deres preferanser gjør at selskapene ofte søker etter områder hvor skattekostnaden er lav. Dette gjør at land har sett seg nødt til å innføre særegne ordninger for rederibeskatning. Den norske rederibeskatningen setter rammebetingelsene for rederivirksomhet og har som formål å sikre konkurranseevne i forhold til utenlandske aktører. (KPMG, 2014)

Økonomiske forhold

Norsk økonomi er følsom overfor utviklingen i oljeprisen gjennom flere kanaler, og aktiviteten i petroleumsnæringen gir betydelige ringvirkninger til aktivitetsnivået innenfor hele den norske økonomien. Totalt står olje- og gasseksport for over 48 % av Norges samlede eksport og 21,5% av BNP (OECD, 2013). Ettersom Eidesvik leverer tjenester direkte til petroleumsnæringen vil de også være direkte eksponert for aktivitetsnivået og utviklingen i oljeprisen. For å få innsikt i forventningene til Eidesviks tjenester, vil vi se på ulike etterspørselsforhold som driver oljeprisen.

Oljepris

Prisen på olje drives av en rekke ulike økonomiske forhold som blant annet økonomisk vekst, geopolitiske forhold, teknologisk utvikling, lagerbeholdning av olje, samt hva OPEC foretar seg. Historisk sett har spotprisen for råolje ligget på et høyt nivå. Det er flere faktorer som spiller inn på prisdannelsen. Uroligheter og minskede leveranser fra Nord-Afrika og Midtøsten har vært noen av faktorene som har presset prisen opp.

Oljeproduiserende land har en ulik kostnadsstruktur på sin utvinning og det er spesielt Midtøsten som har de laveste kostnadene. Det er allikevel lite trolig at disse landene vil være interessert i, eller i stand til, å øke sin produksjon slik at utvinning i høykostområder utenfor Midtøsten blir ulønnsomt. OPEC utøver i tillegg markedsregulering for å sikre en stabil etterspørsel og sikre jevn inntekt til de produserende landene.

Den siste tiden har imidlertid trenden snudd, og vi har sett en stor nedgang i oljeprisen. Det er flere faktorer som kan tilskrives nedgangen. Det har vist seg å være overskuddstilbud i

råoljemarkedet og etterspørselsforholdet etter oljeprodukter har endret seg i Europa og USA. I tillegg viser nye signaler at OPEC ikke nødvendigvis kommer til å kutte sin produksjon med det første. Flere sentrale personer innad i OPEC har støttet opp under at de mest sannsynlig ikke kommer til å vedta produksjonskutt i nær fremtid. Om dette ikke inntreffer vil det oppstå en høy global overproduksjon av olje, og prisene vil stagnere. Dette har ført til at flere nå har justert ned sine prognoser for inneværende og neste år. EIA (U.S. Energy Information Administration) har blant annet satt ned sine forventinger for gjennomsnittlig pris på Brent for 2015 til \$83,42 per fat fra \$101,67.

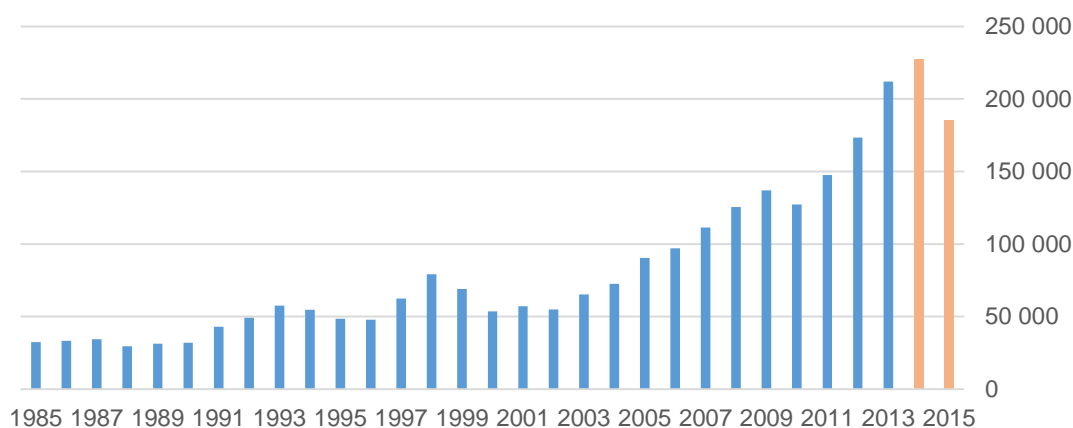
For prognosene våre fremover, vil den globale etterspørselen etter energi, og spesielt fra hydrokarboner, ha en signifikant innvirkning. I følge Det Internasjonale Energibyrådet (IEA) forventes det at den totale etterspørselen etter energi kommer til øke med 37 % frem mot år 2040. En ser spesielt ett stort skift bort ifra OECD land. Kina og India er begge land som stadig tar mer og mer over for den globale etterspørselen, og bare i førstnevnte forventes det en økning i forbruk av elektrisitet på 80 % mot 2040.

Fossilt brennstoff har i nyere tid dominert energisektoren som førstevalg og viser tegn til at den kommer til å fortsette med det. Men for første gang så ser en nå et større tilbakefall og det forventes at fossilt brennstoff vil reduseres til å stå for 55 % av tilbudet frem mot 2040. Med tanke på produksjonen av fossilt brennstoff, så er det spesielt land utenfor OPEC som øker mest. Spesielt observeres det en betraktelig økning av produksjonen av oljeskifer i USA, kanadisk oljesand og dypvannsboring i Brazil. Og på den andre siden legges det også et stort fokus på utnyttelsen av fornybar energi. Som en følge av den økte etterspørselen etter elektrisitet verden over, forventes det at fornybar energi, hovedsakelig vannkraft, kommer til å overgå kull og bli den ledende energikilden på sikt. (International Energy Agency, 2014)

Petroleumsinvesteringer

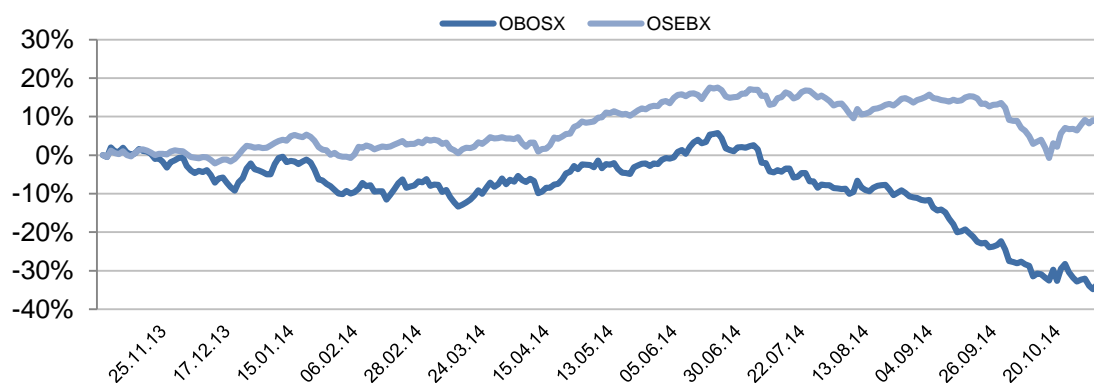
I 2015 forventes det ifølge SSB at investeringer i olje- og gassvirksomhet reduseres til 185,5 milliarder kroner. Fallet på over 18 % er den høyeste reduksjonen registrert på norsk sokkel noen gang. Historisk sett så har investeringer på norsk sokkel hatt en årlig vekst på rundt 15 %. Dette er i tråd med investeringene for 2014, som estimeres til å ende på rekordhøye 227 milliarder kroner. (SSB, 2014)

Investeringer i olje- og gassvirksomhet (mill. kr)



Figur 4-1: Forventede petroleumsinvesteringer (Kilde: SSB, 2014)

I statistikken som SSB fremlegger, inkluderes kun utbyggingsprosjekter som har levert plan for utbygging og drift (PUD) til myndighetene. Dette fører til at investeringene tilhørende Johan Sverdrup ikke er inkludert. PUD forventes i første kvartal 2015. Med tanke på at Sverdrup er et av de største feltene oppdaget på norsk sokkel, vil investeringene her ha en signifikant innvirkning på de totale investeringene på sokkelen. Om ti år forventes det at feltet står for opp imot 25 % av all norsk oljeproduksjon. (Oljedirektoratet, 2014) For utenom den store aktiviteten i Nordsjøen, er det også store planer for økt utvinning i Norskehavet og Barentshavet. Men som en følge av det nåværende fallet i oljepris, har flere og flere planlagte prosjekter, som Castberg, Zidane og Kristin, blitt kategorisert som ulønnsomme. Dette resulterer i en stor mangel på prosjekter og fører til en markant nedgang i bransjen. Under vises utviklingen til oljeserviceindeksen (OBOSX) sett i forhold til hovedindeksen (OSEBX) det siste året. Fallet på over 30 % kommer mye av den store mangelen på prosjekter og lav lønnsomhet.



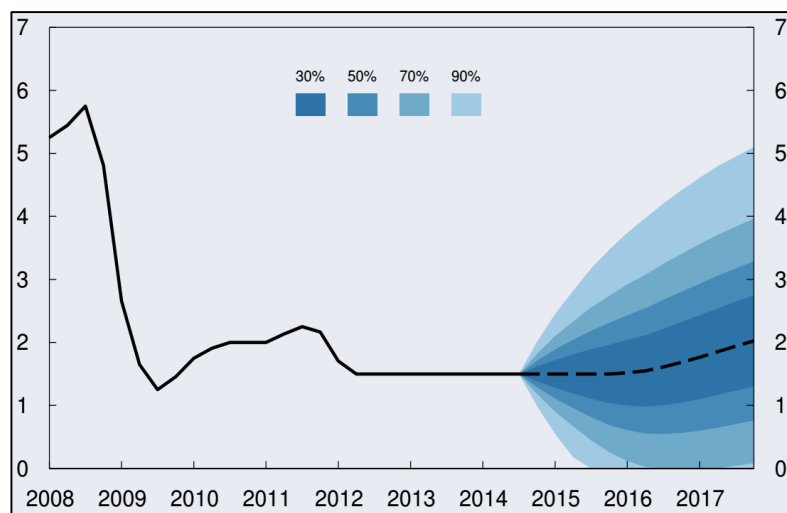
Figur 4-2: Kursutvikling OBOSX/OSEBX 12 måneder (Oslo Børs, 2014)

Inflasjon

Regjeringen har fastsatt et inflasjonsmål for pengepolitikken i Norge. Gjennomføringen av pengepolitikken er delegert til Norges Bank gjennom lov og forskrift. Målet for pengepolitikken er en årsvekst i konsumprisene som over tid skal ligge nær 2,5 %. (Norges Bank, 2014)

Norges Banks viktigste virkemiddel i pengepolitikken er styringsrenten, som er renten på bankene sine innskudd i Norges Bank. En stabil og forutsigbar inflasjon er viktig for en god økonomisk utvikling på lang sikt.

Per oktober 2014 var inflasjonen i Norge på 2,0 %. Dette gir forventninger om et fortsatt lavt rentenivå. Eidesvik opererer med inntekter fra hele verden og er eksponert i blant annet amerikanske dollar (USD). Men ettersom vi ser på Eidesvik i Norge, legger vi til grunn inflasjonsforventningene i Norge for å få konsistens med målet for den risikofrie renten som vil bli benyttet i WACC. Inflasjonen i dag nærmer seg målet på 2,5 % og den norske kronen står svakt. I tråd med svak utvikling i Norge sine naboland, kan det komme en situasjon der styringsrenten faktisk kuttes ned mot 0. Per i dag er styringsrenten i Norge på 1,5 % og Sverige har nylig kuttet sin ned til 0. Rentenivået i Norge har i kjølvannet av finanskrisen og den påfølgende gjeldskrisen i Europa ligget på et historisk lavt nivå. Finanstilsynet fremstiller i sine prognoser at det norske rentenivået vil bli liggende lavt lenge. I Norges Bank sitt anslag for rentebanen, foreligger det en forventning om at styringsrenten ikke skal beveges før sent 2015, for så å øke mot 2,00 % etter 2017.



Figur 4-3: Anslag på styringsrenten i referansebanen med sannsynlighetsfordeling. Prosent. 1. kv. 2008-4. kv. 2017 (Kilde: Norges Bank, 2014)

Sosiokulturelle forhold

Veksten i offshorenæringen har satt press på etterspørselen etter maritim arbeidskraft. Kompetanse er og vil forbli et viktig konkurransefortrinn i den globale konkurransearenaen (Maritimt Forum, 2014). Utdanningen av arbeidskraften skjer ved ulike utdanningsinstitusjoner fra videregående- til høyskoleutdanning, som spiller en viktig rolle i å utdanne kvalifisert arbeidskraft til næringen. Rederibransjen er preget av høy ulykkesrisiko, lav levealder og lavt sykefravær. Ulykkesrisikoen må sees i sammenheng med faren for havari og ulykker ved arbeid om bord under lasting/lossing. Ved tiltredelse av tjeneste må arbeidstakere på skip ha helseerklæring i henhold til Sjømannsloven, noe som kan ha sammenheng med sykefraværet i bransjen. Arbeidstakere med skader eller svak helse blir utstøtt av yrket, fordi de mister helseattest og dermed søker seg til andre yrker eller blir uføretrygdet (NAV, 2006).

Teknologiske forhold

Som tidligere nevnt oppleves det et skift i typen brønner som drilles og opereres. Nye brønner er lokalisert på dypere vann og mer værutsatte områder. Dette medfører at rederiene må stille med oppdatert teknologi på skipene som kan takle de krevende forholdene. Selskapene i bransjen fornyer flåtene med jevne mellomrom, som følge av dette, og nye skip som kommer fra verftene besitter avansert teknologi.

Utvinning på norsk sokkel stiller særskilte krav til teknologi som kan operere i arktiske strøk. Den avanserte teknologien kan være utfordrende ved en eventuell omstilling. Standardiserte fartøy til en lavere rate vil kunne stille sterkere i geografiske segmenter hvor det ikke er behov for samme grad av teknologi.

Miljømessige- og legale forhold

Bransjen har den siste tiden satt et større fokus på miljøet. Søkelyset mot fartøyenes forbruk av drivstoff og utslipp har medført skjerpede miljøkrav fra det offentlige. I 2007 ble det belyst at 2,7% av det globale CO₂-utslippet kommer fra skipsfart (IMO, 2014). Samme året valgte dermed norske myndigheter å innføre en særavgift for utslipp av nitrogenoksider (NO_x) i Norge og på norsk sokkel. Formålet er å få redusert det totale utslippet og initiere en holdningsendring overfor utslipp. Dette medfører at rederiene vil tilpasse seg til de nye reguleringene og ikke miste sin konkurransekraft. Flere aktører har her vært forut sin tid og tatt i bruk mer miljøvennlige fartøy, deriblant Eidesvik. I tillegg til den eksisterende NO_x-

avgiften, har EU fastsatt en innførelse av nytt krav om å redusere svovelinnholdet i bunkersen til skip som skal seile innenfor Østersjøen, store deler av Nordsjøen og Den engelske kanal. Det såkalte Svoveldirektivet gjør at svovelinnholdet i bunkersen til skip må reduseres fra 1 % til 0,1 % fra og med 1. januar 2015. Dette vil medføre at skip som benytter tungolje i dag, enten må over til alternativt drivstoff, eller rense utslippet ved bruk av en katalysator. Drivstoff med lavt nok svovelinnhold koster i dag over 50 % mer enn tungolje. Dette vil medføre rederiene en ny betydelig kostnad. Rederier har uttalt at en overgang til LNG som drivstoff er aktuelt, men da kun når flåten skal fornyes. Satsningen på miljøvennlig teknologi er ofte svært kostbart og gir sjeldent en øyeblikkelig gevinst. Men for de aktørene som gjerne er inne i en slik omstilling og har tatt i bruk ny teknologi vil kunne oppleve en fordel og økt lønnsomhet. På norsk sokkel vil dette komme av reduserte avgifter og en høyere etterspørsel etter miljøvennlige tjenester. På internasjonal basis vil ikke dette på nåværende tidspunkt være gjeldene, på grunn av at avgiften for NO_x kun gjelder for norsk sokkel. Avgiften er også ventet å bli innført globalt.

4.2 Intern ressursorientert analyse

I den interne analysen kartlegges bedriftens konkurransesituasjon sett i lys av omgivelsene. Analysen tar for seg interne forhold, og ser på hvilke ressurser som brukes i verdiskapningen. Formålet er å identifisere en eventuell strategisk fordel Eidesvik har, sett i forhold til de andre selskapene i bransjen. Dette er i stor grad avhengig av ressursene de kontrollerer, og hvordan de utnyttes. Informasjon som benyttes i den interne analysen er i hovedsak utgitt av selskapet selv. Dette medfører at informasjonen til tider kan være positivt vinklet. Tatt dette i betraktning, vil vi gjennomføre analysen mest mulig objektivt.

4.2.1 VRIO

VRIO-rammeverket er et analytisk verktøy som brukes for å se om bedriftens ressurser og muligheter er med på å skape konkurransefortrinn i forhold til konkurrentene. For at bedriften skal ha et konkurransefortrinn, må ressursene være verdifulle, sjeldne, vanskelige å kopiere og organiserte.

Ressursen er verdifull dersom den muliggjør at bedriften kan utnytte seg av muligheter, eller forsvare seg mot trusler (Barney, 2011). Det kan være at ressursen har effekt på kostnadsstrukturen, eller kundenes betalingsvilje.

Ved å besitte en sjelden ressurs, kan det gi opphav til et komparativt fortrinn. Sjeldenhet knytter seg til at ressursen er vanskelig å oppdrive, samt at den vil vare over et visst tidsrom.

For at et konkurransefortrinn skal være varig, er det viktig at ressursen ikke lar seg imitere. Konkurrenter som står overfor konkurransefortrinnet kan respondere med å undersøke om det er mulighet for å kopiere ressursen som gir opphav til fortrinnet. Dersom kostnaden for å oppdrive ressursen er liten, vil konkurrentene imitere og sørge for paritet i markedet.

Et selskaps konkurransefortrinn avhenger av om ressursene er verdifulle, sjeldne og imiterbare. Selv om ressursene innehar disse kvalitetene må de være organisert på en slik måte at de klarer å hente ut gevinstene som ressursene muliggjør (Barney, 2011).

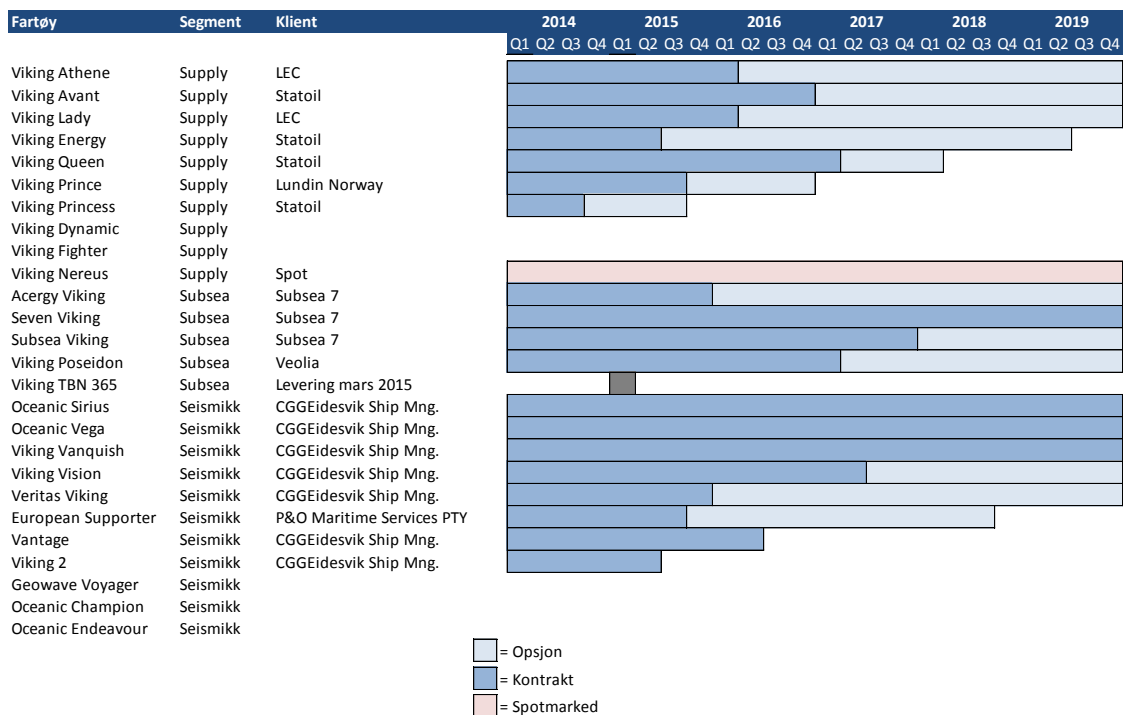
Flåte

Flåten til Eidesvik består som tidligere nevnt av totalt 25 skip og ett subsea-skip som er under konstruksjon. Sett under ett er flåten relativt moderne med en gjennomsnittsalder på 9 år (bransje: 9,6 år). Det er i hovedsak teknologien til supplyskipene innenfor flytende naturgass (LNG) som gjør den sjelden og skiller den fra konkurrentene. Nylig ble Subseaskipet «Seven Viking» kåret til «Ship of the Year» i 2013 av Skipsrevyen (Eidesvik, 2013). Dette skipet opererer for Statoil via Subsea 7 og har bidratt til at Eidesvik ytterligere har befestet sin posisjon innen sofistikerte subsea-fartøy. Ved å inneha en flåte som er såpass ung og teknologisk oppdatert, er Eidesvik i stand til å takle utviklingen som skjer offshore på en god måte. Selv om det er en viktig og sjelden ressurs for Eidesvik i dag, så er flåten imiterbar. Konkurrenter med eldre flåter og utdatert utstyr vil kunne selge eksisterende og bestille nytt. Det vil ta tid og være kapitalkrevende, så på kort sikt kan flåten anses som ikke-imiterbart.

Eidesvik har vært i førersetet når det gjelder miljøatsingen med LNG som drivstoff. De fører ifølge sine årsrapporter en bevisst og målrettet miljøpolitikk. Ledelsen legger vekt på at de kommer til å fortsette utviklingen av miljøvennlige og energibesparende skip. Det gjøres ved forskning på nye typer av brenselceller som er testet om bord på de ulike fartøyene. I 2013 tok for øvrig DNV GL (Det Norske Veritas) initiativ til et «Joint Industry Project» knyttet til energieffektivisering. Her er Eidesvik en av deltakerne. Prosjektet går ut på å effektivisere hele logistikkjeden ved å finne den mest energieffektive måten å drive skip på. De fleste norske skip som bygges i dag for nærsjøfart, foretrekker LNG som drivstoff først og fremst på grunn av lave miljøutslipp, men også fordi LNG har begynt å bli

konkurransedyktig i forhold til tradisjonelle drivstofftyper som marin dieselolje (Sintef, 2014). Flåten til Eidesvik består nå av fem skip med denne løsningen og vi ser også at konkurrentene har begynt å ta i bruk samme teknologi i flere nybygg. Flåtesammensetningen anses dermed som en verdifull ressurs for selskapet i og med at alle inntekter kan relateres til skipene som inngår i eiendelene.

Av kontraktsdekningen presentert under, ser en at majoriteten av flåten til Eidesvik er sikret langsiktig og at det er kun ett skip som opererer i spotmarkedet. Tilnærmet hele flåten er per i dag dekket gjennom vinteren og ut 2015, noe som er verdifullt for selskapet. Dermed unngår de å operere med en volatil spot tonnasje. Utnyttelsesgraden har også vært svært tilfredsstillende ved at de har opprettholdt en utnyttelse av skip på 100% gjennom hele forrige kvartal.



Figur 4-4: Kontraktsdekning (Kilde: Kvartalsrapport Eidesvik, 2014)

Lokalisering

Hovedkontoret til Eidesvik er lokalisert på Langevåg på Bømlo. Vestlandet har lang tradisjon for skipsfart, og vi ser at flere selskaper er lokalisert her. Plasseringen er viktig av ulike faktorer. Å ligge i nærheten av sine leverandører minsker tiden for å få satt ut skipene i verdiskapende virksomhet, samtidig som vedlikehold går raskere. Hjemhavnen på Bømlo

ligger også strategisk til i forhold til Nordsjøen som er det primære marked. Bransjen påvirkes av strukturelle forhold som påvirker verdiskapningen, og tid er en av kostnadsdriverne. Beliggenheten er likevel ingen sjelden ressurs ettersom konkurrentene også har tilgang på havneområder langs kysten av Norge.

Finansielle ressurser

Sett i forhold til bransjen har Eidesvik en solid finansiering i form av høy egenkapitalandel og gunstige lånevilkår. Majoriteten av aksjekapitalen er fortsatt innenfor Eidesvik-familien gjennom deres andeler i Eidesvik Invest AS. Familiært eierskap har sine fordeler med tanke på tidshorisont ved at de ikke søker etter kortvarig aksjestigning. Selskapet la nylig ut et obligasjonslån på 300 millioner som ble godt mottatt av markedet. Det var første gang Eidesvik benyttet seg av obligasjonsmarkedet for å finansiere virksomheten og ledelsen anser det som et viktig skritt for å etablere en posisjon for alternative finansieringskilder i fremtiden. Dette bekreftes ved at selskapet har hatt en positiv utvikling i rentedekningsgraden som sier at en mindre del av nettoresultatet er bundet opp til rentekostnader. Finansieringsstrukturen vil analyseres videre under regnskapsanalysen.

Omdømme og sikkerhet

Petroleumsbransjen opererer under svært strenge sikkerhetsforskrifter og er avhengig av driftssikre løsninger for å unngå nedetid. Dette vil kunne påvirke omdømmet, og tapte nåværende- og fremtidige inntekter. Eidesvik har bygget et solid merkenavn opp igjennom årene, noe som vises på kundeporteføljen til bedriften. Av de utestående kundefordringene per 31.12.13 var 99% av disse tilhørende kunder som Eidesvik klassifiserer som «etablerte kundeforhold, god betalingssevne/-vilje». Denne ressursen er verdifull for selskapet, ettersom klienter har høy betalingsvillighet ved gjenkjøp, når de er fornøyd med levert tjeneste. De fokuserer også på å bygge langsiktige kunderelasjoner, der kundene tar del i utviklingen som sikrer lønnsomme løsninger for begge parter.

Menneskelige ressurser

De menneskelige ressursene består av konsernets ansatte, ledelsen og styret i Eidesvik. Antall ansatte har vært i vekst de siste årene, og kampen om spesialkompetanse som kan utføre tjenestene innenfor bransjen har vært sterk. Eidesvik har utpekt seg når det gjelder utdanning av unge innenfor maritim industri. I 2012 mottok selskapet prisen «Young

Corporation Award» som en bekreftelse på dette arbeidet. Eidesvik har lang erfaring innenfor offshore supply bransjen og de ansatte har gjennomgående høy kompetanse.

At de er et norsk selskap er en utfordring med tanke på utviklingen i lønnsnivået. Importeringen av arbeidskraft fra blant annet Øst-Europa setter imidlertid en dempe på lønnsutviklingen.

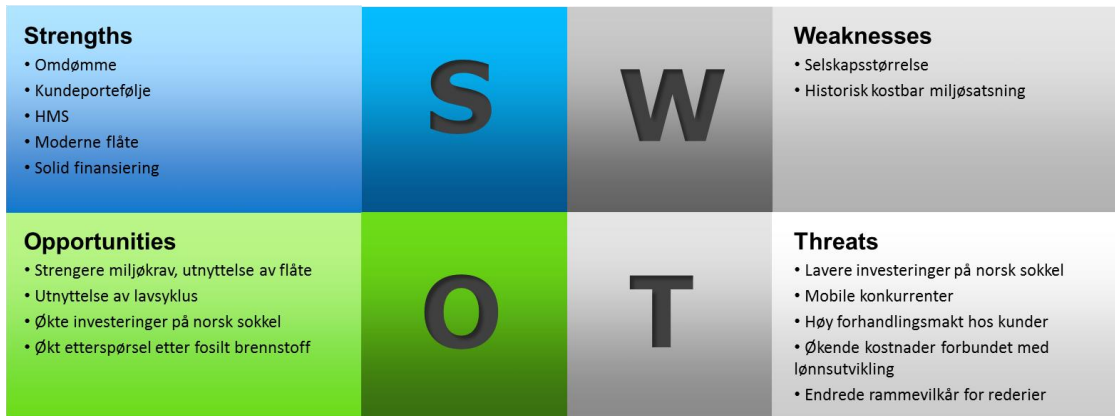
Organiseringen av konsernets ledelse har vært i sterkt fokus siden oppstarten av Eidesvik. Fra deres hovedkontor på Bømlo sitter majoriteten av ledelsen, som har lang og bred erfaring fra offshore supply bransjen. Ledelsen spiller en nøkkelrolle når det kommer til anskaffelse av nye skip. Flåten består av 87 % av de varige driftsmidlene, og anskaffelseskostnaden har stor innvirkning på selskapets lønnsomhet via avskrivningene. Den sykliske bransjen gjør at anskaffelseskostnaden i stor grad avhenger av hvilken konjunktur bransjen befinner seg i. En verdifull fordel kan her oppstå om selskapet er i stand til å planlegge anskaffelse av nye fartøy til perioder der anskaffelsesratene er lave. Om selskapet er kapable til å gjennomføre dette, enten via dyktighet eller flaks, vil være vanskelig å stadfeste. Denne fordelene vil videre drøftes i regnskapsanalysen.

Vi kan imidlertid ikke si at de menneskelige ressursene direkte eies av selskapet ettersom de ansatte kan ta med sin kunnskap ut av organisasjonen om de skifter jobb, som gjør at ressursen er imiterbar.

	Verdifull	Sjelden	Imiterbar	Organiserte	Utfall
Flåte	Ja	Ja/Nei	Ja	Nei	Midlertidig ulempe
Lokalisering	Ja	Nei	Ja	Ja	Bransjenorm
Finansielle ressurser	Ja	Nei	Ja	Ja	Bransjenorm
Omdømme og sikkerhet	Ja	Nei	Ja	Ja	Midlertidig fordel
Menneskelig ressurs	Ja	Nei	Ja	Ja	Midlertidig fordel

4.3 Oppsummering strategisk analyse – SWOT

Som en oppsummering på den strategiske analysen, setter vi inn de mest sentrale funnene i en SWOT-modell. Vi tar for oss selskapets styrker, svakheter, muligheter og trusler.

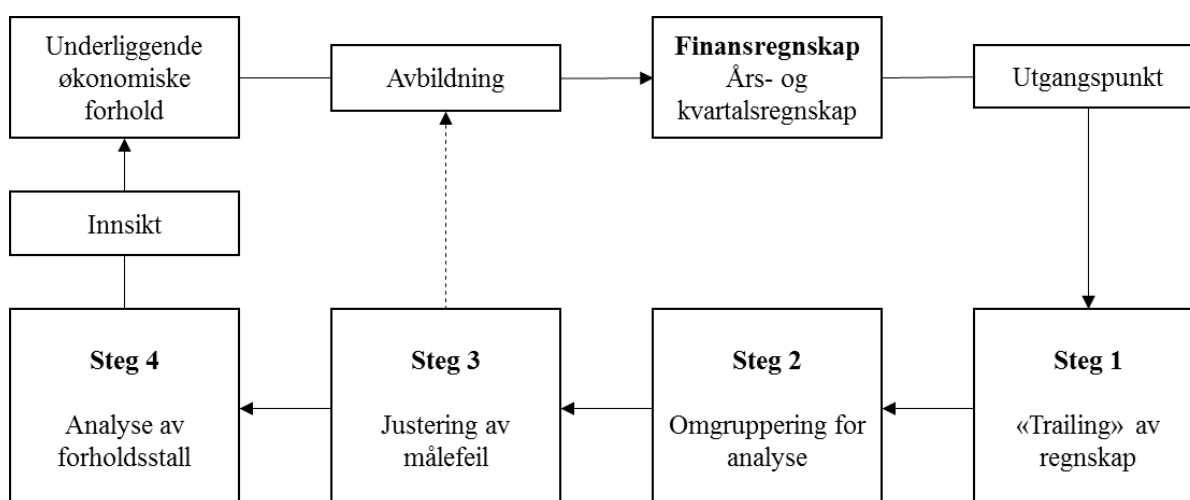


Figur 4-5: SWOT-analyse

Etter flere år i bransjen er Eidesvik godt posisjonert i markedet. De har bygget opp en solid grunnplattform, bestående av dyktige ansatte og en nymoderne flåte. Vi ser at miljøatsingen innenfor LNG-teknologi er ressurskrevende. Til nå har satsingen ikke gjort utslag i økte marginer, men dette ser vi på som en mulighet dersom myndighetene fortsetter sitt arbeid for å skape en holdningsendring med skjerpede miljøkrav. Vi ser også at kundene har en positiv innstilling til denne satsingen, som lover godt for fremtidige kontrakter, noe som er viktig for Eidesvik som er en relativt liten aktør i bransjen. Størrelsen på driften gjør også at de er sårbare overfor sykdom på nøkkelpersonell, og er mindre fleksible til å påta seg lukrative kontrakter, sett i forhold til konkurrentene. Fremtidig lønnsomhet vil også være sterkt påvirket av ledelsens evne til å ta strategiske beslutninger i forhold til nyinvesteringer.

5. Regnskapsanalyse

For å få innsikt i underliggende økonomiske forhold foretar vi en regnskapsanalyse som vil gi oss en kvantitativ innsikt. Ettersom vi ønsker å avdekke verdien på egenkapitalen, hjelper regnskapsanalysen oss til å få en mer inngående forståelse av lønnsomhet, vekst og ressursbehov for vårt selskap. Sammen med den strategiske analysen vil regnskapsanalysen gi oss god forståelse av hvordan Eidesvik, og bransjen som helhet vil arte seg i tiden fremover (Kaldestad & Møller, 2011).



Figur 5-1: Rammeverk for regnskapsanalyse (Kilde: BUS440, Knivsfå, 2014)

Rammeverket for regnskapsanalysen er presentert over. Informasjonen som er benyttet i analysen baseres på regnskapsdata som er hentet fra selskapene sine nettsider og annen offentlig informasjon. Første steg i analysen er å innarbeide den nyeste informasjonen som rapporteres i kvartalsrapportene via såkalt "trailing". Videre omgrupperes de rapporterte tallene til investororientert analyse, for så å justere for eventuelle målefeil. De omgrupperte og justerte tallene blir så benyttet for å kartlegge risiko og rentabilitet ved hjelp av en forholdstallanalyse.

Eidesvik som konsern består av flere datterselskap. Vårt analysenivå vil legge til grunn konsernregnskapet som gjør at rapporteringen vises som én økonomisk enhet. Ettersom datterselskapene stort sett har likt forretningsområde, samtidig som rapporteringen på selskapsnivå er begrenset, anser vi analyse på konsernnivå som tilstrekkelig.

Valg av analyseperiode må sees i sammenheng med virksomhetens utvikling over tid. Dersom virksomheten har stått overfor store endringer der regnskapstallene har vært ustabile

vil ikke historiske data gi et godt bilde over dagens situasjon. Det vil da være hensiktsmessig å velge en kort analyseperiode. Eidesvik har hatt en relativt stabil utvikling de siste årene med få endringer, noe som tilsier at vi kan ta en lengre tidsperiode i betraktning, for å få en lengre tidsserie med forholdstall. Vår analyseperiode er dermed satt til 2008-2014.

For å få et perspektiv på analysen settes selskapet opp mot de sammenlignbare selskapene fra bransjen. Selskapene som ble brukt i den strategiske analysen har relativt lik virksomhet som Eidesvik, disse vil også brukes som målestokk i regnskapsanalysen.

5.1 Presentasjon av rapporterte tall

Nedenfor presenteres et tabulert utdrag av informasjonen fra årsrapportene. Dette vil være utgangspunkt for videre analyse.

RESULTATREGNSKAP - EIDESVIK OFFSHORE ASA							
<i>(Alle tall i NOK mill.) - IFRS</i>							
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Seismikk driftsinntekt	216,0	298,6	309,5	318,2	257,4	164,0	170,0
+ Subsea driftsinntekt	166,8	217,0	323,5	318,4	323,4	338,6	327,0
+ PSV driftsinntekt	328,6	423,5	457,2	398,1	390,5	373,9	428,4
+ Annen inntekt	9,5	7,7	9,2	20,1	28,3	25,6	17,9
+ Gevinst ved salg av skip	29,1	-	134,9	-	-	78,4	50,5
= Sum inntekter	750,0	946,8	1 234,3	1 054,7	999,6	980,5	993,7
- Lønn og personalkostnader	241,6	328,6	337,4	365,8	360,7	288,3	327,3
- Andre driftskostnader	146,8	127,1	155,1	151,8	157,4	133,4	115,2
- Leie av skip (bareboat)	55,3	64,0	66,5	46,9	15,7	-	-
= Sum driftskostnad	443,7	519,8	559,1	564,5	533,8	421,6	442,5
Driftsresultat før avskrivninger og finansposter	306,2	427,0	675,2	490,2	465,7	558,9	551,2
Avskrivninger	158,2	227,0	275,6	280,0	279,7	290,1	301,8
- Nedskrivning av varige driftsmidler	-	-	-	-	7,8	0,6	-
= Sum av- og nedskrivninger	158,2	227,0	275,6	280,0	287,4	290,8	301,8
Resultat fra tilknyttede selskap	-16,8	-	-21,2	-13,9	2,8	1,2	24,3
+ Resultat fra felles kontrollert virksomhet	3,0	18,4	-11,0	-41,1	17,6	22,9	60,5
= Driftsresultat før finansposter	134,3	218,3	367,3	155,2	198,7	292,3	334,2
Finansinntekter	13,0	10,4	7,4	13,5	5,6	5,1	9,7
- Finanskostnader	103,2	177,3	179,5	128,3	124,7	126,7	139,9
+ Verdiendring derivater	-18,0	-101,6	46,8	-19,3	-7,1	19,9	20,8
+ Netto agio	154,5	-546,0	696,8	-17,4	1,8	93,5	-77,4
= Netto finansresultat	46,3	-814,6	571,5	-151,5	-124,4	-8,2	-186,9
= Resultat før skatt	180,6	-596,3	938,8	3,7	74,3	284,0	147,4
- Skattekostnad	227,2	7,3	-152,6	59,6	3,8	1,8	6,5
= Periodens resultat	-46,6	-603,6	1 091,4	-56,0	70,4	282,2	140,9
+ Estimatavik pensjoner	-	-	-	-	-	23,0	-6,3
+ Omregningsdifferanser felleskontrollert virksomhet	-	-	-	6,2	8,0	-17,4	23,7
= Totalresultat	-46,6	-603,6	1 091,4	-49,7	78,4	287,7	158,3
Henført til:							
Morselskapets aksjonærer	-46,6	-603,6	1 091,4	-49,7	78,7	264,8	159,1
Minoritetsinteresser	-	-	-	-	-0,3	-0,1	-0,9

Tabell 5-1: Resultatregnskap (Kilde: Årsrapporter Eidesvik Offshore ASA)

Trenden på topplinjen er svakt nedadgående, noe som har sammenheng med noen strukturelle endringer selskapet har stått overfor. I slutten av analyseperioden har store deler av seismikkflåten gått over til bareboat avtaler. I tillegg er deler av segmentet omstrukturert

til felles foretak, som nå inngår i resultatet til felleskontrollerte virksomheter. Disse elementene vil vi komme tilbake til under selve analysen. I starten av analyseperioden ble det også satt flere skip i drift som medførte økte brutto fraktinntekter. Videre har det generelle markedet vært preget av dårlige utsikter og etterdønninger av finanskrisen, men på grunn av faste kontrakter har Eidesvik delvis vært skjermet fra dette. Finansresultatet er preget av at selskapet har fraktinntekter i utenlandsk valuta (hovedsakelig USD), som gjør at bunnlinjen er sensitiv for svingninger i valutamarkedet. Noe av svingningen kan også tilskrives endringen i rederibeskatningen som ble gjennomført i 2009.

BALANSE - EIDESVIK OFFSHORE ASA (Alle tall i NOK mill.)	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Eiendeler							
Skip	3 359	3 408	4 355	4 288	4 055	4 580	4 198
Skip under bygging	245	439	-	44	182	129	266
Bygninger, tomter og andre driftsmidler	47	47	42	40	36	30	29
Utsatt skattefordel	33	-	-	-	-	-	-
Investeringer i tilknyttede selskaper	24	34	10	4	7	8	3
Investeringer i FKV	-	-	205	187	320	323	389
Derivater	12	-	4	-	-	-	-
Andre langsiktige fordringer	3	2	1	1	4	1	20
Sum anleggsmidler	3 724	3 930	4 617	4 565	4 604	5 069	4 904
Kundefordringer	228	200	165	165	221	148	178
Derivater	136	0	25	15	2	2	1
Skip holdt for salg	-	122	-	-	-	-	-
Andre omløpsmidler	63	81	153	94	62	109	35
Konter og kontantekvivalenter	123	211	306	230	212	255	583
Sum omløpsmidler	549	614	650	503	497	514	796
Eiendeler klassifisert som holdt for salg						47	
Sum eiendeler	4 273	4 544	5 267	5 067	5 101	5 631	5 700
Egenkapital							
<i>Egenkapital tilordnet selskapets aksjonærer</i>							
Aksjekapital	2	2	2	2	2	2	2
Annen innskutt egenkapital	0	0	0	1	1	1	1
Andre inntekter og kostnader	-46	-41	-35	-32	-29	-28	-28
Omregningsdifferanser	-	-	-	6	14	-3	20
Annen egenkapital	1 497	858	1 934	1 864	1 904	2 142	2 253
Sum egenkapital majoritetsaksjonærer	1 452	819	1 902	1 840	1 892	2 113	2 248
Ikke kontrollerende eierinteresser/minoritetsinteresser	27	-	-	14	41	67	101
Sum egenkapital	1 479	819	1 902	1 854	1 933	2 180	2 348
Gjeld							
Rentebærende gjeld	2 049	2 693	2 839	2 626	2 530	2 783	2 754
Derivater	13	289	55	72	82	58	37
Betalbar skatt	135	122	-	46	23		
Pensjonsforpliktelser	6	4	2	10	11	21	23
Utsatt skatt	-	-	-	0	-	-	-
Sum langsiktig gjeld	2 203	3 109	2 896	2 754	2 646	2 862	2 815
Rentebærende gjeld	302	322	356	285	296	350	354
Derivater	-	103	1	2	0	2	5
Leverandørgjeld	46	41	29	38	56	34	31
Betalbar skatt	132	65	9	24	24	23	0
Annen kortsiktig gjeld	112	85	74	111	145	134	147
Sum kortsiktig gjeld	591	616	469	460	522	544	537
Forpliktelser knyttet til eiendeler holdt for salg	-	-	-	-	-	45	-
Sum gjeld	2 794	3 725	3 365	3 214	3 168	3 451	3 352
Sum egenkapital og gjeld	4 273	4 544	5 267	5 067	5 101	5 631	5 700

Tabell 5-2: Balanse (Kilde: Årsrapporter Eidesvik)

5.2 Trailing

Siste tilgjengelige finansregnskap er fra 2013 og er således «gammel» informasjon. Siste publiserte tall er kvartalsrapporten fra Q2 og vil bygges inn i regnskapsanalysen for å «komme på sporet» av årets finansregnskap. 2014T utarbeides ved å lage et såkalt løpende finansregnskap på bakgrunn av Q1-Q2 i 2014 kvartalsrapportene og vekstjusterte tall fra Q3-Q4 i 2013 -

TRAILING	2014 Q1-Q2	2013 Q1-Q4	2013 Q1-Q2	Justering unormale	2014T	Vekstjustering	2014T	Vekst i prosent
<i>(Alle tall i NOK mill.)</i>								
Seismikk driftsinntekt	76,5	170,0	65,6		180,9	11,5	192,4	11,0 %
+ Subsea driftsinntekt	164,5	327,0	183,9		307,6	-16,6	291,1	-11,6 %
+ PSV driftsinntekt	214,0	428,4	194,5		448,0	16,3	464,3	7,0 %
+ Annen inntekt	11,2	17,9	12,1		16,9	-0,4	16,5	-7,8 %
= Driftsinntekter	466,2	943,3	456,1		953,4	10,8	964,2	2,2 %
- Lønn og personalkostnader	172,8	327,3	169,8		330,3	2,7	333,0	1,7 %
- Andre driftskostnader	80,9	115,2	60,1		135,9	1,2	137,2	2,2 %
- Leie av skip (bareboat)	-	-	-		-	-	-	0,0 %
- Avskrivninger	147,6	301,8	152,2		297,1	-4,6	292,5	-3,1 %
= Driftsresultat før unormale poster	65,0	199,0	73,9	-	190,1	11,4	201,5	
+ Gevinst ved salg av skip	-	50,5	-	-50,5	-	-	-	
- Nedskrivning av varige driftsmidler	-	-	-		-	-	-	
= Driftsresultat	65,0	249,5	73,9		190,1	11,4	201,5	
+ Nettoresultat driftstilknnyttede selskap - normal	25,0	60,5	27,8		57,7	0,8	58,5	2,5 %
+ Nettoresultat driftstilknnyttede selskap - unorm	-	-	-		-	-	-	
+ Finansinntekt - normal	4,7	33,9	32,3				9,5	
- Finanskostnad - normal	62,2	139,9	68,2				124,4	
= Finansresultat - normal	-57,5	-106,0	-35,9				-114,9	
+ Unormalt finansresultat	-0,0	50,0	0,7	0,1			-0,0	
= Resultat før skatt og minoritet	32,6	147,4	1,2				145,1	
- Skattekostnad - normal	1,8	6,5	2,6				2,7	
- Skattekostnad - unormal	-	-	-				-	
= Resultat før minoritet	30,8	140,9	-1,5				142,4	
- Netto minoritetsresultat	-1,7	-0,9	2,5		-5,1	0,1	-1,6	-2,5 %
= Årsresultat	32,5	141,7	-4,0				144,1	
+ Andre driftsrelaterte resultatелеment	3,0	17,4	15,7	-2,5			3,0	
+ Andre finansielle resultatелеment	-	-	-				-	
= Totalresultat	35,5	159,1	15,7				147,1	

Tabell 5-3: Trailing regnskap 2014T (Kilde: Års- og kvartalsrapporter, Eidesvik)

Ettersom Eidesvik opererer innenfor en syklisk bransje med faste kontrakter, kan vi risikere å feilvurdere vekstjusteringen som foretas på tallene fra året før. Dette har sammenheng med at ratene på kontraktene i stor grad avhenger av syklusen ved kontraktsinngåelsen, som ikke nødvendigvis er representative for trailingåret. I analysen har vi valgt å inkludere informasjonen fra kvartalsrapportene, og etter beste evne tatt høyde for forskjeller i nåværende ratenivå. Trailingen danner dermed et bilde for utgangen av 2014.

Unormale poster i 2013 blir trukket ut ettersom de ikke gir predikasjonsverdi for trailingåret. Dette blir videre drøftet under omgrupperingen. De normale postene blir så vekstjustert på bakgrunn av historisk vekstfaktor i de to siste kvartalene i 2013. Ekstremverdier på

vekstfaktoren i ”andre driftskostnader” og ”netto minoritetsresultat” har blitt overstyrert for å skape et bedre bilde av den naturlige veksten. Finansresultat er beregnet på bakgrunn av trailingbalanse, med snittet av IB/UB som gjenspeiler gjennomsnittlige balanseverdier i perioden. Skattekostnaden er basert på driftsskattesatsen.

5.3 Omgruppering for analyse

Finansregnskapet til selskapene som blir analysert er utarbeidet i henhold til gjeldende regler for IFRS-rapportering. IFRS er et balanseorientert rammeverk som tar utgangspunkt i definisjonene til eiendeler og gjeld, der balanseverdiene er gruppert etter likviditet, og fokuset er om verdiskapningen er større enn kostnaden ved bruk av finansiell gjeld (Knivsflå, 2014). Målet med omgrupperingen er å skreddersy regnskapsoppstillingen slik at oppstillingen blir mer investororientert. Investorer søker etter verdirelevant informasjon som kan gjenspeile underliggende økonomiske forhold.

5.3.1 Omgruppering av resultat

Omgrupperingen deles inn i fire steg:

- 1) Identifiser fullstendig nettoresultat
- 2) Fordeling av fullstendig nettoresultat
- 3) Identifisere normale og unormale poster.
- 4) Fordele skattekostnad

Steg 1 – Identifiser fullstendig nettoresultat

Første steg i omgrupperingen er å identifisere det fullstendige nettoresultatet. Det består av majoritetens rapporterte resultatandel, annet fullstendig resultat, og dirty surplus. Ettersom Eidesvik avgir regnskapet i samsvar med IFRS vil annet fullstendig resultat være rapportert som egen post i resultatregnskapet, i motsetning til NGRS hvor den ikke vil eksistere. Dirty surplus er brudd på kongruensprinsippet (jf. Lov om årsregnskap m.v. § 4-3 og IAS 8) om at alle inntekter og kostnader skal resultatføres. Dette medfører at enkelte resultatelementer føres direkte mot egenkapitalen. Siden IFRS opererer med annet fullstendig resultat som egen post vil dirty surplus i prinsippet være null, men i noen tilfeller vil det allikevel forekomme ved for eksempel emisjonskostnader, eller justeringer i forbindelse med prinsippendringer (Knivsflå, 2014).

Vi starter med å se på endringene i majoritetens egenkapital. Kapitalendringene er et resultat av resultatandelen til majoriteten, eventuelt utbytte, kapitalinnskudd/-uttak og eventuell dirty surplus.

Fullstendig nettoresultat (Alle tall i NOK mill.)	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014T
Egenkapital 01.01	1 524,6	1 451,9	818,8	1 901,5	1 840,1	1 847,7	2 113,2	2 247,5
Årsresultat som rapportert	-46,6	-603,6	1 091,4	-56,0	70,7	282,2	141,7	142,4
+ Annet fullstendig resultat	-	-	-	6,2	8,0	5,5	17,4	3,0
+ "Dirty surplus"	3,6	-0,0	6,0	3,2	-41,3	7,9	5,4	-108,0
= Fullstendig nettoresultat	-43,1	-603,6	1 097,3	-46,5	37,4	295,7	164,5	37,4
- Netto betalt utbytte	29,6	29,4	14,7	14,9	29,8	30,2	30,2	30,2
= Egenkapital 31.12	1 451,9	818,8	1 901,5	1 840,1	1 847,7	2 113,2	2 247,5	2 254,8
Δ Endring i egenkapital	-72,7	-633,0	1 082,7	-61,4	7,6	265,5	134,4	7,3

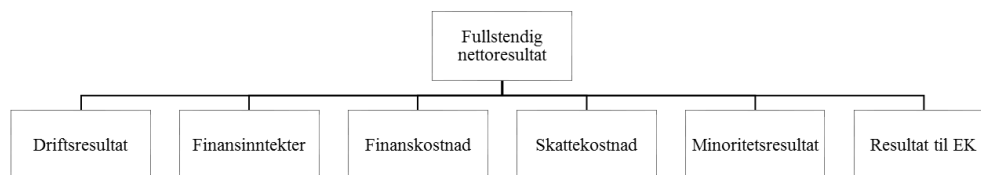
Tabell 5-4: Fullstendig netto resultat

Verdiutdelingen består av utbytte på majoritetsaksjonærenes hånd med en konsistent utbyttepolitikk på én krone pr. aksje med unntak av 2009 og 2010 hvor utbytte var på 50 øre pr. aksje. Kapitalinnskuddet knytter seg til toppledelsens opsjonsprogram.

Det følger av årsrapporten i 2013 at Eidesvik har omarbeidet sammenligningstallene for 2012 som følge av implementeringen av IAS 19. Dette medfører at tallene for 2012 rapporteres som om pensjonsforpliktelsen har vært riktig ført i begge periodene. For å skape sammenlignbarhet mellom tallene som fremkommer må vi dermed behandle prinsippendringen som et kongruensbrudd i 2011 for å få egenkapitalen, som er inngående i 2012, til å stemme. Prinsippendringen har også innvirkning på verdiendringen som fremkommer i 2012. Verdiendringer, som knytter seg til verdsettelsen av pensjonsbeholdningen, skal i henhold til IFRS gå over annet fullstendig resultat som en egen resultatpost, men som følge av at resultatdisponeringen til majoritet/minoritet ikke er oppdatert vil det her oppstå et avvik. Dette avviket vil dermed fremkomme som et kongruensbrudd når tabellen bygger på rapporteringen av majoritetsresultatet.

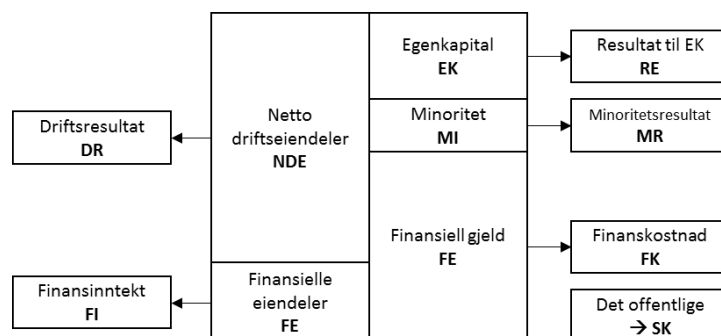
Den store endringen i dirty surplus for 2014 kommer av at vi trekker ut det fullstendige netto resultatet for tredje og fjerde kvartal 2014. Årsaken er at dette enda ikke er opptjent per 30.06.2014 og det er dermed ikke inkludert i egenkapital for samme tidspunkt (Knivsflå, 2014).

Steg 2 – Fordeling av fullstendig netto resultat



Figur 5-2: Fordeling av fullstendig netto resultat

For å finne kildene til verdiskapingen er det viktig å kartlegge hvordan resultatet blir fordelt. Omgrupperingen medfører at kapitalene i balansen får hvert sitt resultat før skatt. Fordelingen før skatt går til selskapet (drift), kreditorer (gjeld) og eierne (egenkapital). For å bevare konsistens mellom resultat og balanse er det viktig å skille mellom drift og finansiering. Med dette menes at dersom en eiendel er «drift» i balansen, må alle inntekter og kostnader som er knyttet til eiendelen være gruppert som driftsinntekt eller driftskostnad (Knivsflå, 2014). Omgrupperingen av balansen blir presisert i punkt 5.3.2.



Figur 5-3: Omgruppering av balanse

I årsrapporten fremgår det at felleskontrollerte virksomheter er selskaper som er sammenfallende med Eidesvik sin ordinære drift. Selskapene som inngår er i hovedsak to seismikkskip, operatørselskap som drifter seismikkskipene og ett subsea-skip. Årsaken for at enkelte selskaper ikke direkte inngår som datterselskap er at det foreligger aksjonæravtaler som medfører lik kontroll av selskapet. Dermed klassifiseres dette sammen med de driftsrelaterte postene.

Ettersom vi velger å la felleskontrollerte virksomheter inngå som en del av de driftstilknnyttede selskapene får vi ulik rapportering sett i forhold til datterselskapene. For å skape konsistens mellom resultat- og balansestørrelser som skal brukes i lønnsomhetsanalysen, burde selskapsregnskapet vært konsolidert inn i konsernregnskapet for

å skape riktig forhold mellom resultat og balanse. Dette gjør seg spesielt gjeldende i måling av rentabilitet.

Informasjon som offentliggjøres på de respektive selskapssidene er imidlertid mangelfull, samtidig som årsrapporten kun angir nettostørrelser. Alternativt kunne regnskapsdata fra for eksempelvis Proff Forvalt vært benyttet, men dette gir oss et avvik fra hva som rapporteres i årsrapporten til Eidesvik. I frykt for å tilføre dataene våre «støy», har vi valgt å benytte oss av nettostørrelsene som er presentert etter egenkapitalmetoden i årsrapporten.

De tilknyttede selskapene har ingen direkte kobling mot driften til Eidesvik. Dette er i hovedsak selskap som driver med HMS-tjenester (kurs) og eiendom og blir derfor klassifisert under finansielle plasseringer.

Annen fullstendig resultat er poster som ikke direkte knytter seg til dette regnskapsåret (IAS 1-92). Ettersom endringer knytter seg til pensjon, lønnskostnader og omregning av felleskontrollerte virksomheter vil dette inngå under driftsrelaterte poster.

Steg 3 – Identifisere normale og unormale poster

For at de historiske tallene skal ha prediksjonsverdi er det viktig å skille mellom normale- og unormale poster. De normale postene knytter seg til hendelser som vil ventes å komme tilbake periode etter periode, i motsetning til unormale poster som knytter seg til engangshendelser. Poster som relateres til engangshendelser kan gi store utslag i resultatet. Ettersom analysen går ut på å avdekke verdidriverne til den underliggende virksomheten, må lønnsomhetsanalysen ta utgangspunkt i en normal økonomisk situasjon. Identifiseringen av de unormale postene er tatt på bakgrunn av opplysningene som fremkommer i notene til finansregnskapet.

Unormalt netto driftsresultat <i>(Alle tall i NOK mill.)</i>	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014T
Unormal driftsinntekt	-	-	-	-	-	-	-	-
+ Gevinst ved salg av skip	29,1	-	134,9	-	-	78,4	50,5	-
- Nedskrivning av varige driftsmidler	-	-	-	-	7,8	0,6	-	-
= Unormalt driftsresultat før skatt	29,1	-	134,9	-	-7,8	77,8	50,5	-
- Skatt på unormalt driftsresultat	0,2	-	22,4	-	-0,4	5,5	6,2	-
+ Andre driftsrelaterte resultatелеment	-	-	-	6,2	8,0	5,5	17,4	3,0
+ Driftsrelatert "dirty surplus"	3,6	-	6,0	3,3	-41,3	7,9	5,4	-108,0
- Unormal driftsskatt på normalt driftsresultat	-20,5	80,8	-4,0	-17,4	-24,5	-21,0	-11,4	-1,5
- Unormal skattekostnad på normalt og unormalt	256,6	-77,6	-162,7	70,1	-	-	-	-
= Unormalt netto driftsresultat	-203,7	-3,2	285,2	-43,2	-16,2	106,8	78,3	-103,5

Tabell 5-5: Unormalt netto driftsresultat

Selskapet foretar jevnlig fornyelse av flåten, noe som medfører at eldre skip legges i opplag, eller ut på annenhåndsmarkedet. Resultatandel som følge av forskjeller mellom salgs- og balanseverdi har variert mye, og viser ingen tegn til en stabil trend. Ettersom disse postene utelukkende vises i regnskapsåret de realiseres, behandles de videre som en unormal post. Prediksjon på fremtidig salg vil bli behandlet under prognostiseringen basert på dagens flåtesammensetning.

Nedskrivning av varige driftsmidler kommer av verdiforringelse på Eidesvik sine kontorbygg. Driftsrelaterte dirty surplus relaterer seg til estimatendringene som følge av implementeringen av IAS 19 og etableringskostnader ved oppkjøp i datterselskap.

Overgangsreglene i forbindelse med endring av rederibeskatningen i 2007, innebar en plikt til gradvis innbetaling av opparbeidede skatteforpliktelsener og avsetning til miljøfond. Overgangsreglene ble kjent ugyldig av Høyesterett i 2010. Dette har medført at de involverte selskapene som ikke ønsket å fortsette med de latente skatteforpliktelsene kunne ta del i en frivillig oppgjørsordning. Eidesvik er under oppgjørsordningen som medfører at 6,7% av skatteforpliktelsene blir innbetalt over en periode på tre år. Kostnadene i forbindelse med oppgjørsordningen, er klassifisert som unormal skatt, og er trukket ut av den normale skattekostnaden.

Finansresultat før skatt <i>(Alle tall i NOK mill.)</i>	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014T
Finansinntekter	13,0	10,4	7,4	13,5	5,6	5,1	9,7	9,5
- Finanskostnader	103,2	177,3	179,5	128,3	124,7	126,7	139,9	124,4
= Normalt finansresultat	-90,2	-167,0	-172,1	-114,8	-119,1	-121,6	-130,3	-114,9
Realisert agio (disagio)	5,3	159,5	-71,4	29,7	111,3	43,6	27,3	1,6
+ Urealisert agio (disagio)	149,2	-705,5	768,2	-47,1	-109,6	49,9	-104,6	-12,7
+ Gevinst (tap) på derivater	-18,0	-101,6	46,8	-19,3	-7,1	19,9	20,8	11,1
= Unormalt finansresultat	136,5	-647,6	743,6	-36,7	-5,3	113,4	-56,6	-0,0
= Finansresultat før skatt	46,3	-814,6	571,5	-151,5	-124,4	-8,2	-186,9	-114,9

Tabell 5-6: Finansresultat før skatt

Konsernet er eksponert for kurssvingninger i flere valutaer, og som følge av dette foretar de risikostyring med finansielle instrumenter. Kravet til regnskapsmessig sikringsbokføring i henhold til IAS 39 er imidlertid ikke innfridd, noe som medfører at sikringsobjektet og sikringsinstrumentet føres hver for seg. For å skape konsistens velger vi derfor å klassifisere begge postene som unormale.

Steg 4 – Fordeling av skattekostnad

Driftsrelatert skattekostnad		2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014T	
<i>(Alle tall i NOK mill.)</i>										
	Normal skattekostnad	-29,4	84,9	10,2	-10,5	3,8	1,8	6,5	2,7	
-	Finansinntektskatt	1,8	1,4	1,0	1,9	0,8	0,7	1,4	1,3	
+	Unormalt finansresultat skatt	-3,6	16,2	-6,9	2,9	29,2	17,8	13,5	1,2	
-	Finanskostnadskatt	28,9	49,7	50,3	35,9	34,9	35,5	39,2	34,8	
	Normalt driftsresultat	119,0	199,9	264,7	210,2	186,1	190,3	199,0	201,5	
+	Unormalt driftsresultat	29,1	-	134,9	-	-7,8	77,8	50,5	-	
	Driftsrelatert skattesats	dss	0,84 %	58,49 %	16,59 %	9,82 %	4,93 %	7,03 %	12,38 %	17,35 %
	Normalisert driftsrelatert	ndss	18,08 %							

Tabell 5-7: Driftsrelatert skattekostnad

Den effektive skattesatsen vil kunne avvike sterkt fra den nominelle. Dette gjør seg spesielt gjeldene dersom det er store forskjeller mellom regnskapsmessige- og skattemessige verdier. Årets skattepliktige resultat vil være et resultat av regnskapsmessig resultat, korrigert for endringen i realiserte- og urealiserte poster.

Eidesvik er underlagt rederiskatteordningen som medfører fritak for skipsfartsinntekter opptjent under rederiskatteordningen og betaler istedenfor moderat tonnasjeskatt. Tonnasjeskatt er en objektskatt som fastsettes per dag, og er som hovedregel uavhengig av om fartøyet har vært i drift eller ikke (KPMG, 2014). Som en forenkling vil vi beregne skattekostnaden som en driftsskattesats. Driftsskattesatsen (dss) finnes ved følgende formel:

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

Skatteloven bygger på realisasjonsprinsippet som medfører at kun realisert finansresultat blir skattlagt. Urealiserte verdier blir først skattlagt når de blir realisert, i tillegg til at realiserte finansinntekter ofte ikke blir skattlagt på selskapsnivå på grunn av fritaksmodellen (Regjeringen, 2004). Dette medfører at den reelle skatten på finansinntekten vil ligge et sted mellom 0 % og 27 %. De unormale postene i finansresultatet er spesifisert i notene. På bakgrunn av dette velger vi å beskatte realiserte verdier med 28 % (27 % for 2014) og ingen beskatning av urealiserte verdier. Den normaliserte driftsskattesatsen er gjennomsnittet av driftsskattesatsen over analyseperioden.

Fordeling av skattekostnad								
<i>(Alle tall i NOK mill.)</i>								
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014T
Normal driftsskattekostnad	21,5	36,2	47,9	38,0	33,6	34,4	36,0	36,4
+ Skatt på finansinntekt	1,8	1,4	1,0	1,9	0,8	0,7	1,4	1,3
- Skatt på finanskostnad	28,9	49,7	50,3	35,9	34,9	35,5	39,2	34,8
+ Skatt på unormalt driftsresultat	0,2	-	22,4	-	-0,4	5,5	6,2	-
+ Unormal driftsskatt på normalt driftsresultat	-20,5	80,8	-4,0	-17,4	-24,5	-21,0	-11,4	-1,5
+ Unormal skattekostnad	256,6	-77,6	-162,7	70,1	-	-	-	-
+ Skatt på unormalt finansresultat	-3,6	16,2	-6,9	2,9	29,2	17,8	13,5	1,2
= Rapportert skattekostnad	227,2	7,3	-152,6	59,6	3,8	1,8	6,5	2,7

Tabell 5-8: Fordeling av skattekostnad

Oppsummert vises fordelingen av den rapporterte skattekostnaden i tabell 5-8. Fordelingen går til drift, finansinntekt og finanskostnad. Samtidig skiller vi mellom normale og unormale poster.

Omgruppert resultatregnskap

Omgruppert resultat								
<i>(Alle tall i NOK mill.)</i>								
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014T
Seismikk driftsinntekt	216,0	298,6	309,5	318,2	257,4	164,0	170,0	192,4
+ Subsea driftsinntekt	166,8	217,0	323,5	318,4	323,4	338,6	327,0	291,1
+ PSV driftsinntekt	328,6	423,5	457,2	398,1	390,5	373,9	428,4	464,3
+ Annen inntekt	9,5	7,7	9,2	20,1	28,3	25,6	17,9	16,5
= Driftsinntekter DI	720,9	946,8	1 099,4	1 054,7	999,6	902,1	943,3	964,2
- Lønn og personalkostnader	241,6	328,6	337,4	365,8	360,7	288,3	327,3	333,0
- Andre driftskostnader	146,8	127,1	155,1	151,8	157,4	133,4	115,2	137,2
- Leie av skip (bareboat)	55,3	64,0	66,5	46,9	15,7	-	-	-
- Avskrivninger	158,2	227,0	275,6	280,0	279,7	290,1	301,8	292,5
= Driftsresultat for unormale poster DR	119,0	199,9	264,7	210,2	186,1	190,3	199,0	201,5
- Driftsrelatert skattekostnad	DSK 21,5	36,2	47,9	38,0	33,6	34,4	36,0	36,4
= Netto driftsresultat for unormale poster NRD	97,5	163,8	216,8	172,2	152,4	155,9	163,0	165,1
+ Nettoresultat fra driftstilknyttede selskap	NRT 3,0	18,4	-11,0	-41,1	17,6	22,9	60,5	58,5
= Netto driftsresultat NDR	100,5	182,2	205,8	131,0	170,0	178,8	223,5	223,6
+ Netto finansinntekt	NFI 11,2	8,9	6,4	11,6	4,8	4,4	8,3	8,2
= Nettoresultat til sysselsatt kapital NRS	111,6	191,1	212,2	142,6	174,8	183,2	231,8	231,8
- Netto finanskostnad	NFK 74,3	127,7	129,3	92,3	89,8	91,3	100,7	89,6
- Netto minoritetsresultat	NMR -	-	-	-	-0,3	-0,1	-0,9	-1,6
= Nettoresultat til egenkapital NRE	37,4	63,4	82,9	50,3	85,3	92,0	131,9	143,9
+ Unormalt netto driftsresultat	UNDR -203,7	-3,2	285,2	-43,2	-16,2	106,8	78,3	-103,5
+ Unormalt netto finansresultat	UNFR 123,2	-663,8	729,3	-53,5	-31,7	96,8	-45,8	-2,9
= Fullstendig nettoresultat til egenkapital FNR	-43,1	-603,6	1 097,3	-46,5	37,4	295,7	164,5	37,4
- Netto betalt utnytte	NBU 29,6	29,4	14,7	14,9	29,8	30,2	30,2	30,2
Δ Endring i egenkapital	ΔEK -72,7	-633,0	1 082,7	-61,4	7,6	265,5	134,4	7,3

Tabell 5-9: Omgruppert resultatregnskap

Det omgrupperte og normaliserte resultatet som presenteres i tabell 5-9 danner grunnlaget for vår analyse. Videre vil vi foreta en omgruppering av balanse og kontantstrøm som samsvarer med resultatregnskapet.

5.3.2 Omgruppering av balanse

Den opprinnelige balansen er kreditororientert med hovedfokus på likviditet. Dette gjør at grupperingen tar utgangspunkt i likviditeten på eiendeler og forfallstidspunkt på gjeld. For å gjøre oppstillingen mer investororientert omgrupperes balansen. Omgrupperingen gjøres i følgende steg:

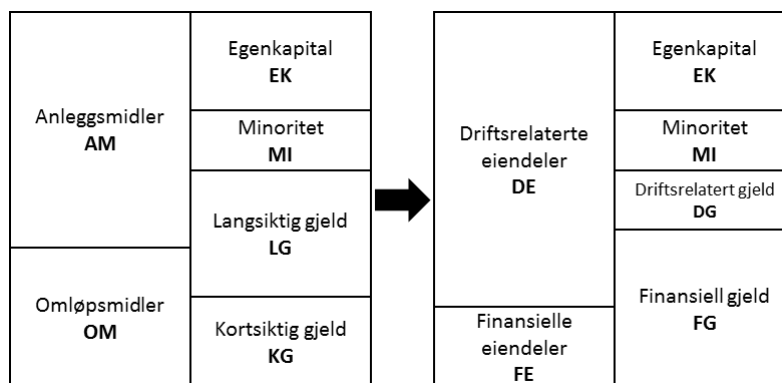
1. Omgruppering av avsatt utbytte
2. Skille mellom drift og finansiering
3. Fra total- til sysselsatt kapital
4. Fra sysselsatt- til netto driftskapital

Steg 1 – Omgruppering av avsatt utbytte

NGRS opererer med avsatt utbytte som kortsiktig gjeld i balansen, men ved investororientert analyse, der vi har et eiersyn, vil dette i realiteten være en internttransaksjon og ikke en gjeldspost (Knivsflå, 2014). Ettersom Eidesvik og de sammenlignbare selskapene rapporterer etter IFRS vil det dermed ikke bli aktuelt med omgruppering av foreslått utbytte.

Steg 2 – Skille mellom drift og finansiering

For å få totalbalansen mer investororientert må vi skille mellom drift og finansiering. Dette gjøres ved å se på aktivasisden som en kombinasjon av driftsrelaterte eiendeler og finansielle eiendeler. Passiva består av egenkapital til majoritet, minoritetsandel, driftsrelatert gjeld og finansiell gjeld.



Figur 5-4: Omgruppering av balansen

De driftsrelaterte anleggsmidlene er i hovedsak skip som inngår i flåten, og skip under bygging. Posten inneholder også investeringer i felleskontrollerte virksomheter og andre langsiktige fordringer som direkte kan relateres til driften. Driftsrelaterte omløpsmidler er

kundefordringer, skip holdt for salg og kortsiktige derivater som sikrer fraktinntekter i utenlandsk valuta. Finansielle anleggsmidler er investeringer som er gjort i tilknyttede selskap. Dette er selskaper som ikke er driftsrelaterte, som vi belyste i omgrupperingen av resultatet. Eidesvik må ha likvide midler i den daglige driften, spørsmålet er imidlertid hvor mye som er nødvendig, og hvilken andel som skal ansees som finansielt. Problemet oppstår når vi skal fordele renteinntektene som de likvide midlene genererer. Som følge av dette må avkastning på driftsrelaterte likvider gå som driftsinntekt, og renteinntekter på finansielle likvider gå som finansinntekt. Ettersom informasjonen som foreligger er svært begrenset vil en praktisk løsning være å behandle alle likvider som finansielle. Prinsipielt blir det ikke riktig å fordele alle kontanter som finansielle omløpsmidler, men på denne måten får vi konsistens mellom resultat og balanse.

Finansieringen av selskapets gjeld skjer gjennom aktive kapitalinnskudd fra kapitalmarkedet og indirekte gjennom driftssyklusen (Knivsflå, 2014). Når vi ser på finansieringen må vi ta et valg om driftsrelatert gjeld eksisterer som egen post, eller om all gjeld i realiteten er finansiell. Synet som tilsier at all gjeld er finansiell begrunner oppdelingen med at all gjeld har en rentekostnad, men at renten er skjult eksplisitt i driftskostnaden. Det vil være vanskelig å skille ut et pålitelig estimat på denne rentekostnaden, slik at vår analyse bygger videre på at driftsrelatert gjeld eksisterer som egen kategori. Rentekostnaden vil gjenspeiles i driftskostnaden.

Den langsiktig driftsrelaterte gjelden knytter seg til pensjonsforpliktelser. Kortsiktig driftsrelatert gjeld er leverandørgjeld og andre kortsiktige forpliktelser som er driftsrelatert. Langsiktig finansiell gjeld og kortsiktig finansiell gjeld består av gjeld som er rentebærende og rapportert med rentekostnad i resultatet.

Totalbalanse			2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014T
<i>(Alle tall i NOK mill.)</i>										
	Driftsrelaterte anleggsmidler	DAM	3 700,0	3 895,6	4 607,0	4 561,0	4 597,6	5 109,1	4 900,9	4 789,8
+	Driftsrelaterte omløpsmidler	DOM	426,8	402,7	343,4	272,9	285,6	259,3	213,5	273,4
=	Driftseiendeler	DE	4 126,8	4 298,3	4 950,4	4 833,9	4 883,3	5 368,4	5 114,5	5 063,2
	Finansielle anleggsmidler	FAM	23,7	34,1	10,3	3,7	6,5	7,8	3,0	3,8
	Finansielle omløpsmidler	FOM	122,6	211,2	306,3	229,9	211,6	255,0	582,8	465,5
=	Finansielle eiendeler	FE	146,3	245,3	316,6	233,6	218,1	262,8	585,7	469,3
	Totale eiendeler	TE	4 273,0	4 543,6	5 267,0	5 067,5	5 101,4	5 631,2	5 700,2	5 532,5
	Egenkapital majoritet	EK	1 451,9	818,8	1 901,5	1 840,1	1 891,8	2 113,2	2 247,5	2 254,8
	Minoritetsinteresser	MI	26,8	-	-	13,5	41,2	67,1	100,7	99,0
	Langsiktig driftsrelatert gjeld	LDG	154,5	416,1	56,8	127,6	115,9	78,9	60,6	56,7
+	Kortsiktig driftsrelatert gjeld	KDG	289,1	293,6	113,4	174,8	225,9	238,0	183,3	179,7
=	Driftsrelatert gjeld	DG	443,6	709,7	170,2	302,4	341,8	317,0	243,9	236,5
	Langsiktig finansiell gjeld	LFG	2 049,0	2 692,8	2 839,2	2 626,3	2 530,3	2 783,4	2 754,3	2 591,0
+	Kortsiktig finansiell gjeld	KFG	301,8	322,3	356,1	285,1	296,4	350,5	353,7	351,2
=	Finansiell gjeld	FG	2 350,8	3 015,1	3 195,3	2 911,4	2 826,6	3 133,9	3 108,0	2 942,2
	Totalkapital	TK	4 273,0	4 543,6	5 267,0	5 067,5	5 101,4	5 631,2	5 700,2	5 532,5

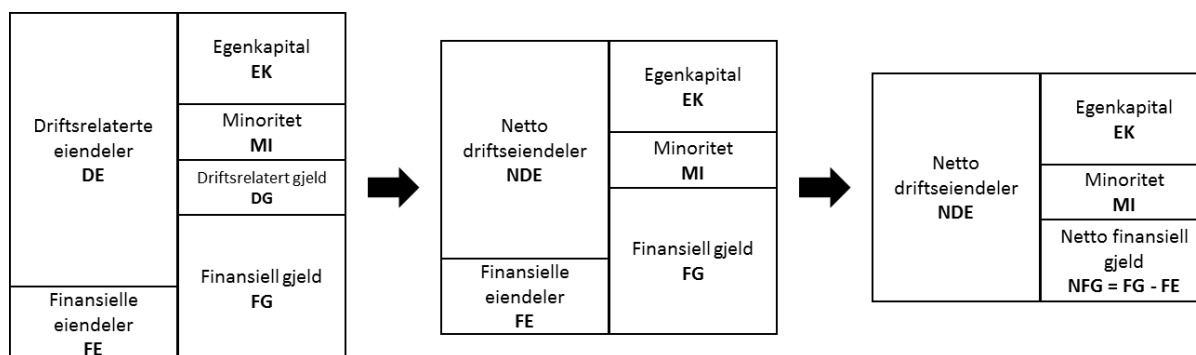
Tabell 5-10: Totalbalanse

Steg 3 – Fra total- til sysselsatt kapital

Utfordringen med totalkapitalen er at driftsrelatert gjeld eksisterer som egen post i balansen. Denne posten er ikke aktivt plassert i kapitalmarkedet med tilhørende rentekostnad. Driftsrelatert gjeld er en naturlig konsekvens av driftssyklusen, men vil ikke representere kapitalen som er investert i selskapet. Ved å korrigere driftsrelaterte eiendeler med fratrukk for driftsrelatert gjeld, vil en få et klart skille mellom den sysselsatte kapitalen som er skutt inn fra eierne og finansielle långivere.

Steg 4 – Fra sysselsatt- til netto driftskapital

Målet med omgrupperingen er å finne den kapitalen som er investert i driften av selskapet, og ikke i finansielle eiendeler (Knivsflå, 2014). Netto driftskapital finnes ved å ta de finansielle eiendelene mot den finansielle gjelden. Den omgrupperte balansen består nå av netto driftseiendeler på eiendelssiden og netto driftskapital som egenkapital og gjeld.



Figur 5-5: Omgruppering fra total kapital til netto driftskapital

NDK - Balanse			2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014T
<i>(Alle tall i NOK mill.)</i>										
	Netto driftsrelaterte anleggsmidl	NAM	3 545,5	3 479,5	4 550,2	4 433,4	4 481,8	5 030,2	4 840,3	4 733,1
+	Driftsrelatert arbeidskapital	DAK	137,7	109,1	230,0	98,1	59,8	21,3	30,2	93,7
=	Netto driftseiendeler	NDE	3 683,2	3 588,6	4 780,2	4 531,4	4 541,5	5 051,4	4 870,6	4 826,8
	Egenkapital majoritet	EK	1 451,9	818,8	1 901,5	1 840,1	1 891,8	2 113,2	2 247,5	2 254,8
+	Minoritetsinteresser	MI	26,8	-	-	13,5	41,2	67,1	100,7	99,0
+	Netto finansiell gjeld	NFG	2 204,5	2 769,8	2 878,7	2 677,8	2 608,5	2 871,2	2 522,3	2 472,9
=	Netto driftskapital	NDK	3 683,2	3 588,6	4 780,2	4 531,4	4 541,5	5 051,4	4 870,6	4 826,8

Tabell 5-11: Omgruppert balanse til netto driftskapital

5.3.3 Omgruppering av kontantstrøm

Ettersom den rapporterte kontantstrømmen fokuserer på likviditet, vil det også være nødvendig å omgruppere kontantstrømmen i henhold til investororientert analyse. Fri kontantstrøm til en kapital er den kontantstrømmen som blir generert av kapitalen etter vi har hensyntatt eventuelle reinvesteringer. Ved investororientert analyse rettes fokuset mot hvilke kontanter som skapes gjennom driften og kan således gi mulighet til utdeling. (Knivsflå, 2014) Den frie kontantstrømmen vil være et resultat av resultattilførselen som skapes av normale- og unormale poster, samtidig som vi tar hensyn til eventuelle normale- og unormale endringer i kapitalen. Det er imidlertid vanskelig å skille mellom normal- og unormal endring i kapitalen. Dette medfører at kontantstrømmen ikke blir normalisert. I henhold til omgrupperingen av resultatet og balansen som er gjennomført, gir det følgende kontantstrøm som presentert under.

<i>(Alle tall i NOK mill.)</i>			2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014T
	Netto driftsresultat	NDR	100,5	182,2	205,8	131,0	170,0	178,8	223,5	223,6
+	Unormal netto driftsresultat	UNDR	-203,7	-3,2	285,2	-43,2	-16,2	106,8	78,3	-103,5
-	Endring i netto driftseiendeler	ΔNDE	-94,6	1 191,6	-248,8	10,1	509,9	-180,9	-43,8	
=	Fri kontantstrøm fra drift	FKD	273,6	-700,6	336,6	143,7	-224,3	482,7	163,9	
+	Netto finansinntekt	NFI	11,2	8,9	6,4	11,6	4,8	4,4	8,3	8,2
+	Unormal netto finansresultat	UNFR	123,2	-663,8	729,3	-53,5	-31,7	96,8	-45,8	-2,9
-	Endring i finansielle eiendeler	ΔFE	99,0	71,3	-83,0	-15,5	44,7	323,0	-116,5	
=	Fri kontantstrøm til sysselsatt kapital	FKS	-480,4	-36,3	377,6	132,3	-167,8	122,3	285,6	
-	Netto finanskostnad	NFK	74,3	127,7	129,3	92,3	89,8	91,3	100,7	
+	Endring finansiell gjeld	ΔFG	664,3	180,2	-283,9	-84,7	307,3	-25,9	-165,8	
-	Netto minoritetsresultat	NMR	-	-	-	-	-0,3	-0,1	-0,9	-1,6
+	Endring minoritetsinteresser	ΔMI	-26,8	-	13,5	27,6	25,9	33,7	-1,7	
=	Fri kontantstrøm til egenkapital	FKE	82,8	16,2	-22,0	-16,8	75,7	39,6	19,0	

Tabell 5-12: Omgruppert kontantstrøm

5.4 Analyse av målefeil

Finansregnskapet er et informasjonssystem som skal avbilde underliggende økonomiske forhold. Føringerne for rapporteringen følger av rammeverket for det enkelte regnskapsprinsipp og kan inneholde målestøy. Ved å fjerne målestøy kan vi få et bedre bilde

av virkeligheten, og bedre innsikt i verdidriverne. Målefeil kan forklares som det selskapet rapporterer fratrukket «korrekt» verdi. Vi skiller mellom tre ulike målefeil:

- Målefeil som følge av korrekt historisk kost og virkelig verdi (Målefeil type 1)
- Målefeil på grunn av avvik mellom god regnskapsskikk og korrekt historisk kost (Målefeil type 2)
- Målefeil på grunn av kreativ regnskapsføring (Målefeil type 3)

En korrekt historisk kostmodell vil rapportere en rentabilitet lik internrente og således måle avkastning på investert kapital (Knivsflå, 2014). Målefeil av type 1 vil dermed kunne si noe om den strategiske fordelene til selskapet, ettersom superprofitten blir periodisert utover levetiden. IFRS har større innslag av virkelig verdi (IFRS 13), noe som medfører at verdiendringer innregnes med en gang de oppstår og en eventuell superprofitt vil ikke bli periodisert utover levetiden (Heskestad, 2013). Informasjon vedrørende de ulike måleattributtene som er benyttet kan finnes i de ulike notene som følger av finansregnskapet.

Målefeil som følge av kreativ regnskapsføring vil være i strid med rammeverket for finansiell rapportering i henhold til IFRS og NGRS. En umodifisert beretning fra revisor vil således være en indikasjon på at regnskapet i all hovedsak er ført i henhold til gjeldene bestemmelser. Samtlige finansregnskap som er benyttet har fått en umodifisert beretning fra revisor. Dette gjelder imidlertid kun årsrapporten, kvartalsrapportene som er benyttet har ikke gjennomgått revidering. Det kan være flere justeringer som i prinsippet kan være aktuelle, men som ekstern analytiker vil det være vanskelig å ta høyde for dette på en hensiktsmessig måte. En eventuell justering kan en også stå i fare for å tilføye enda mer «støy» til de rapporterte tallene.

Videre må vi ta et valg når det gjelder behandling av bransjen. Valget står mellom å vekte de ulike selskapene likt (hvert selskap har samme innvirkning på bransjen uavhengig av størrelse), eller å skille mellom de største selskapene som har større innvirkning på bransjesnittet. Teoretisk vil det være mest riktig å sørge for en vektning som gjør at bransjen gjenspeiler vårt selskap på best mulig måte. For vår del er det vanskelig å definere et klart skille ettersom ingen av selskapene er identiske med Eidesvik. Dette vil også gjøre seg gjeldende for hvilke selskaper vi har valgt å inkludere i vår definerte bransje. Som tidligere nevnt, under presentasjonen av bransjen, foreligger det en forskjell i hvilke segmenter selskapene opererer innen. Det som skiller Eidesvik fra de andre aktørene er at de opererer

innen seismikk. Ettersom vi ikke har gode alternativer til komparative seismikkselskaper, vil dette segmentet bli neglisjert i bransjegjennomsnittet. En mulig løsning er å trekke ut seismikkdelen fra driften i vårt selskap, for å så kun sammenligne de segmentene som alle bransjeselskapene opererer innenfor. Vi har imidlertid begrenset informasjon fra årsrapportene til å foreta denne justeringen. Også her hadde fått en kilde til inkonsistens, med tanke på behandling av eiendelene i balansen. Det at seismikksegmentet opererer innenfor samme verdikjede, og styres i hovedsak av samme etterspørselsforhold, taler for at vi skal beholde segmentet i vår analyse. Dette medfører at vi velger å inkludere seismikk som en del av driften til Eidesvik. For å skape konsistens videre i beregningene velger vi konsekvent å behandle bransjegjennomsnittet slik at vektingen påvirkes av markedsverdien av selskapet.

5.5 Analyse av forholdstall

Forholdstallanalysen bygger på å få innsikt i underliggende økonomiske forhold gjennom å analysere selskapet ved hjelp av ulike nøkkeltall. Første steg tar for seg en risikoanalyse ved å se på likviditeten og soliditeten til selskapet, for så å oppsummere dette i en syntetisk rating av selskapet. Etter risikoanalysen foretar vi en lønnsomhetsanalyse. Som mål på lønnsomheten setter vi virksomhetens faktiske avkastning (rentabilitet) opp mot kravet til avkastning (avkastningskrav), som således gjør analysen strategisk.

Tidsvekting

Som følge av at selskapet har vært igjennom en del svingninger den siste perioden, har vi valgt å legge mest vekt på de seneste årene. Dette gir etter vår mening et mer korrekt bilde av underliggende forhold. Tidsvektingen er presentert i tabellen under.

År	Vekt	Prosent
2008	1	5 %
2009	1	5 %
2010	1	5 %
2011	3	15 %
2012	4	20 %
2013	5	25 %
2014T	5	25 %
SUM	20	100 %

Tabell 5-13: Tidsvekting

6. Risikoanalyse

Risiko er knyttet opp mot faren for avvik. I hovedsak skilles det mellom tre ulike former for risiko; investeringsrisiko, finansieringsrisiko og konkursrisiko. Investeringsrisikoen skriver seg til selskapets innkjøp, produksjon og salg. Denne usikkerheten er knyttet til bedriftens eiendelsside i balansen, og er uavhengig av om bedriften er finansiert med mye eller lite gjeld. Finansieringsrisiko er den risikoen eierne pådrar seg ved å finansiere deler av driften med gjeld. Ved 100% egenkapitalfinansiering er finansieringsrisikoen null. Dette har sammenheng med at bedriften pådrar seg finansielle forpliktelser ved økende gjeldsgrad. Konkursrisiko retter seg til bedriftens evne til å betale sine forpliktelser ved forfall. Ved en høy gjeldsgrad kan lånerenten komme til å stige med mer enn hva ordinær risikokompensasjon er. Dette skyldes at kreditorene, i en potensiell krisesituasjon, må bære en uforholdsmessig stor del av finansielle krisekostnader (Bøhren & Michalsen, 2012).

Usystematisk risiko er usikkerhet i en aksjes avkastning som investor kan eliminere ved å diversifisere seg. Det som kjennetegner usystematisk risiko, er at den skriver seg til mikrobegivenheter (lokale hendelser) og er bedriftsspesifikk. En investor kan eliminere seg med mot den usystematiske risikoen ved å spre sine plasseringer. En veldiversifisert portefølje kjennetegnes ved at den har eliminert dette risikoelementet. Om investorene diversifiserer seg, vil plussene og minusene på grunn av bedriftsspesifikke forhold ha en tendens til å jevne hverandre ut. (Boye & Meyer, 2008) Systematisk risiko skriver seg dermed til risikoen som en investor ikke kan diversifisere bort. Dette kommer vi tilbake til under avkastningskrav.

Når vi ser på relevant risiko for långivere snakker vi om kredittrisiko. Det er risikoen som långiver har for at lånet, pluss avtalt rente, helt eller delvis blir misligholdt. For långivere er kredittrisiko systematisk og dermed er selskapsspesifikk risikoanalyse relevant (Knivsflå, 2014). For å få innsikt i selskapsspesifikk risiko benytter vi analyse av forholdstall som vil gi oss en indikator på kredittrisiko.

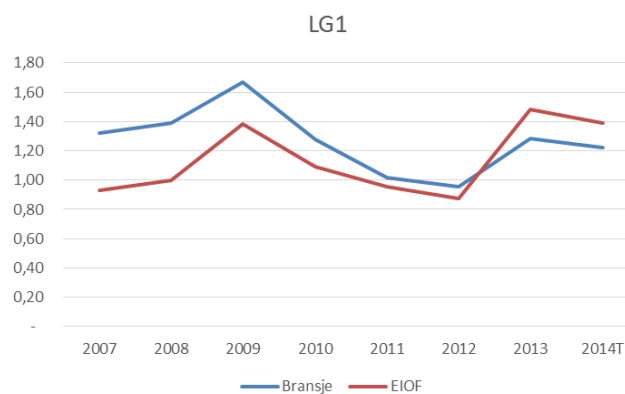
Analysen av kredittrisikoen kan deles inn i to hovedkomponenter. Første steg vil være å se på kortsiktig kredittrisiko i form av en likviditetsanalyse. Langsiktig kredittrisiko tar for seg soliditet og selskapets evne til å tåle tap over en relativt lang periode.

6.1 Analyse av likviditet

Likviditet handler om bedriftens evne til å overholde sine løpende betalingsforpliktelser. Likviditet medfører økt fleksibilitet, men det er ikke gitt at høy likviditet medfører lønnsomhet. Dette må sees i sammenheng med selskapets investeringsmuligheter. For å få en indikasjon på likviditetsrisikoen i Eidesvik benytter vi likviditetsgrad 1 (LG1).

$$LG1 = \frac{\text{Omløpsmidler}}{\text{Kortsiktig gjeld}}$$

Likviditetsgrad 1 er definert som selskapets totale omløpsmidler i forhold til kortsiktig gjeld. Forholdstallet sier hvor mye av omløpsmidlene som er finansiert med kortsiktig gjeld.



Figur 6-1: Likviditetsgrad 1

Det er vanskelig å sammenligne forholdstallet opp mot absolutte størrelser. Dette har sammenheng med at ulike bransjer stiller ulike krav til likviditetsmessig fleksibilitet. Den generelle utviklingen i likviditeten er stort sett sammenfallende med bransjegjennomsnittet, men ser vi på utviklingen i forhold til bransjen har denne vært positiv. I starten av perioden hadde Eidesvik en klart dårligere likviditetsgrad, for så å snu trenden i løpet av 2012 til å prestere over bransjegjennomsnittet. Dette betyr at Eidesvik har sterkere likviditet enn sine konkurrenter. En likviditetsgrad 1 som er under én medfører i realiteten at selskapet har negativ arbeidskapital. Negativ arbeidskapital kan gi grunnlag for å mistenke likviditetsproblemer, men den negative generelle trenden i midten av analyseperioden må sees i sammenheng med at den kortsiktige finansieringen økte utover perioden. Positiv arbeidskapital indikerer at anleggsmidlene er finansiert med langsiktig kapital, sammen med deler av omløpsmidlene.

Sett i forhold til bransjen så har Eidesvik hatt en positiv utvikling i likviditetsgraden. Den positive trenden har fått et lite tilbakeslag i 2014 som må sees i sammenheng med lavere investeringer i oljenæringen. Som kartlagt i den strategiske analysen er bransjen svært konjunkturutsatt, og det vil forventes at forholdstallene stiger når markedet tar seg opp igjen.

6.2 Analyse av soliditet

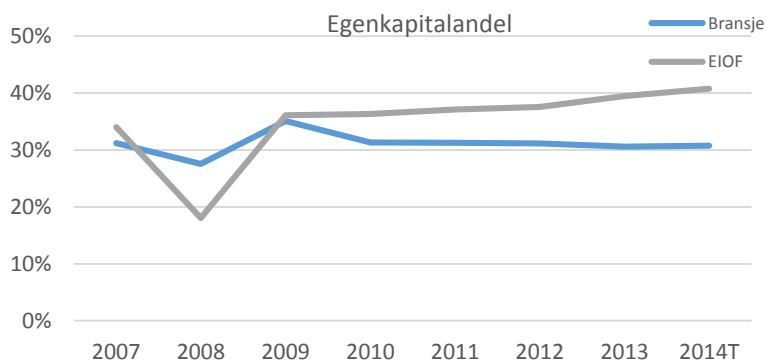
Soliditet knytter seg til finansieringsstrukturen, der vi ser på selskapets evne til å tåle tap. Soliditetsanalysen tar for seg egenkapitalandel, analyse av lønnsomheten som har innvirkning på egenkapitalen og analyse av kapitalstrukturen.

6.2.1 Egenkapitalandel

Egenkapitalandelen sier noe om hvor stor del at totalkapitalen som er finansiert med egenkapital. Det vil si hvor mye verdien av eiendelene kan synke før gjelden til kreditorene står i fare.

$$\text{Egenkapitalandel} = \frac{\text{Egenkapital}}{\text{Totalkapital}}$$

Eidesvik har hatt en jevn positiv utvikling i egenkapitalprosenten med unntak av 2008. Grunnen for at 2008 avviker, er at selskapet hadde et negativt fullstendig nettoresultat på 603,4 millioner som følge av kraftige svingninger i valutamarkedet. Kursen på USD styrket seg mot NOK og selskapet måtte kostnadsføre urealiserte tap på gjeldsforpliktelser som løper i USD. Ser vi bort i fra hendelsen i 2008 har den positive egenkapitalveksten sammenheng med en streng utbyttepolitikk der mesteparten av overskuddet holdes igjen i konsernet.



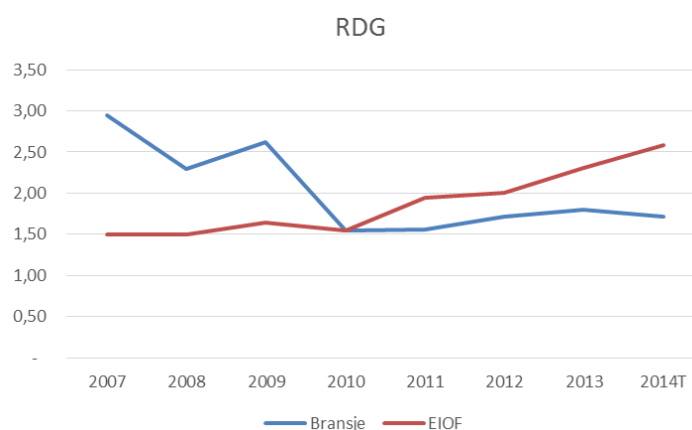
Figur 6-2: Egenkapitalandel

6.2.2 Rentedeckningsgrad

Rentedekningsgraden ser på i hvilken grad nettoresultatet dekker finanskostnadene. Forholdstallet er også et viktig tall i den kortsiktige kredittanalysen ettersom den sier noe om hvor stor del av resultatet som er bundet opp til rentekostnader.

$$\text{Rentedekningsgrad} = \frac{\text{Resultat til sysselsatt kapital}}{\text{Netto finanskostnad}}$$

Utover i analyseperioden har Eidesvik hatt en positiv utvikling sett i forhold til bransjen. Den positive utviklingen har sammenheng med refinansiering av gjeld til gunstigere betingelser. Store deler av den rentebærende gjelden har flytende rente, noe som medfører at Eidesvik er utsatt for endringer i rentenivået. Det generelle rentenivået har gått ned utover perioden som vises igjen på marginene. Dette medfører at vi anser Eidesvik som lite utsatt for kortsiktig kredittrisiko.



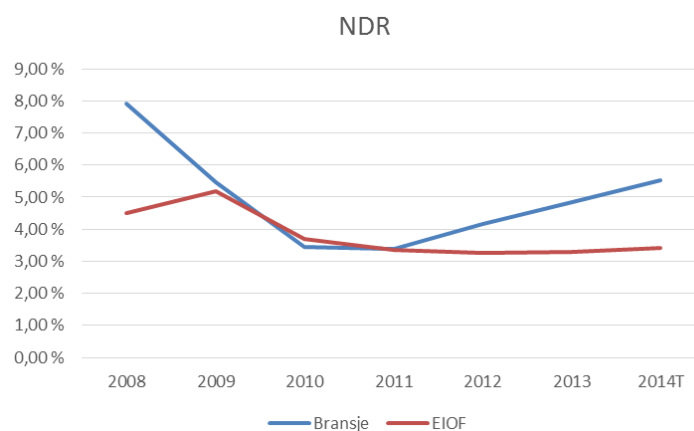
Figur 6-3: Rentedekningsgrad

6.2.3 Rentabilitet

Rentabilitet er et måltall for virksomhetens lønnsomhet, der lønnsomhet reflekterer evnen til å skape overskudd. Måltallet setter en resultatstørrelse opp mot en balansestørrelse, og dette representerer lønnsomheten på kapitalen som er bundet opp i virksomheten. Netto driftsrentabilitet (ndr) måler avkastningen på netto driftskapital.

$$\text{ndr} = \frac{\text{Netto driftsresultat}}{\text{Gjennomsnittlig netto driftskapital}}$$

Ser vi på bransjegjennomsnittet er markedet preget av svakere tider frem til 2011. Dette har sammenheng med at bransjen var inne i en lavkonjunktur og lavere rater på skipene som var i drift. Selv om rentabiliteten har vært lav, har selskapene i bransjen fortsatt å investere i nye skip for å gjøre seg klar for en eventuell oppgangskonjunktur. I slutten av analyseperioden ser vi at rentabiliteten har en positiv utvikling for bransjen, men denne oppgangen har ikke Eidesvik klart å ta del i. Dette kan ha sammenheng med at rentabiliteten til Eidesvik er sterkt påvirket av investeringer som er gjennomført for å fornye flåten. Ved en vedvarende lav lønnsomhet vil selskapet stå i fare for å bruke opp reservene og således være utsatt for konkursrisiko.



Figur 6-4: Netto driftsrentabilitet

6.2.4 Statisk finansieringsmatrise

Finansieringsmatrisen tar for seg hvordan eiendelene til virksomheten er finansiert. Den horisontale aksene viser virksomhetens finansiering, mens den vertikale ser på eiendelene. Tabellen starter med de langsiktige kapitalene for så å bevege seg til mer kortsiktig finansiering. Helningen på banen indikerer hvor risikabel investeringen er.

Eidesvik - %	EK	MI	LDG	LFG	KDG	KFG	TE
DAM	47,1 %	2,1 %	1,2 %	49,7 %			86,6 %
FAM				100,0 %			0,1 %
DOM				76,1 %	23,9 %		4,9 %
FOM					24,6 %	75,4 %	8,4 %
TK	40,8 %	1,8 %	1,0 %	46,8 %	3,2 %	6,3 %	100,0 %

Figur 6-5: Finansieringsmatrise for Eidesvik

Bransje - %	EK	MI	LDG	LFG	KDG	KFG	TE
DAM	29,4 %	4,9 %	1,6 %	64,2 %			84,0 %
FAM				100,0 %			0,8 %
DOM				29,1 %	66,0 %	5,0 %	6,9 %
FOM						100,0 %	8,4 %
TK	24,7 %	4,1 %	1,3 %	56,7 %	4,5 %	8,7 %	100,0 %

Figur 6-6: Finansieringsmatrise for bransjen

Av matrisen kan vi se at de driftsrelaterte- og finansielle anleggsmidlene er finansiert med langsiktig kapital hos Eidesvik og bransjen, noe som anses som tilfredsstillende. For Eidesvik er mesteparten av de driftsrelaterte omløpsmidlene langsiktig finansiert. Sammenlikner vi dette med balanseverdiene vil dette si at kundefordringene er langsiktig finansiert. De omløpsmidlene som ikke er dekket langsiktig finansieres i sin helhet av den driftsrelaterte gjelden. For bransjen sin del er alt av de finansielle omløpsmidlene finansiert med kortsiktig, finansiell gjeld.

6.3 Oppsummering

Eidesvik er mer solid enn bransjen når vi ser på egenkapitalandelen, som er en buffer mot tap. Vi ser også at selskapet har gjort det bedre enn bransjen, gitt ved rentedekningsgraden, som sier at en mindre andel av nettoresultatet går til å dekke finanskostnader. Lønnsomheten i selskapet gir oss imidlertid noen faresignaler. Eidesvik har i mindre grad klart å ta del i oppgangskonjunkturen som bransjen har hatt den siste perioden. Den generelle lønnsomheten i bransjen er fortsatt på et lavt nivå, men når Eidesvik ikke klarer å ta del i den positive trenden slår dette direkte ut i lønnsomheten. Noe av forklaringen kan tilskrives at selskapet har vært igjennom en periode med investeringer samtidig som seismikkflåten har blitt omlagt til bareboat. Kapitalstrukturen, gitt ved den statiske finansieringsmatrisen, bekrefter at finansieringen til Eidesvik er mindre risikabel sett opp mot bransjen.

6.4 Syntetisk rating

På bakgrunn av likviditet- og soliditetsanalysen kan vi gjennomføre en syntetisk rating av selskapet. Forholdstallene gir oss en indikasjon på ratingen, og basert på en helhetsvurdering kan vi dra en konklusjon om den endelige ratingen. Den vil si noe om konkurssannsynligheten selskapets kreditorer står overfor og hvilken risikopremie de vil kreve.

Nøkkeltallene blir sammenlignet med klassifiseringene til *Standard & Poors* som er presentert i tabell 6-1.

Rating	LG1	Rente dg	EK %	ndr	Årlig konkurssannsynlighet	Lang kredittrisiko premie
AAA	11,6	16,90	94 %	35,0 %	0,0000	0,4 %
AA	6,2	6,30	85 %	26,6 %	0,0002	0,5 %
A	3,0	3,35	66 %	16,6 %	0,0008	0,6 %
BBB	1,7	2,16	44 %	9,6 %	0,0026	0,7 %
BB	1,2	1,22	32 %	6,8 %	0,0097	2,1 %
B	0,9	0,90	22 %	4,0 %	0,0493	3,7 %
CCC	0,6	0,07	13 %	1,2 %	0,1261	4,7 %
CC	0,5	-0,76	8 %	-1,6 %	0,2796	0,4 %
C	0,4	-1,58	-2 %	-4,4 %	0,5099	0,4 %
D	0,3	-2,41	-18 %	-7,2 %	0,8554	0,4 %

Tabell 6-1: Rating basert på forholdstall (Kilde: Knivsfå, Thomson Reuters, Damodaran 2014)

Eidesvik	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014T	Vektet snitt
LG1	B	BB	B	B	B	BB	BB	BB
rdg	BB	BB	BB	BB	BB	BBB	BBB	BBB
ek%	CCC	BB	BB	BB	BB	BB	BB	BB
ndr	B	B	B	B	B	B	B	B
Gjennomsnitt	B	BB	BB	BB	BB	BB	BB	BB

Tabell 6-2: Syntetisk rating for Eidesvik

Bransje	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014T	Vektet snitt
LG1	BB	BB	B	B	B	BB	BB	BB
rdg	BBB	BBB	BB	BB	BB	BB	BB	BB
ek%	B	BB	BB	BB	BB	BB	BB	BB
ndr	BB	B	B	B	B	B	B	B
Gjennomsnitt	BB	BB	BB	BB	BB	BB	BB	BB

Tabell 6-3: Syntetisk rating for bransjen

Sett opp mot bransjen har Eidesvik tilnærmet lik kredittrisiko basert på de fire forholdstallene og finansieringsmatrisen. Som følge av dette klassifiserer vi ratingen til BB. I forhold til gjennomsnittet på Oslo Børs som er BBB er dette lavere og blir dermed klassifisert som en mer risikabel investering. En ratingklasse BB tilsvarer en konkurrisiko på 0,97% og en lang kredittrisikopremie på 2,06% etter skatt jf. tabell 6-1.

7. Historiske avkastningskrav

Avkastningskravet blir brukt som målestokk for rentabilitet og som diskonteringsrente til kontantstrømmene. For investorer vil en investering være interessant dersom selskapet har en rentabilitet som er større enn kravet, og således være i stand til å skape merverdier for investoren. For å skape sammenlignbarhet mellom de ulike selskapene må det defineres et avkastningskrav som gjenspeiler investeringens relevante risiko. Risikoen som er relevant vil avhenge av hvilken portefølje, samt hvilken rolle investoren har. Selskapet har flere investorer som påtar seg ulik risiko ved å finansiere selskapet, og som gjenspeiles ved ulikt avkastningskrav. Avkastningskravet til total kapitalen (WACC) beregnes som et vektet snitt av kravet til egenkapitalen og gjelden. For å finne kravet til egenkapitalen benytter vi kapitalverdimodellen (CAPM), som beregner kravet som en funksjon av markedets risikopremie, risikofri rente og betaen til egenkapitalen, der beta representerer andel systematisk risiko. Avkastningskravet til gjelden beregnes som en funksjon av den risikofrie renten og en risikopremie basert på den syntetiske ratingen.

7.1 Egenkapitalkrav

Den mest anvendte modellen for å fastsette kravet til egenkapitalen er kapitalverdimodellen. Modellen impliserer at forventet avkastning til et verdipapir er risikofri rente, pluss et påslag som reflekterer mengden av systematisk risiko og markedets gjeldende avkastningskrav for å påta seg systematisk risiko (markedets risikopremie). (Norli, 2011) Modellen kan uttrykkes ved følgende formel (Bøhren & Michalsen, 2012):

$$\begin{aligned} ekk &= r_f * (1 - s) + \beta_{ek} * [E(r_m) - r_f * (1 - s)] \\ ekk &= r_f * (1 - s) + \beta_{ek} * mrp \end{aligned}$$

Hvor,

ek = Avkastningskrav til egenkapitalen

r_f = Risikofri rente

s = Skattesats

β_{ek} = Egenkapitalbeta

E(r_m) = Forventet avkastning på markedsporteføljen

mrp = markedets risikopremie etter skatt

Kapitalverdimodellen er i likhet med hvilken som helst økonomisk modell, en forenkling av virkeligheten, og baserer seg på følgende forutsetninger (Limperopoulos, 1995):

- Alle investorer har risikoaversjon og maksimerer sin forventede nytte
- Ingen transaksjonskostnader
- Alle investorer er pristakere (kan ikke påvirke markedsprisen), prisen bestemmes av markedet
- Det finnes et risikofritt finansobjekt som investorer kan låne inn og ut til en risikofri rente, i ubegrenset mengde
- Investorene er veldiversifiserte
- All informasjon reflekteres i markedsprisene
- Alle aktiva er omsettelige i markedet

I realiteten ser vi at disse forutsetningene ikke alltid gjelder, ettersom det for eksempel finnes transaksjonskostnader og ikke-diversifiserte investorer. Tross flere angrep fra empiriske studier, som konkluderer med at modellen bygger på forutsetninger som ikke gjør seg gjeldene i virkeligheten, er den allment akseptert som en relevant estimeringsmetode. Noe av årsaken til dette kan nok skyldes mangel på reelle alternativer (Schølberg, 2009). Videre vil vi ta for oss de ulike input parameterne som inngår i modellen.

7.1.1 Systematisk risiko

Markedsrisiko er som vi var inne på tidligere gitt ved den systematiske risikoen som en investor ikke kan diversifisere bort. Denne risikoen er reflektert i samvariasjonen mellom aksjens og markedsporteføljens avkastning og uttrykkes med betakoeffisienten (β) (Bøhren & Michalsen, 2012).

Dersom aksjen varierer mer enn markedsporteføljen, vil $\beta > 1$. En høyere beta indikerer en større andel relevant risiko. Ved perfekt korrelasjon er $\beta = 1$, og ved $\beta < 1$ varierer aksjen mindre enn markedsporteføljen.

Betakoeffisienten kan uttrykkes ved følgende formel:

$$\beta_j = \frac{\text{Korr}_{j,m} * \text{Std}(r_j) * \text{Std}(r_m)}{\text{Var}(r_m)}$$

Hvor,

$\text{Korr}_{j,m}$ = Korrelasjonen mellom aksje og markedsportefølje

$\text{Std}(r_{j,m})$ = Standardavvik for aksje og markedsportefølje

$\text{Var}(r_m)$ = Variansen til markedsporteføljen

Det er flere økonomiske tidsskrifter som publiserer betaverdier for børsnoterte selskaper. De fleste benytter imidlertid en tidshorisont på 24 måneder, noe enkelte eksperter mener inneholder for mye støy. (Boye & Meyer, 2008) Et alternativ kan være internasjonale byråer som leverer betaestimater som baserer seg på en lengre tidshorisont, som Bloomberg, Merrill Lynch, Standard & Poors og Morningstar. For unoterte selskaper er det mulig å gjøre betaestimater ved å se på et sammenlignbart børsnotert selskap i samme bransje, for så å justere for eventuelle forskjeller i kapitalstruktur.

Empiriske studier viser at betaverdien over tid tenderer mot gjennomsnittet; $\beta = 1$ (Damodaran, 2012). Det kan ha bakgrunn i at selskapene over tid i større grad blir diversifiserte i egen produktmiks og kundebase. Etter en vurdering av tidsperioden, som avkastningskravet skal benyttes i, mente Marshall Blume at det var hensiktsmessig å foreta en såkalt Bayesiansk justering. Estimeringsfeilen (P) viser seg å være ca. 0,67. Dette gjøres ved følgende formel: (Berthling-Hansen, 2013)

$$\beta_{justert} = \beta_{raw} * P + 1,0 * (1 - P)$$

Ettersom Eidesvik er et børsnotert selskap på Oslo Børs, er det mulig å estimere betaverdien ved å gjennomføre en regresjonsanalyse mellom aksjeavkastningen og markedsporteføljen, siden det her foreligger historiske data. På denne måten kan vi måle den markedsrelaterte risikoen for Eidesvik. Vårt valg av forklaringsvariabel er Oslo Børs Benchmark Index (OSEBX) siden det er her aksjen er notert. Et alternativ ville vært å benytte en verdensindeks som markedsportefølje, grunnet at investorer antas å være globalt diversifisert. Men siden det i praksis er tilnærmet umulig å definere markedsporteføljen, bygger vårt valg av OSEBX på at dette er en såkalt «oljeindeks». Som en følge av dette vil påvirkningsfaktorene til indeksen også være høyst gjeldende for vårt selskap. Vedrørende valg av analyseperiode, anbefales det å bruke en periode på 5 år med månedlige observasjoner. Dette vil bidra til å redusere «støy» i form av ikke-forklarbar variasjon. Vi

velger i vårt tilfelle å benytte log-normal avkastning per måned over en periode på 7 år, det vil si fra november 2007 til november 2014. Eidesvik sin aksje har en betraktelig lavere omsetning enn sine komparative selskaper over perioden. Ved å benytte månedlig data vil det kunne bidra til å redusere en mulig feilkilde, som en følge av at en aksje med lite handel ikke korrelerer i samme grad som resten av markedet (Kaldestad & Møller, 2011). Utfordringen ved valg av tidsperiode er å velge en som eliminerer mest mulig bedriftsspesifikke hendelser, men til gjengjeld ikke blir for lang slik at endringer i kapitalstruktur og produktmiks har endret seg signifikant og dermed vil påvirke aksjen. Siden Eidesvik har hatt en relativt stabil kapitalstruktur og aktivitet innen de samme segmentene over hele perioden, anser vi 7 år som representativ. Ved denne benyttelsen vil vi også få inkludert både opp- og nedturer i markedet, som igjen vil kunne bidra til en høyere determinasjonskoeffisient.

<i>Regresjonsstatistikk</i>					
Multippel R		0,660115829			
R-kvadrat		0,435752908			
Justert R-kvadrat		0,42895475			
Standardfeil		0,058154814			
Observasjoner		85			

<i>Variansanalyse</i>					
	<i>fg</i>	<i>SK</i>	<i>GK</i>	<i>F</i>	<i>Signifikans-F</i>
Regresjon	1	0,216780595	0,216780595	64,09867565	6,32504E-12
Residualer	83	0,280704542	0,003381982		
Totalt	84	0,497485136			

	<i>Koeffisienter</i>	<i>Standardfeil</i>	<i>t-Stat</i>	<i>P-verdi</i>	<i>Nederste 95%</i>	<i>Øverste 95%</i>
Skjæringspunkt	-0,0080327	0,0063089	-1,2732268	0,2064921	-0,0205810	0,0045155
OSEBX	0,7067054	0,0882702	8,0061649	0,0000000	0,5311396	0,8822712

Tabell 7-1: Resultat fra regresjon mellom EIOF og OSEBX

Analysen gir oss et estimat på egenkapitalbeta (β_{EK}) på 0,707. Ved å gjennomføre en Bayesiansk justering, som følge av at beta tenderer mot 1 over tid, får vi:

$$\begin{aligned}\beta_{EK*} &= \beta_{EK} * P + 1,0 * (1 - P) \\ \beta_{EK*} &= 0,707 * \frac{2}{3} + 1 * \left(1 - \frac{2}{3}\right) \\ \beta_{EK*} &= 0,804\end{aligned}$$

Ettersom Eidesvik og vår definerte bransje har tilnærmet lik drift, skulle dette tilsi at de er eksponert for samme andel markedsrisiko, og således ha en tilnærmet lik unlevered beta. For å få en rimelighetssjekk av vårt estimat, velger vi derfor å gjøre en sammenligning av de ulike selskapene sin unlevered beta. Beta beregnes ved å foreta regresjoner som baserer seg på samme tidsserie og markedsportefølje. Resultatene presenteres i tabell 7-2-

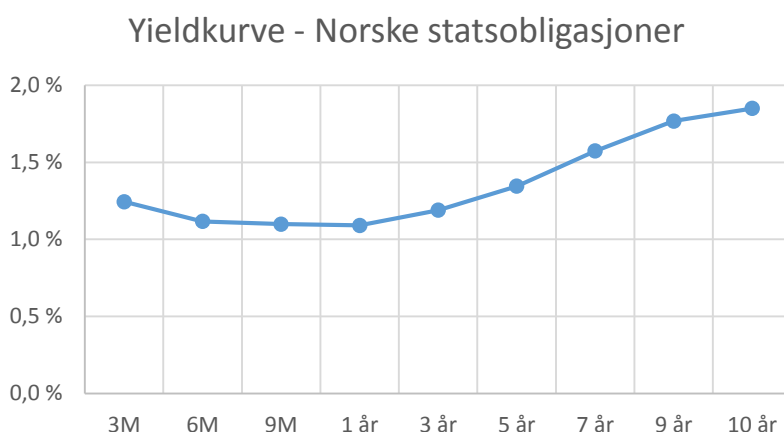
Bransjebeta	Levered beta just.	Skatt	D/E	Unlevered beta
Solstad	0,85	27 %	1,45	0,41
Farstad	0,77	27 %	1,25	0,40
DOF	0,79	27 %	2,85	0,26
Gjennomsnitt				0,36
Eidesvik	0,80	27 %	1,35	0,40

Tabell 7-2: Bransjebeta

Slik det fremkommer av tabellen ovenfor er det relativt liten forskjell mellom bransjen og Eidesvik sin unlevered beta. Vi velger derfor å beholde vår justerte beta som ble estimert til å være 0,804.

7.1.2 Risikofri rente

Den risikofrie renten representerer det en investor forventer av avkastning uten å pådra seg risiko. Den risikofrie renten ligger i bunn, ettersom alle risikable investeringsprosjekter må være i stand til å gi en bedre avkastning enn denne, som et minimum. Risikofri rente er dermed en hypotetisk avkastning på et verdipapir eller en portefølje av verdipapirer som ikke har konkurs- eller misligholdsrisiko. Det nærmeste man kommer dette er statsobligasjoner (Kaldestad & Møller, 2011). Problemstillingen blir derfor hvilken statsobligasjonsrente man skal ta utgangspunkt i. Valget står mellom en kort eller lang rente. Sammenhengen mellom lengden på de ulike rentene er gitt ved yieldkurven presentert i figur 7-1.



Figur 7-1: Yieldkurve - norske statsobligasjoner (Kilde: Bloomberg, hentet 04.12.14)

Valget av hvilken risikofri rente som benyttes vil ha direkte innvirkning på avkastningskravet. Ved å benytte en kort rente minsker risikoen for at det eksisterer en likviditetspremie eller en risikopremie knyttet til inflasjonsrisiko. Ettersom yieldkurven er forholdsvis flat, vil dette være en indikasjon på at det ikke foreligger en stor

likviditetspremie. Ulempen ved å benytte en kort rente er at denne svinger mye mer enn en lang rente, og avkastningskravet blir mer ustabil. I praksis er det mest utbredt å benytte 10-årig statsobligasjon i avkastningskravet (PwC & NFF, 2014).

Som et mål på den risikofrie renten har vi valgt å ta utgangspunkt i en rente som samsvarer med horisonten på vår analyseperiode, der vi benytter en 10-årig Norsk statsobligasjon. Siste omsatte kurs på obligasjonen tilsvarer en rente på 2,21 % før skatt (Norges Bank, 2014). Historisk sett benytter vi årlige noteringer på 10-årige statsobligasjoner og snittet av månedlige noteringer frem til utgangen av Q2 for trailingåret som blir 2,64%. Teoretisk vil det være riktig å gjøre et fratrukk for en risikopremie ettersom statsobligasjoner per definisjon ikke er risikofrie. En tilnærming kan være å gjøre et fratrukk av kredittrisikopremien for en AAA-rating som samsvarer med ratingen til norske statsobligasjoner. Utarbeidelsen av kredittrisikopremien, i henhold til Standards & Poors klassifisering presentert i tabell 6-1, bygger imidlertid på at det eksisterer en risikofri rente som de sammenligner opp mot avkastningen til de ulike selskapene. Dette vil ikke være direkte overførbart for å sammenligne kredittrisiko mellom statsobligasjoner. En eventuell justering for kredittrisiko ville uansett vært marginal, og som følge av dette velger vi å beholde renten uten justeringer.

Risikofri rente	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014T	Vektet snitt
10-årig statsobligasjon	4,47 %	4,00 %	3,52 %	3,12 %	2,10 %	2,58 %	2,64 %	2,79 %
- Skatt	1,25 %	1,12 %	0,99 %	0,87 %	0,59 %	0,72 %	0,71 %	0,78 %
= Risikofri rente etter skatt	3,22 %	2,88 %	2,53 %	2,25 %	1,51 %	1,86 %	1,92 %	2,02 %

Tabell 7-3: Historisk risikofri rente

7.1.3 Markedets risikopremie

Markedets risikopremie er den meravkastningen utover den risikofrie renten en investor krever på en diversifisert markedsportefølje. Når vi skal velge hvilke risikopremie som skal benyttes står vi overfor ulike metoder for å estimere verdien. I hovedsak skilles det mellom å benytte en historisk premie som fremkommer av å analysere historisk avkastning, implisitt premie som avledes ved å se på prisingen til dagens aksjekurser, eller ved å spørre investorer og akademikere i form av en undersøkelse. (Kaldestad & Møller, 2011)

I følge en undersøkelse utført av PwC og Norske Finansanalytikerens forening ligger historisk risikopremie på 6,9 %. Undersøkelsen bygger videre på en analyse av fremtidig risikopremie, der majoriteten argumenterer for at en risikopremie på størrelsesorden 5 % bør

benyttes (PwC & NFF, 2014). Fremtidsestimater støttes også av Thore Johnsen (NHH) som argumenterer for en risikopremie rundt 5 %.

Som følge av dette velger vi 5 % som estimat på markedets risikopremie i analyse, samt fremtidsregnskapet.

7.1.4 Justering for andre premier

Studier viser at avkastningen til visse typer aksjer, spesielt selskaper med lav P/B og lav markedsverdi, har generert en mye høyere avkastning enn det kapitalverdimodellen predikerer (Kaldestad & Møller, 2011). For å ta hensyn til denne effekten kan vi foreta justeringer for å korrigere avkastningskravet. I hovedsak skiller vi mellom en såkalt småbedrifts- og likviditetspremie.

Småbedriftspremie knytter seg til at det kan være større risiko knyttet til små selskaper. Risikoen har ofte sammenheng med at små selskaper i større grad er avhengige av nøkkelpersoner og risikoen for negative overraskelser er større. En undersøkelse gjort av PwC og Norske Finansanalytikerforening konkluderer med at majoriteten av respondentene støtter opp om et påslag i avkastningskravet på 2-4 %, for en såkalt småbedriftspremie (PwC & NFF, 2014).

Likviditetspremien er en kompensasjon for den risikoen en investor pådrar seg ved å sitte med en aksje som det kan være dyrt og vanskelig å komme seg raskt ut av. Dette gjør seg spesielt gjeldene for selskapets minoritetsaksjonærer som holder minoritetsposter i datterselskapene. Som følge av dette vil minoritetsaksjonærene ha en høyere likviditetspremie enn majoriteten, men ettersom minoritetsinteressene til Eidesvik er marginale, vil de bli inkludert i utregningen av egenkapitalkravet.

Oppsummert legger vi til grunn en justering på 1,5% som følge av at Eidesvik sin aksje har et svært lavt volum på Oslo Børs, en vesentlig lavere markedsverdi sammenlignet med sine komparative selskaper, samt et lavt forhold mellom P/B.

7.1.5 Historisk egenkapitalkrav

Gitt våre antakelser ovenfor gir dette følgende egenkapitalkrav:

$$ekk = 2,02\% + 0,804 * 5\% + 1,5\% = 7,54\%$$

Så langt har vi kun gjennomsnittskravet for analyseperioden. For å finne de ulike historiske kravene trenger vi justert beta for de enkelte årene. Ved å legge til grunn en konstant netto driftsbeta kan vi regne oss tilbake for å finne egenkapitalbetaen. Sammenhengen om en konstant driftsbeta bygger på teorien om kapitalstruktur i artikkelen *The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment* fra Modigliani & Miller. Artikkelens budskap er at i et perfekt kapitalmarked er markedsverdien av selskapet uavhengig av kapitalstruktur (proposisjon 1) (Berk & DeMarzo, 2014). Som følge av denne forutsetningen påvirker ikke valg av finansieringsform størrelsen, eller verdien til kontantstrømmene fra selskapets operasjonelle aktiviteter, og investering- og finansieringsbeslutninger kan tas uavhengig av hverandre. Risikoen forbundet med å finansiere selskapet med gjeld gjenspeiles ved at risikoen til egenkapitalen øker (proposisjon 2). Når vi legger disse forutsetningene til grunn får vi en konstant netto driftsbeta og følgende sammenheng mellom egenkapitalbeta:

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

Hvor,

β_{NDK} = Beta til netto driftskapital

β_{EK} = Beta til egenkapital

β_{NFG} = Beta til netto finansiell gjeld

NFG = Netto finansiell gjeld

EK = Egenkapital majoritet

MI = Egenkapital minoritet

7.2 Krav til netto finansiell gjeld

7.2.1 Beta til netto finansiell gjeld

Beta til netto finansiell gjeld finnes ved å ta et vektet gjennomsnitt av beta til finansiell gjeld og finansielle eiendeler, uttrykt ved følgende formel:

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

Hvor,

β_{FG} = Beta til finansiell gjeld

β_{FE} = Beta til finansielle eiendeler

FG = Finansiell gjeld

FE = Finansielle eiendeler

Beta til finansiell gjeld avledes ved følgende formel:

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

Kredittrisikopremien (krp) er som vi var inne på i risikoanalysen, kredittrisikoen som långivere har for at lånet, pluss avtalt rente, helt eller delvis blir misligholdt. Markedsrisikodelen (mrd) sier i hvilken grad den finansielle gjelden er eksponert for systematisk risiko, som kompenseres ved markedets risikopremie (mrp). Determinasjonskoeffisienten (R^2) i regresjonsanalysen, som vi benyttet til å finne historisk beta, ser på hvor mye av avkastningen til Eidesvik som kan forklares med avkastningen i markedet, og er således en indikasjon på andel markedsrisiko. Etersom R^2 vil være sensitiv for endringer i modellparametere vil det være vanskelig å finne et nøyaktig estimat på markedsrisikodelen. Ved å kjøre regresjoner på de sammenlignbare selskapene, og endre lengden på regresjonen viste det seg at R^2 lå høyere enn vårt estimat. Vi mener derfor at et godt estimat på markedsrisikodelen vil være 50 %.

Finansielle eiendeler består av kontanter, fordringer og investeringer. Den finansielle eiendelsbetaen vil dermed være et vektet gjennomsnitt av de ulike betaene. Etersom det ikke er forbundet noe risiko med å holde kontanter vil kontantbetaen være null. Dersom vi ser på balansen til Eidesvik er alle fordringene driftsrelaterte, noe som medfører at finansielle fordringer utgår. Vi står dermed igjen med følgende sammenheng som forklarer betaen til finansielle eiendeler:

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

Videre må det tas stilling til hvilken beta de finansielle investeringene til Eidesvik har. Ettersom de finansielle investeringene i hovedsak er unoterte selskaper vil det være vanskelig og svært tidkrevende å finne den «korrekte» betaen via regresjoner på alle selskapene. Vi må dermed ta en forutsetning om at investeringene er diversifiserte og har en beta tilnærmet markedsporteføljen på én.

Oppsummert vises de beregnede verdiene på netto finansiell gjeldsbeta i tabell 7-4.

Netto finansiell gjeldsbeta	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014T	Vektet snitt
βFG	0,37	0,21	0,21	0,21	0,21	0,21	0,21	0,21
* Finansiell gjeldsvekt	1,08	1,10	1,10	1,09	1,09	1,16	1,21	1,14
- βFE	0,15	0,08	0,03	0,02	0,03	0,01	0,01	0,03
* Finansiell eiendelsvekt	0,08	0,10	0,10	0,09	0,09	0,16	0,21	0,14
= Netto finansiell gjeldsbeta	0,38	0,22	0,22	0,22	0,22	0,24	0,25	0,24

Tabell 7-4: Netto finansiell gjeldsbeta

Knivsfå argumenterer for at proposisjonen vedrørende konstant driftsbeta kan være rimelig for selskaper som ikke er under finansiell krise. Dersom finansielle krisekostnader starter å slå inn ved ratinger under B, så vil terskelbeta for netto finansiell gjeld kunne beregnes på følgende måte: (Knivsfå, 2014)

$$\text{Terskelbeta} = \frac{\text{krp} * \text{mrd}}{\text{mrp}} = \frac{4,4\% * 0,5}{5\%} = 0,44$$

Hvor,

krp = Kredittrisiko premie

mrd = Markedsrisikodel

mrp = Markedets risikopremie

Som vi ser er den finansielle gjeldsbetaen under terskelverdien alle år, og vi velger dermed å beholde vår netto driftsbeta. Nå som alle parameterne til å regne ut egenkapitalbetaen foreligger, kan vi beregne historisk egenkapitalbeta som er presentert i tabell 7-5.

Netto driftsbeta	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014T	Vektet snitt
Egenkapitalbeta	0,71	1,04	0,87	0,86	0,84	0,78	0,74	0,80
* EK/NDK	0,32	0,33	0,40	0,42	0,43	0,46	0,48	0,44
+ Netto finansiell gjeldsbeta	0,38	0,22	0,22	0,22	0,22	0,24	0,25	0,24
* NFG/NDK	0,68	0,67	0,60	0,58	0,57	0,54	0,52	0,56
= Netto driftsbeta	0,49	0,49	0,49	0,49	0,49	0,49	0,49	0,49

Tabell 7-5: Historisk netto driftsbeta

Nå som egenkapitalbeta er kjent, kan vi estimere det historiske egenkapitalkravet ved hjelp av CAPM, resultatet er presentert i tabell 7-6.

Egenkapitalkrav	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014T	Vektet snitt
= Risikofri rente etter skatt	3,22 %	2,88 %	2,53 %	2,25 %	1,51 %	1,86 %	1,92 %	2,02 %
+ Egenkapitalbeta	0,71	1,04	0,87	0,86	0,84	0,78	0,74	0,80
* Markedets risikopremie (mrp)	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %
+ Justering andre premier	1,5 %	1,5 %	1,5 %	1,5 %	1,5 %	1,5 %	1,5 %	1,5 %
= Egenkapitalskrav	8,3 %	9,6 %	8,4 %	8,0 %	7,2 %	7,3 %	7,1 %	7,54 %

Tabell 7-6: Historisk egenkapitalkrav

7.2.2 Historisk netto finansielt gjeldskrav

Avkastningskravet til netto finansiell gjeld er gitt ved den risikofrie renten pluss en kredittrisikopremie. Kredittrisikopremien vil være et resultat av kredittrisikopremien til finansiell gjeld fratrukket premien til finansielle investeringer. Dette kan beregnes ved følgende formel:

$$nfgk = r_f * (1 - s) + krp_{NFG}$$

Hvor,

$$krp_{NFG} = krp_{FG} * \frac{FG}{NFG} - \beta_{INV} * mrp * \frac{INV}{NFG}$$

De beregnede kravene presenteres i tabell 7-7.

Netto finansielt gjeldskrav	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014T	Vektet snitt
Risikofri rente etter skatt	3,22 %	2,88 %	2,53 %	2,25 %	1,51 %	1,86 %	1,92 %	2,02 %
+ krp (FG)	3,65 %	2,06 %	2,06 %	2,06 %	2,06 %	2,06 %	2,06 %	2,14 %
* FG/NFG	1,08	1,10	1,10	1,09	1,09	1,16	1,21	1,14
- $\beta_{INV} * mrp$	5,00 %	5,00 %	5,00 %	5,00 %	5,00 %	5,00 %	5,00 %	5,00 %
* INV/NFG	0,01	0,01	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
= nfgk	7,11 %	5,09 %	4,78 %	4,48 %	3,74 %	4,23 %	4,42 %	4,43 %

Tabell 7-7: Historisk netto finansielt gjeldskrav

7.3 Krav til netto driftskapital

Nå som de ulike avkastningskravene foreligger kan vi beregne netto driftskrav ved WACC:

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

Netto driftskrav	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014T	Vektet snitt
Egenkapitalskrav	8,27 %	9,59 %	8,40 %	8,02 %	7,20 %	7,27 %	7,12 %	7,54 %
* EK/NDK	0,32	0,33	0,40	0,42	0,43	0,46	0,48	0,44
+ Netto finansielt gjeldskrav	7,10 %	5,11 %	4,79 %	4,48 %	3,74 %	4,24 %	4,42 %	4,43 %
* NFG/NDK	0,68	0,67	0,60	0,58	0,57	0,54	0,52	0,56
= WACC	7,47 %	6,56 %	6,25 %	5,96 %	5,23 %	5,62 %	5,73 %	5,79 %

Tabell 7-8: Historisk krav til netto driftskapital

8. Lønnsomhetsanalyse

Som et mål på lønnsomheten til Eidesvik sammenlignes rentabiliteten med målestokken som er avkastningskravet til de ulike kapitalene. Rentabiliteten er et mål på hvor mye kapitalen kaster av seg i form av prosentvis rente, og gir dermed mulighet for å sammenligne tallene på tvers av selskapene. Analysen blir dermed strategisk ettersom forholdene analyseres relativt til en målestokk. En rentabilitet som er større enn kravet gir grunnlag for en merrentabilitet, og er således en indikasjon på en strategisk fordel. Analysen vil basere seg på normaliserte tall som gir en bedre prediksjonsverdi til fremtidsregnskapet, samtidig som balanseverdiene er gjennomsnittsverdier som drøftet i analysen av avkastningskrav for å opprettholde konsistens.

8.1 Strategisk fordel

Egenkapitalrentabiliteten måler avkastningen på kapitalen som eierne har investert i selskapet. Rentabiliteten viser avkastningen til eierne etter renter, avdrag, skatter og avgifter er betalt. Dersom egenkapitalrentabiliteten er høyere enn netto driftskravet vil dette gi en indikasjon på at eierne tjener på lånt kapital. Egenkapitalrentabiliteten avhenger dermed av totalkapitalrentabiliteten, lånerenten og den relative størrelsen på gjelden.

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

Hvor,

ekr = Egenkapitalrentabilitet

ndr = Netto driftsrentabilitet

nfgr = Netto finansiell gjeldsrente

nfgg = Netto finansiell gjeldsgrad

Som mål på den strategiske fordelten setter vi egenkapitalrentabiliteten opp imot det allerede estimerte egenkapitalkravet for hvert av årene.

Strategisk fordel		2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014T	Tidsvektet
Egenkapitalrentabilitet - Eidesvik	ekr	5,5 %	6,1 %	2,7 %	4,5 %	4,5 %	5,8 %	6,1 %	5,3 %
- Egenkapitalkrav - Eidesvik	ekk	8,3 %	9,6 %	8,4 %	8,0 %	7,2 %	7,3 %	7,1 %	7,6 %
= Strategisk fordel	SF	-2,8 %	-3,5 %	-5,7 %	-3,5 %	-2,7 %	-1,4 %	-1,0 %	-2,3 %

Tabell 8-1: Historisk strategisk fordel

Slik det fremgår av tabellen ovenfor har Eidesvik hatt en strategisk ulempe over hele analyseperioden. Utviklingen indikerer imidlertid en positiv trend ved at selskapet har forbedret lønnsomheten samtidig som kravet har vært avtagende. For å få videre innsikt i hva som skyldes ulempen velger vi å dekomponere i forhold som skyldes drift og finansieringen av selskapet.

8.1.1 Dekomponering av lønnsomhet

Strategisk fordel		2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014T	Tidsvektet
Strategisk fordel drift	SFD	-2,5 %	-1,6 %	-3,4 %	-2,2 %	-1,5 %	-1,1 %	-1,1 %	-1,6 %
+ Finansieringsfordel	FF	-0,3 %	-1,8 %	-2,3 %	-1,3 %	-1,3 %	-0,4 %	0,0 %	-0,8 %
= Strategisk fordel	SF	-2,8 %	-3,5 %	-5,7 %	-3,6 %	-2,8 %	-1,5 %	-1,1 %	-2,3 %

Tabell 8-2: Dekomponert strategisk fordel

Finansieringsfordelen (FF) sier noe om fordelene ved å finansiere deler av selskapet med gjeld. Fordelen kan dekomponeres i to kilder, en gearingfordel og en fordel som relateres til gjeldskostnaden til selskapet. Dersom selskapet betaler en rente som er under kravet til netto finansiell gjeld vil kreditorene ta seg for lite betalt i forhold til risikoen, og således være til gunst for selskapet. Vanligvis er ikke gjeldsrenten en stor kilde til strategisk fordel. Dette kommer av at i et effisient finansmarked er det ventet at selskapet har en gjeldskostnad som samsvarer med gjeldene markedsrente. Dersom gjeldsrenten er lavere enn netto driftsrentabilitet kan selskapet oppnå en gearingfordel. Den negative finansieringsfordelen kan i hovedsak relateres til at selskapet har hatt en lav netto driftsrentabilitet, som så har blitt forsterket ved å benytte seg av finansiell gearing. Tidsvektet er den strategisk fordel i driften (SFD) den største kilden til ulempen. For å få undersøke dette nærmere, velger vi å dekomponere ulempen ytterligere.

8.1.2 Lønnsomheten i driften

Strategisk fordel - drift		2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014T	Tidsvektet
Netto driftsrentabilitet - Eidesvik	ndr	5,0 %	4,9 %	2,8 %	3,7 %	3,7 %	4,5 %	4,6 %	4,2 %
- Netto driftskrav - Eidesvik	ndk	7,5 %	6,6 %	6,2 %	6,0 %	5,2 %	5,6 %	5,7 %	5,8 %
= Strategisk fordel - drift	SFD	-2,5 %	-1,6 %	-3,4 %	-2,2 %	-1,5 %	-1,1 %	-1,1 %	-1,6 %

Tabell 8-3: Strategisk fordel fra drift

Den strategiske driftsfordelen finnes ved å se på forskjellen mellom netto driftsrentabilitet og netto driftskrav. For å få innsikt i hva som er de underliggende fordelene som skapes ved driften deler vi opp fordelene i en bransjefordel og en ressursfordel. Bransjefordelen tar for seg makrofaktorer og konkurranseforholdene innad i bransjen, og er således i samsvar med

den eksterne analysen som er foretatt i kapittel 4.1. En bransjefordel tilsier at bransjen som helhet har en rentabilitet utover kravet. Ressursfordelen går inn på virksomhetens interne ressurser og ser dette opp mot bransjen. En ressursfordel oppnås ved å ha en høyere rentabilitet enn bransjen. Ressursfordelen skapes ved selskapets portefølje av interne ressurser, som ble analysert i den interne analysen.

Strategisk fordel - drift		2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014T	Tidsvektet
= Bransjefordel - drift	BFD	0,3 %	-1,7 %	-3,2 %	-2,6 %	-0,8 %	-0,3 %	0,5 %	-0,7 %
+ Ressursfordel - drift	RFD	-2,8 %	0,1 %	-0,2 %	0,4 %	-0,7 %	-0,8 %	-1,6 %	-0,8 %
= Strategisk fordel - drift	SFD	-2,5 %	-1,6 %	-3,4 %	-2,2 %	-1,5 %	-1,1 %	-1,1 %	-1,6 %

Tabell 8-4: Dekomponert driftsfordel

Bransjefordelen er differansen mellom netto driftsrentabilitet i bransjen og kravet til bransjen. Ettersom det ble avdekket under analyse av krav at Eidesvik og bransjen hadde tilnærmet lik unlevered beta, foretar vi en forenkling der vi antar at netto driftskravet til Eidesvik er representativt for bransjen ($ndk_B \approx ndk$).

Bransjefordel - drift		2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014T	Tidsvektet
Netto driftsrentabilitet - bransje	ndr_b	7,8 %	4,9 %	3,0 %	3,3 %	4,5 %	5,3 %	6,2 %	5,0 %
- Netto driftskrav - bransje ($\approx ndk$ Eidesvik)	ndk	7,5 %	6,6 %	6,2 %	6,0 %	5,2 %	5,6 %	5,7 %	5,8 %
= Bransjefordel drift	BFD	0,3 %	-1,7 %	-3,2 %	-2,6 %	-0,8 %	-0,3 %	0,5 %	-0,7 %

Tabell 8-5: Dekomponering av bransjefordel - drift

Tidsvektet er bransjefordelen som vist i tabellen ovenfor tilnærmet lik null, men vi ser at over analyseperioden har den vært negativ. Svingningene har sammenheng med at bransjen er syklisk og konkurranseutsatt, samtidig som at etterdønningene til finanskrisen har gitt store utslag. Ratene falt som følge av dette til et rekordlavt nivå og slo direkte ut i lønnsomheten til bransjen. Som vi kartla i den strategiske analysen har virkningene en tendens til å henge igjen, ettersom selskapene lar kapasiteten stå i markedet selv om de driver med tap. Dette medfører at kundene får økt forhandlingsmakt og presser marginene ned. Nedgangen er imidlertid relativt kort, noe som kan ha sammenheng med at bransjen er størst eksponert innenfor segmentet supply. Supply er regnet for å være mindre kapitalintensivt, og er relativt enklere å etablere seg innen som en følge av lavere investeringskostnader og finansiering.

Vektet er ressursfordelen (ulempen) den største kilden til den strategiske ulempen. Ressursfordelen har også en negativ trend som har blitt forsterket utover analyseperioden. For å få innsikt i den negative trenden velger vi å dekomponere ulempen ytterligere for å se på kildene.

Ressursfordel - drift		2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014T	Tidsvektet
Netto driftsrentabilitet	ndr	5,0 %	4,9 %	2,8 %	3,7 %	3,7 %	4,5 %	4,6 %	4,2 %
- Netto driftsrentabilitet - bransje	ndr _b	7,8 %	4,9 %	3,0 %	3,3 %	4,5 %	5,3 %	6,2 %	5,0 %
= Ressursfordel - drift	RFD	-2,8 %	0,1 %	-0,2 %	0,4 %	-0,7 %	-0,8 %	-1,6 %	-0,8 %

Tabell 8-6: Ressursfordel fra drift

Lønnsomhet fra driften kan som tidligere nevnt analyseres ved å se på netto driftsrentabilitet. En metode for å analysere fordelene (ulempen) fra rentabilitet ytterligere, er å dekomponere den ned til fordelene (ulempene) fra netto driftsmargin og omløpet til netto driftsmidler.

Netto driftsrentabilitet		2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014T	Tidsvektet
Netto driftsmargin	ndm	19,2 %	18,7 %	12,4 %	17,0 %	19,8 %	23,7 %	23,2 %	20,8 %
* Omløp til netto driftskapital	onde	26,0 %	26,3 %	22,7 %	22,0 %	18,8 %	19,0 %	19,9 %	20,5 %
= Netto driftsrentabilitet	ndr	5,0 %	4,9 %	2,8 %	3,7 %	3,7 %	4,5 %	4,6 %	4,2 %
- Netto driftsmargin i bransje	ndm _b	23,5 %	16,8 %	11,6 %	12,8 %	16,0 %	17,2 %	19,8 %	17,0 %
- Omløp i bransjen	onde _b	33,1 %	28,9 %	26,0 %	25,9 %	27,9 %	30,7 %	31,4 %	29,4 %
= Netto driftsrentabilitet - Bransje	ndr_b	7,8 %	4,9 %	3,0 %	3,3 %	4,5 %	5,3 %	6,2 %	5,0 %
Driftsfordel	ndr - ndr_b	-2,8 %	0,1 %	-0,2 %	0,4 %	-0,7 %	-0,8 %	-1,6 %	-0,8 %

Tabell 8-7: Sammenligning av netto driftsrentabilitet

Marginfordel

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

Hvor,

ndm = Netto driftsmargin

ndm_b = Netto driftsmargin til bransjen

onde = Omløpet til netto driftsmidler

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014T	Tidsvektet
Marginfordel	-1,1 %	0,5 %	0,2 %	0,9 %	0,7 %	1,2 %	0,7 %	0,7 %

Tabell 8-8: Marginfordel

Marginfordelen forteller oss om selskapets evne til å skape netto driftsresultat per krone omsatt i driftsinntekter (Knivsflå, 2014). Isolert sett har Eidesvik en svak marginfordel i forhold til bransjen, noe som vil si at Eidesvik muligens har lavere driftskostnader per krone i driftsinntekt enn den komparative bransjen. Dette vil gi utslag i en høyere driftsmargin. For å få innsikt i marginfordelen velger vi å se på de ulike kostnadskomponentene i en såkalt «common size» analyse.

Postene i resultatregnskapet blir satt som en andel av driftsinntektene. En slik oppdeling gir oss mulighet til å se på forskjellene på kostnadsstrukturen i bransjen. Sammenlignet med bransjen er kostnadsstrukturen noe ulik, men vi ser at lønnskostnader og andre

driftskostnader utgjør en mindre andel for Eidesvik sin del, noe som gir en marginal fordel. I bransjen har lønnskostnadene økt som følge av økt lønnsnivå, men deler av denne økningen har blitt dempet med importert arbeidskraft fra Øst-Europa. Eidesvik har i mindre grad personalintensive chartertyper (bareboat), samtidig som de har vært flinke til å fokusere på ung arbeidskraft innenfor maritim industri. Store deler av marginfordelen kommer av andre driftskostnader. Andre driftskostnader inneholder i hovedsak vedlikeholdskostnader i forbindelse med skipene, og administrasjonskostnader. Vedlikeholdskostnadene må sees i sammenheng med at Eidesvik har en nyere flåte enn snittet av bransjen, som gir færre løpende utgifter til vedlikehold. Administrasjonskostnadene knytter seg i hovedsak til konsulentutgifter og ledelsens utgiftsposter, noe som utgjør en mindre del enn bransjegjennomsnittet. Eidesvik har imidlertid en større andel som går til avskrivninger. Dette kan være en indikasjon på at eiendelene har en større innkjøpspris, og således relateres til ledelsens evne til å foreta strategiske valg med tanke på tidspunktet for innkjøp.

Common-size	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014T	Eidesvik	Bransje
Driftsinntekter	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
- Lønn og personalkostnader	0,35	0,31	0,35	0,36	0,32	0,35	0,35	0,34	0,39
- Andre driftskostnader	0,20	0,20	0,19	0,17	0,15	0,12	0,14	0,15	0,23
- Avskrivninger	0,24	0,25	0,27	0,28	0,32	0,32	0,30	0,30	0,16
= Driftsresultat	0,21	0,24	0,20	0,19	0,21	0,21	0,21	0,21	0,22
- Driftsrelatert skattekostnad	0,04	0,04	0,04	0,03	0,04	0,04	0,04	0,04	0,05
= Netto driftsresultat	0,17	0,20	0,16	0,15	0,17	0,17	0,17	0,17	0,17
+ Netto finansinntekt	0,01	0,01	0,01	0,00	0,00	0,01	0,01	0,01	0,04
= Nettoresultat til sysselsatt kapi	0,18	0,20	0,17	0,16	0,18	0,18	0,18	0,18	0,21
- Netto finanskostnad	0,13	0,12	0,09	0,09	0,10	0,11	0,09	0,10	0,14
= Nettoresultat til EK	0,05	0,09	0,09	0,07	0,08	0,07	0,09	0,08	0,07

Tabell 8-9: Common-size analyse

Omløpsfordel

$$\text{Omløpsfordel} = (\text{onde} - \text{onde}_b) * \text{ndm}_b$$

Hvor,

$\text{onde} = \text{Omløpet til netto driftsmidler}$

$\text{onde}_b = \text{Omløpet til netto driftsmidler for bransjen}$

$\text{ndm}_b = \text{Netto driftsmargin}$

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014T	Tidsvektet
Omløpsfordel	-1,7 %	-0,4 %	-0,4 %	-0,5 %	-1,5 %	-2,0 %	-2,3 %	-1,6 %

Tabell 8-10: Omløpsfordel

Ved dekomponeringen av ressursfordelen kom det frem at ulempen i hovedsak kunne relateres til at Eidesvik har en omløpsulempe. Omløpet måler effektiviteten i kapitalbruken, det vil si evnen til å skape driftsinntekter per krone investert. For å få innsikt velger vi å splitte opp omløpet på segmentnivå. Det vil si at vi ser på inntektene på segmentnivå, sett i forhold til netto driftskapital. Ettersom netto driftskapital ikke er spesifisert på segmentnivå må vi foreta en forenkling ved å beregne driftsinntektene til segmentene som en del av netto driftskapital til konsernet.

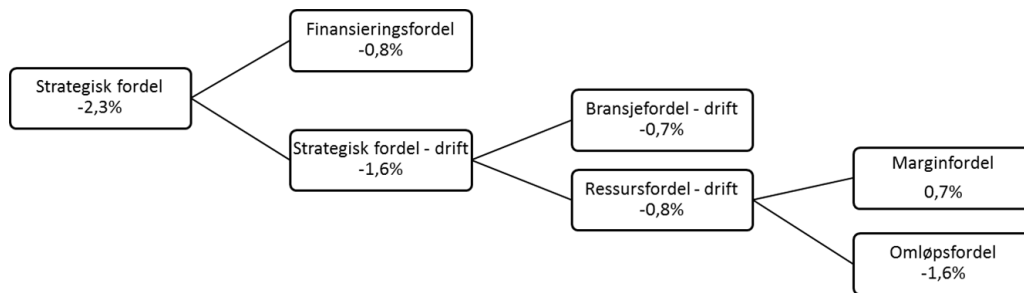
Omløp per segment	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Eidesvik	Bransje
Supplyinntekter per krone netto driftskapital	0,12	0,11	0,09	0,08	0,08	0,07	0,08	0,14
+ Subseainntekter per krone netto driftskapital	0,06	0,08	0,07	0,07	0,06	0,07	0,07	0,14
+ Andre driftsinntekter per krone netto driftskapital	0,08	0,08	0,08	0,07	0,05	0,05	0,06	0,01
= Omløpet til netto driftskapital	0,26	0,26	0,23	0,22	0,19	0,19	0,21	0,29

Omløpsulempen preges av forskjeller innenfor supply og subsea. Dette er også de segmentene som er representative som sammenligningsgrunnlag for bransjen. Ulempen må sees i sammenheng med Eidesvik sin satsning innenfor LNG-teknologi. Sett i forhold til bransjen har Eidesvik sin flåte en større andel LNG-drevne skip som gir utslag i høy kapitalbinding, samtidig som vekst i inntekter ikke har økt tilsvarende. Å satse på miljø har vært et bevisst og målrettet prosjekt fra ledelsen som forhåpentligvis gir seg utslag i lønnsomheten i fremtiden. Subsea har også vært preget av nyinvesteringer med det nye skipet «Seven Viking» og ett som er under bygging. En stor del av eiendelene er også bundet opp innenfor seismikk, som er et segment som har vært preget av lav lønnsomhet den siste tiden.

8.2 Oppsummering av strategisk rentabilitetsanalyse

I analysen har vi funnet ut av Eidesvik har en tidsvektet strategisk ulempe på 2,3%. Dekomponeringen i kildene viser at omløpet er den utslagsgivende faktoren som påvirker ulempen. Dette henger sammen med at selskapet har høy kapitalbinding i en moderne flåte som følge av en offensiv miljø-satsing. Vi antar at eventuelle fordeler først vil gi utslag ved innførsel av strengere miljøkrav eller som følge av en økt bevissthet mot miljøvennlige løsninger i bransjen. Marginfordelen viste at Eidesvik hadde en fordel sett i forhold til bransjen. ”Common size”-analysen viste at kostnadsstrukturen er mer fordelaktig i Eidesvik sin favør. Fordelen må sees i sammenheng med at Eidesvik har en god kundeportefølje som følge av et godt renommé, og de kan muligens oppnå høyere marginer som følge av dette. Bransjefordelen har vært negativ som følge av at de generelle ratenivåene fikk en kraftig

nedgang etter finanskrisen med et fall på over 50 %. Den siste perioden har imidlertid ratenivået begynt å ta seg oppover slik at den tidsvektede bransjefordelen er -0,7 %. Finansieringsfordelen viste at Eidesvik har en marginal ulempe ved å geare driften med gjeld. Oppsummert gir dette en tidsvektet strategisk ulempe på 2,3 %.



Figur 8-1: Dekomponert strategisk fordel

9. Fremtidskrav

For å kunne estimere nåverdien av de fremtidige kontantstrømmene, estimerer vi et fremtidskrav som vil bli benyttet som diskonteringsrente i avkastningskravet. Ved beregningen forutsettes det at verdien av selskapet er uavhengig av finansieringsstruktur (Modigliani & Miller) som drøftet i regnskapsanalysen. Dette medfører at avkastningskravet til netto driftskapital (WACC) kan finnes ved å ta et vektet snitt av avkastningskravet til egenkapital og netto finansiell gjeld, gitt ved følgende formel:

$$WACC = ekk * \frac{EK}{EK + NFG} + nfgk * \frac{NFG}{EK + NFG}$$

Hvor,

WACC = Vektet kapitalkostnad

ekk = Avkastningskrav til egenkapital

nfgk = Netto finansielt gjeldskrav

EK = Markedsverdi av egenkapital

NFG = Markedsverdi av netto finansiell gjeld

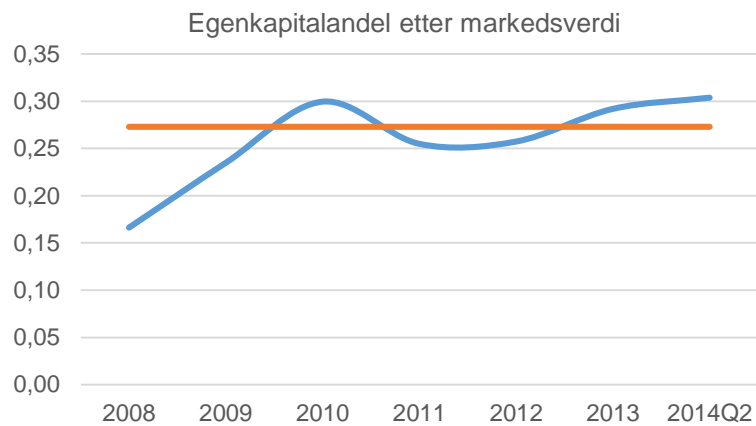
For å få konsistens i utregningen av WACC, forutsettes det bruk av markedsverdier på egenkapital og gjeld. Dette finnes ved å se på langsiktige forventninger om optimal kapitalstruktur, samtidig som vi benytter avkastningskrav som er konsistent med dette.

9.1 Kapitalstruktur

Kapitalstrukturen er gitt ved forholdet mellom markedsverdien av egenkapital og gjeld. Markedsverdien av egenkapitalen finnes ved pris per aksje multiplisert med antall aksjer. Nullhypotesen er at kapitalmarkedet er effisient. Dette vil medføre at gjeldskostnaden reflekterer tilgjengelig informasjon, og således er priset til «fair value». Markedsverdien på gjelden kan imidlertid være forskjellig dersom selskapet har bundet deler av gjelden til fastrente og rentenivået har endret seg. Etersom vi avdekket i soliditetsanalysen i kapittel 6.2 at majoriteten av gjelden har flytende rente vil markedsverdien av gjelden være tilnærmet lik den bokførte verdien.

Dersom det er avvik mellom dagens kapitalstruktur og hva som er optimalt på sikt, vil vi anta at selskapet gjennom ulike tiltak over tid vil nærme seg optimalt nivå (Kaldestad & Møller, 2011). Markedsvektene presentert i figur 9-1 viser at forholdet har vært jevnt i løpet

av analyseperioden. På bakgrunn av dette velger vi å anta at kapitalstrukturen er på et «normalnivå» og legger til grunn en gjeldsandel på 0,727 og egenkapitalandel på 0,273.



Figur 9-1: Egenkapitalandel av markedsverdi ved årets slutt (Kilde: Årsrapporter for de aktuelle årene)

9.2 Risikofri rente og markedets risikopremie

Som mål på den risikofrie renten benyttes en 10-årig norsk statsobligasjon, som ble drøftet i regnskapsanalysen. I fremtidsregnskapet forutsettes det at selskapet har lang levetid, i utgangspunktet «evig». Durasjonen på en lang rente matcher derfor bedre durasjonen til kontantstrømmen til selskapet som verdsettes. Vårt beste estimat for en fremtidig rente er dagens rente. Siste omsatte kurs på en 10-årig norsk statsobligasjon er 2,21 % (Norges Bank, 2014). Sett opp mot historiske satser har gjennomsnittskursen over analyseperioden vært på 3,30 %. Vi risikerer å feilvurdere den risikofrie renten dersom rentenivået befinner seg langt fra et normalnivå. Dersom en definerer normalnivået som et gjennomsnitt av historiske rentesatser, er det mulig å forutsette at renten gradvis reverseres mot normalnivå. Ved å benytte ulike risikofrie renter i løpet av budsjetthorisonten må imidlertid avkastningskravet oppdateres fortløpende, noe som kan føre til usikkerhet. Mye taler for at vi bør være tilbakeholden med å oppdatere avkastningskravet løpende (Kaldestad & Møller, 2011). Som et kompromiss mellom det å benytte en kunstig lav rente og et stivt avkastningskrav velger vi derfor å foreta en skjønsmessig justering på 1,75 %. Justert risikofri rente som benyttes i fremtidskravet blir dermed 3,96 %. Markedets risikopremie settes til 5 % jamfør regnskapsanalysen.

9.2.1 Justering for andre premier

Som presisert under beregningen av historisk avkastningskrav til egenkapitalen, foretok vi her en justering for å inkludere relevant risiko i kravet. Eidesvik sin aksje har en svært lav omsetning på Oslo Børs og prises til under 0,30x P/B. For at avkastningskravet til egenkapitalen skal gi et mer representativt bilde, legges det også her til grunn en justering på 1,50 % til kravet.

9.3 Avkastningskrav til egenkapitalen

Avkastningskravet til egenkapitalen vil beregnes på samme måte som i regnskapsanalysen ved hjelp av CAPM. Basert på historiske kurser og vurdering ovenfor bransjen, ble egenkapitalbetaen beregnet til å være 0,804, og med våre antakelser om at kapitalstrukturen befinner seg på et normalnivå vil denne være representativ for fremtiden. Gitt følgende antakelser om risikofri rente, egenkapitalbeta, markedets risikopremie og likviditetspremie, gir dette oss følgende avkastningskrav:

$$ekk = 3,96\% * (1 - 27\%) + 0,804 * 5,0\% + 1,50\% = 8,41\%$$

9.4 Avkastningskrav til netto finansiell gjeld

Avkastningskravet til netto finansiell gjeld er kostnaden forbundet med å finansiere deler av driften med finansiell gjeld. Kravet er gitt ved den risikofrie renten pluss en risikopremie for konkurrisiko (kredittrisikopremie). Kredittrisikopremien vil være et resultat av kredittrisikopremien til finansiell gjeld fratrukket premien til finansielle investeringer. I henhold til risikoanalysen var den syntetiske ratingen til Eidesvik BB, som gir en risikopremie på 2,06 % etter skatt. Oppsummert gir dette følgende avkastningskrav til netto finansiell gjeld:

$$krp_{NFG} = krp_{NFG} * \frac{FG}{NFG} - \beta_{INV} * mrp * \frac{INV}{NFG}$$

$$krp_{NFG} = 2,06\% * \frac{2942}{2473} - 1,0 * 5\% * \frac{4}{2473} = 2,45\%$$

$$nfgk = r_f * (1 - s) + krp_{NFG}$$

$$nfgk = 3,96\% * (1 - 27\%) + 2,45\% = 5,35\%$$

Hvor,

krp_{NFG} = Kreditrisikopremie til netto finansiell gjeld

mrp = Markedets risikopremie etter skatt

β_{INV} = Beta til finansielle investeringer

FG = Finansiell gjeld

INV = Finansielle investeringer

NFG = Netto finansiell gjeld

$nfgk$ = Netto finansielt gjeldskrav

r_f = Risikofri rente før skatt

s = Nominell skattesats

9.5 Fremtidig avkastningskrav

Basert på våre vurderinger rundt kapitalstrukturen med tilhørende avkastningskrav, gir dette følgende WACC:

$$WACC = 8,41\% * 0,273 + 5,35\% * 0,727 = 6,19\%$$

10. Fremtidsregnskap

Gjennom de historiske analysene har vi kartlagt de underliggende økonomiske forholdene til Eidesvik, noe som gir oss muligheten til å prognostisere et fremtidsregnskap. Prognosen er i tillegg basert på skjønn og våre egne rimelighetsvurderinger

10.1 Rammeverk for fremtidsregnskapet

Utarbeidelsen av fremtidsregnskapet starter med å kartlegge de grunnleggende budsjettdriverne som sier noe om veksten til selskapet. En grunnleggende parameter på resultatvekst kan være å se på vekst i driftsinntekter som avgjør størrelsen på selskapet i fremtiden. Ettersom det er knyttet usikkerhet til budsjettdriverne vil det være fordelaktig å analysere driverne aggregert. Aggregerte drivere minimerer kilden til usikkerhet, ettersom det er vanskelig å ha en klar formening om forventningen på detaljnivå.

10.1.1 Vekstfaktorer

Veksten på kort sikt avhenger av bransjevekst og interne ressurser på selskapsnivå. Dersom etterspørselen i bransjen vokser, kan selskapet vokse uten å ta markedsandeler fra konkurrentene. På lang sikt avhenger veksten av makroøkonomiske vekstmodeller, som for eksempel sparing i forhold til konsum, vekst i folketallet og teknologisk endringer (Knivsflå, 2014). Dette medfører at nominell vekst på lang sikt ikke kan være større enn forventet realvekst i verdensøkonomien pluss forventet inflasjon. Som et mål på forventet realvekst i verdensøkonomien benytter vi et gjennomsnitt av forventingene til IMF for perioden 2008-2019, som blir 3,55 % (IMF, 2014). Inflasjonsforventingen baserer seg på inflasjonsmålet til Norges Bank på 2,5 %. Dette gir oss en langsiktig konvergeringsgrense på 6,5 %.

Empiri viser at veksten i verdidrivere har en tendens til å tilbakevende til gjennomsnittet, såkalt «mean reversion» (Penman, 2013). Dette medfører at en eventuell strategisk fordel vil bli drevet av konkurransekraftene, slik at rentabiliteten over tid går mot kravet. Problemstillingen vil bli videre diskutert under prognostiseringen.

10.1.2 Tidshorisont

Budsjetthorisonten er perioden vi eksplisitt budsjetterer for, før virksomheten går over til konstant vekst. Valg av budsjetthorisont baserer seg på to forhold. Først må vi foreta en vurdering av når virksomheten venter å innta «steady state», og forutsetningen om konstant vekst er rimelig. Forutsetningen om konstant vekst betyr ikke at selskapet *ikke* kan vokse, men veksten må være stabil. Den andre vurderingen baserer seg på kvaliteten på regnskapsføringen som benyttes i analysen. Ettersom regnskapsanalysen indikerte at regnskapsføringen i all hovedsak må ansees som tilfredsstillende, taler dette for en relativt kort budsjetthorisont.

Forutsetningen om konstante verdidrivere vil variere etter hvilken bransje selskapet opererer i, og ettersom Eidesvik opererer i en syklisk bransje vil dette tale for en lengre budsjetthorisont. Den strategiske analysen indikerte blant annet at miljøvennlige skip kommer til å bli mer konkurransedyktige i fremtiden. For å fange opp eventuelle skift i etterspørselen, må vi ha en budsjetthorisont som fanger opp denne effekten. Vår budsjetthorisont er som følge av dette satt til åtte år, fra 2015 til 2022. Terminalverdien i 2023 beregnes som en evig annuitet, ved hjelp av Gordons vekstformel.

10.1.3 Budsjettdrivere

Som parameter på resultatvekst, har vi valgt å estimere vekst i driftsinntekter, driftskostnader og avskrivninger, som til sammen vil utgjøre netto driftsmargin. Utviklingen i eiendelene vil være en direkte konsekvens av endringene i omløpet. Budsjetteringen vil basere seg på utviklingen i historiske data, samtidig som vi benytter resultatene fra den strategiske analysen.

10.2 Prognose

Gjennom den strategiske analysen i kapittel 4, konkluderte vi med at driften til Eidesvik er påvirket av en rekke eksterne faktorer. Aktivitetsnivået i bransjen påvirkes i hovedsak av den globale etterspørselen etter fossilt brennstoff, som reflekteres i oljeprisen. Høy oljepris vil medføre økt etterspørsel etter skip, som vil gi direkte innvirkning på utnyttelsesgrad, rater og lønnsomhet i bransjen.

Segmentene som Eidesvik opererer innenfor, befinner seg på ulike deler av verdikjeden, og vil som følge av dette merke et skift i konjunkturen ulikt. Seismikk befinner seg i starten av verdikjeden, som medfører at de vil merke et eventuelt kutt i aktivitetsnivået hos leteselskapene relativt momentant. Subsea og supply opererer på en større del av verdikjeden, som medfører at de opptrer mer sen-syklisk.

Konjunkturutsiktene for markedet har endret seg betraktelig det siste året, og optimismen rundt en rekordkonjunktur har blitt snudd på hodet. Et fall på over 30 % i prisen på Brent over fire måneder, og en struping av kostnader hos oljeselskapene, har sendt svært negative signaler ut i markedet. Indikasjoner på at oljeprisen ikke kommer til å hente seg inn igjen på kort sikt, har ført til at flere aktører har sagt opp sine langsiktige riggkontrakter. Dette vil påvirke etterspørselen etter supply- og subseafartøy.

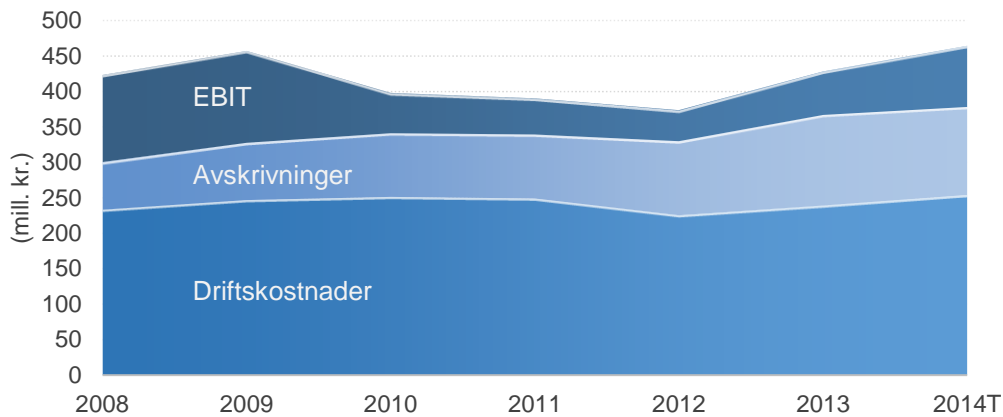
På tross av funn av flere nye felt gjennom den siste perioden, som f.eks. Lundin med Alta, har den lave oljeprisen satt en stopper for den kortsiktige utviklingen, som følge av at feltene per i dag ikke er lønnsomme å utarbeide. En eventuell utbygning av Johan Castberg, Gohta og Alta er alle avhengige av en forbedring i fremtidig oljepris.

Det eksisterer i dag svært mye ledig tonnasje innenfor supply, og ved en generell nedgang i markedet vil en økende kontrahering føre til en svært tilspisset konkurranse mellom aktørene. Med dette konkluderer vi at på kort sikt vil utviklingen følge en lavkonjunktur frem mot 2016-2017, hvor en innhenting i oljepris og utbygging av Johan Sverdrup vil ha en signifikant påvirkning av den generelle etterspørselen for Eidesvik sine tjenester på norsk sokkel. Vi antar at denne oppgangen så vil konvergere mot en konstant vekst i 2023. Per i dag har Eidesvik en diversifisert sammensetning av tjenester og samtlige skip foruten om ett er tilknyttet langsiktige kontrakter. For å kunne prognostisere mest mulig reelt over den eksplisitte perioden, har vi valgt å se på de tre ulike segmentene hver for seg.

10.2.1 Prognose for supply

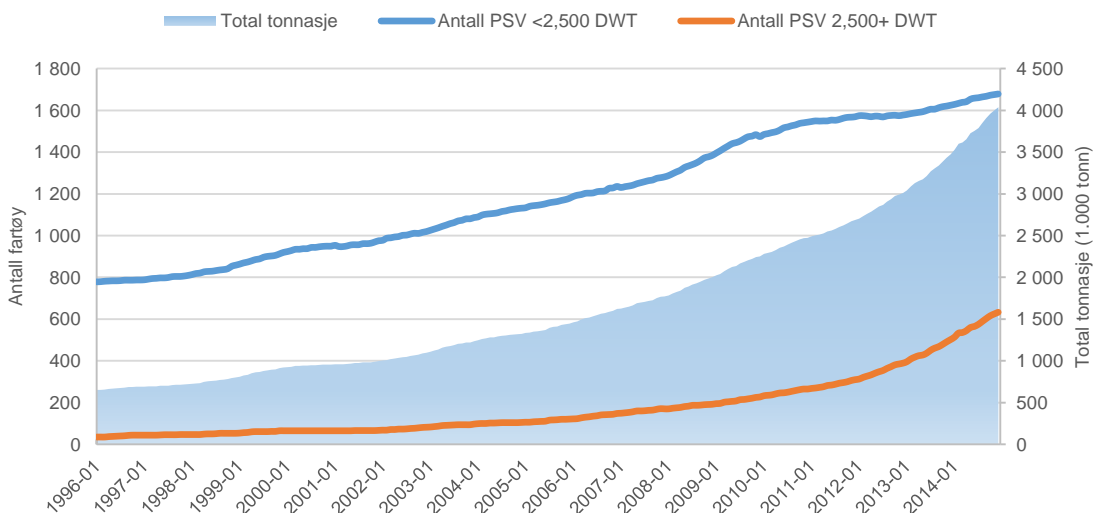
Driftsinntekter

Eidesvik sine inntekter for supply-segmentet har gjennom analyseperioden ensartet kommet fra PSV skip. Utviklingen i inntektene har historisk sett vært varierende og i figur 10-1 illustreres også den negative trenden til EBIT gjennom perioden. Dette kommer hovedsakelig fra en økt andel avskrivninger som følge av anskaffelse av nye, kostbare LNG-drevne skip i 2012.



Figur 10-1: Historisk utvikling – Supply

Sammenlignet med utviklingen i bransjen, har ikke Eidesvik klart å opprettholde den samme veksten som konkurrentene og har dermed tapt markedsandeler. Flere av de andre sammenlignbare selskapene har økt omsetningen betraktelig, men vi ser her at en stor andel av veksten kommer fra ankerhåndteringskip. Inntektene fra supply er svært avhengig av det gjeldende ratenivået. I følge analyser gjennomført av DNB Markets forventes det relativt flate rater innen supply for de neste årene frem mot 2016 hvor en eventuell økning vil tiltre (DNB Markets, 2014). På andre siden forventes det en generell økning i etterspørselen etter store PSV fartøy. Dette kommer av at de brønnene som det nå opereres og planlegges drift på er av større karakter enn tidligere. Med et økt behov for transport av mer utstyr og personell til rigger som ligger lengre ute enn før, vil dette resultere i at behovet for antall PSV per rigg vil øke på sikt. Blant annet vil oppføringen av Johan Sverdrup, med planlagt «first oil» i slutten av 2019, ha en stor innvirkning på etterspørselen på norsk sokkel.



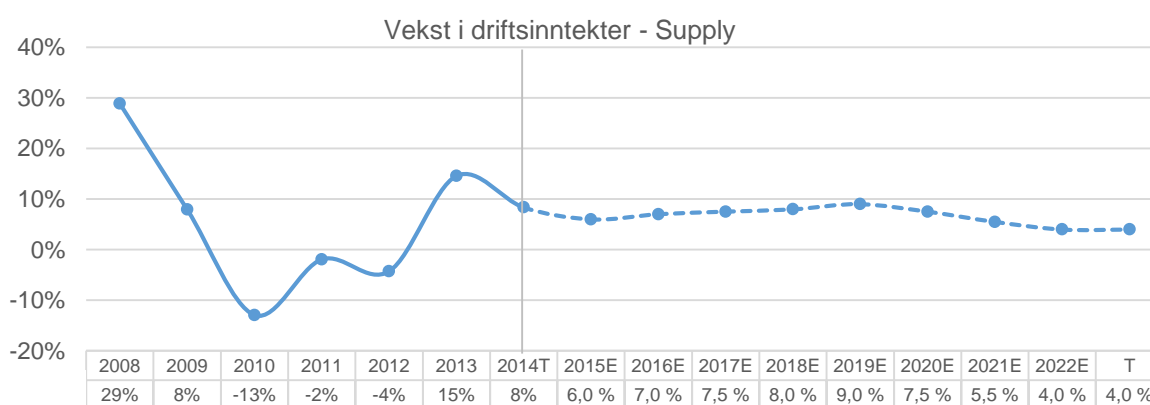
Figur 10-2: Utvikling av global PSV flåte (Kilde: Clarkson Shipping Intelligence Network)

Utviklingen innen tilgjengelig tonnasje globalt har økt betraktelig over de siste årene som en følge av levering av svært mange, store supplyfartøy. Grafen over viser den globale utviklingen i antall skip og tilgjengelig tonnasje. Dette har en stor innvirkning på ratene, som følge av at tilbudssiden øker betraktelig.

Sett i forhold til de andre segmentene, har supply en mer kortsiktig kontraktsdekning. Selv om kontraktsdekningen er tilfredsstillende på kort sikt, og det kun er ett skip som opererer i spotmarkedet, er de avhengig av å få videreført kontraktene ved at klientene benytter seg av opsjonen som foreligger til å forlenge kontrakten. Med tanke på det nåværende svake markedet, vil utøvelse av opsjonene være svært usikre.

Satsningen innenfor miljøvennlige skip anser vi som en investering Eidesvik enda ikke har fått uttelling for. Men med den planlagte innførelsen av strengere direktiver for svovelandel i drivstoff fra og med 2015, kombinert med et økt fokus på utslipp hos klientene, forventer vi at de LNG-drevne fartøyene vil oppleve en økt etterspørsel på kort sikt. Dette vil bidra til å opprettholde en vekst i inntektene.

Konkludert anser vi veksten i inntekter fremover som varierende. På kort sikt vil veksten svakt avta, frem mot en økning som følge av en konjunkturoppgangen i 2016-2017. Sammen med utbygningen av Johan Sverdrup og flere andre felt, forbeholdt en innhenting i oljepris, vil veksten flate ut frem mot 2023 og gå over i konstant vekst.

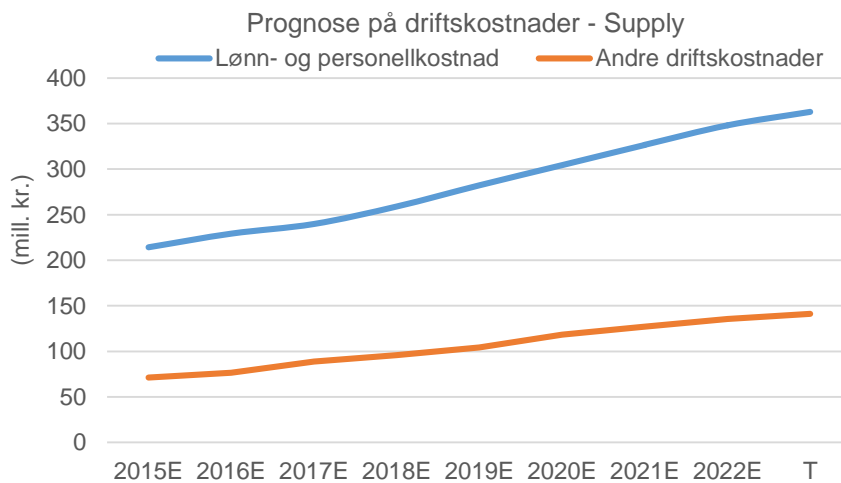


Figur 10-3: Prognose for vekst i driftsinntekter – Supply

Driftskostnader

Forholdet mellom totale driftskostnader over driftsinntekter har vært henholdsvis konstant rundt 60 % over hele analyseperioden. Dette er også gjeldende for bransjen, som har det samme gjennomsnittet. Kostnadene består hovedsakelig av lønn- og personalkostnader og andre driftskostnader. Videre analyse og informasjon fra de foreliggende årsrapportene viser at lønnskostnadene opptar 75 % av de totale driftskostnadene innen supply og subsea. I den strategiske analysen kom vi frem til at Eidesvik bruker mye ressurser på å ta til seg ung personell tidlig og legge til rette for kompetanseheving og intern opplæring. Dette er med på å dyrke en kultur hvor de ansatte ønsker å fortsette i konsernet. På denne måten kan Eidesvik beholde kompetansen innad i konsernet.

Med andre driftskostnader menes alle andre kostnader som ikke relaterer seg til driftspersonell. Hovedsakelig består dette av kostnader forbundet med vedlikehold av skip, klassekostnader, forsikring, reparasjoner og administrasjonskostnader. Med tanke på at flåten utover perioden vil eldes, vil dette medføre økte kostnader for vedlikehold og klassering. Dermed forventer vi at kostnadene forbundet med reparasjon og vedlikehold vil øke jevnt frem mot konstant vekst. For prognosen beregnes totale driftskostnader som 58 % av driftsinntekt, med en økende andel frem mot konstant vekst.

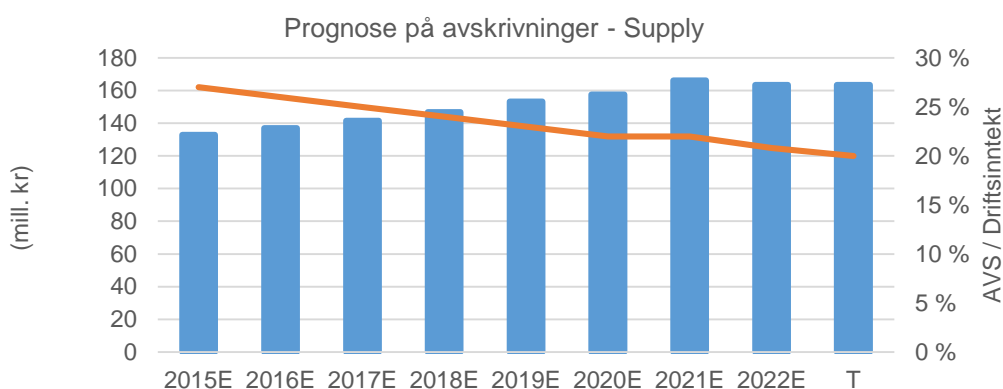


Figur 10-4: Forventet utvikling kostnader – Supply

Avskrivninger

Under lønnsomhetsanalysen konkluderes det med at Eidesvik har en høyere andel totale avskrivninger i forhold til driftsinntekter sammenlignet med bransjen. Dette kommer som følge av at inntektene til seismikk er på bareboat-avtaler. Dette reduserer inntektene, men avskrivningene vil fortsatt være de samme som med tidscerteparti. Dette vil bli nærmere diskutert under prognosen til seismikk.

Avskrivningene som tilhører supply har økt jevnt over analyseperioden fra 16 % av driftsinntektene til 30 % i 2013. Eidesvik har fått levert tre nye skip over denne perioden, men inntektene har ikke økt i samme grad. Sammenlignet med bransjen er avskrivninger på 30 % mer enn dobbelt så høyt som gjennomsnittet. Som presisert under prognosen av inntekt, forventer vi at en økt etterspørsel etter miljøvennlige fartøy på kort sikt. Dette vil resultere i en lavere andel avskrivninger sett i forhold til driftsinntekt og vi forventer på lengre sikt en konvergering mot bransjenivå.

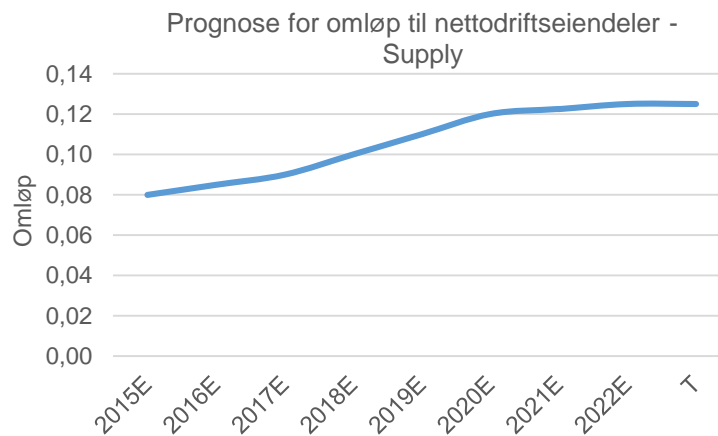


Figur 10-5: Forventet utvikling i avskrivninger - Supply

Omløpet til netto driftseiendeler

I lønnsomhetsanalysen konkluderte vi med at Eidesvik hadde en mindre effektiv kapitalbruk innenfor supply. Omløpet til bransjen var 0,14 mot Eidesvik på 0,08, som resulterte i en omløpsulempe. Omløpsulempen er et resultat av høy kapitalbinding i nyere flåte, samt at teknologien innenfor LNG er kapitalkrevende. Det er ventet en lavere investeringstakt fremover, ettersom majoriteten av investeringene vedrørende fornyelse av flåten allerede er tatt. Lavere investeringer i budsjettperioden vil resultere i økt omløp, som gradvis trekkes mot bransjegjennomsnittet. Høyere betalingsvillighet for miljøvennlige løsninger vil også indirekte påvirke omløpet gjennom driftsinntektsvekst, uten tilsvarende økning i investeringer.

Langsiktig omløp er satt til 0,125 som er konvergeringsgrensen til bransjen. Dette er lavere enn bransjegjennomsnittet i dag, som er et resultat av teknologiutviklingen som fører til høyere kapitalbinding.



Figur 10-6: Utvikling i omløp til netto driftseiendeler – Supply

10.2.2 Prognose for subsea

Subsea er et satsningsområde for Eidesvik. Flåten har nylig blitt oppdatert med ”Seven Viking” som ble levert i 2013, samtidig som de venter levering av ”TBN 365” i 2015. Ved denne oppgraderingen består flåten av relativt nye skip med avansert teknologi, sett i forhold til bransjen. Inntektene innenfor segmentet knytter seg nå til totalt fem konstruksjonsfartøy som alle opererer på langsiktige kontrakter, hovedsakelig med Subsea 7.

Fartøy	Segment	Klient	2014	2015	2016	2017	2018	2019	
Acergy Viking	Subsea	Subsea 7	Kontrakt		Opisjon				
Seven Viking	Subsea	Subsea 7	Kontrakt						
Subsea Viking	Subsea	Subsea 7	Kontrakt					Opisjon	
Viking Poseidon	Subsea	Veolia	Kontrakt			Opisjon			
Viking TBN 365	Subsea	Levering mars 2015		Kontrakt					

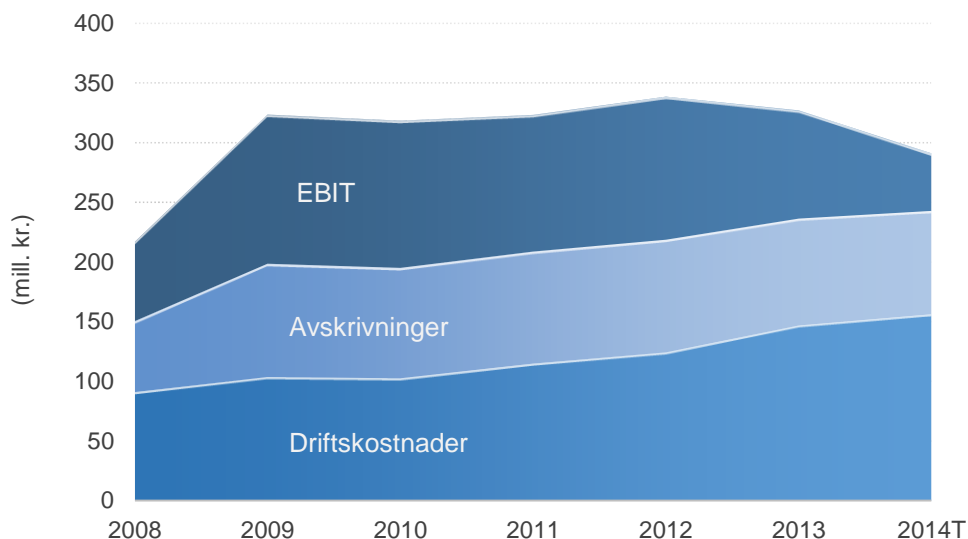
□ = Opsjon
■ = Kontrakt

Tabell 10-1: Kontraktsdekning - Subsea

Driftsinntekter

Gjennom analyseperioden har driftskostnadene innenfor subsea vært økende, mens inntektene har hatt en tilsvarende nedgang. Sett i forhold til bransjen er dette gjeldende for

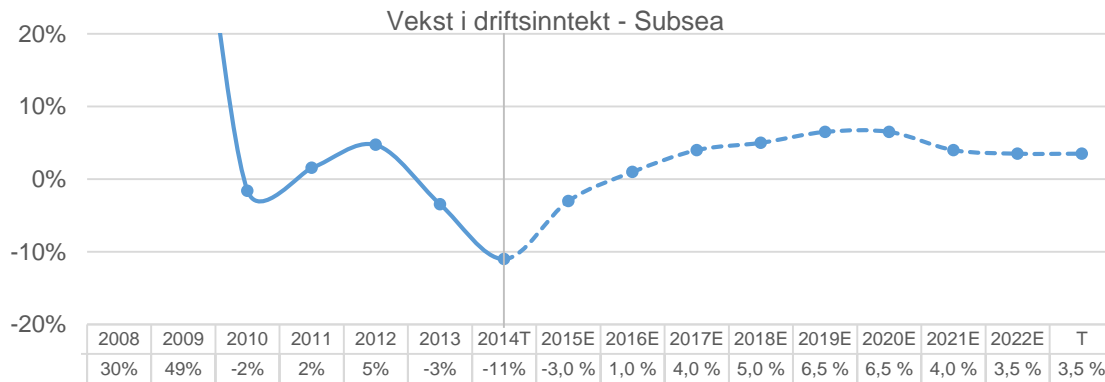
flere aktører. DOF har på samme tid økt sine inntekter med ca. 150 %, og klart å opprettholde marginen. Gjennomsnittlig har Eidesvik hatt en årlig vekst i omsetning på 13 %, mens bransjen som helhet hadde et snitt på 18 %.



Figur 10-7: Historisk utvikling - Subsea

Subsea er et segment, i motsetning til seismikk, som er ansett til å reagere sen-syklisk ved endrede markedsforhold. Tilgjengelige analyser gjennomført av ulike meglerhus forventer en nedgang opp imot 30 % i antall nye subsea-brønner for de neste tre årene sammenlignet med 2010 - 2013. Sammen med en generell nedgang i ordreserve hos subseaselskapene, er dette med å skape en forventning om et tøft marked fremover. På lengre sikt forventer vi et skift mot en større andel subseakonstruksjoner, i forhold til overflatekonstruksjoner. Dette støttes opp med oljeselskapene sine forventninger om å konstruere omfattende produksjonskonstruksjoner hvor hele anlegg befinner seg under havet.

Eidesvik har kontraktsdekning på alle skipene fremover, samtidig som "TBN 365" med levering neste år, allerede er tildelt kontrakt med Technip. Selv om skipene har kontraktsdekning, anser vi at den negative veksten vil fortsette til og med 2015 som følge av lave rater. Vi forventer en svak oppgang i omsetningsvekst for 2015-2017, med en stabilisering frem mot 2023.

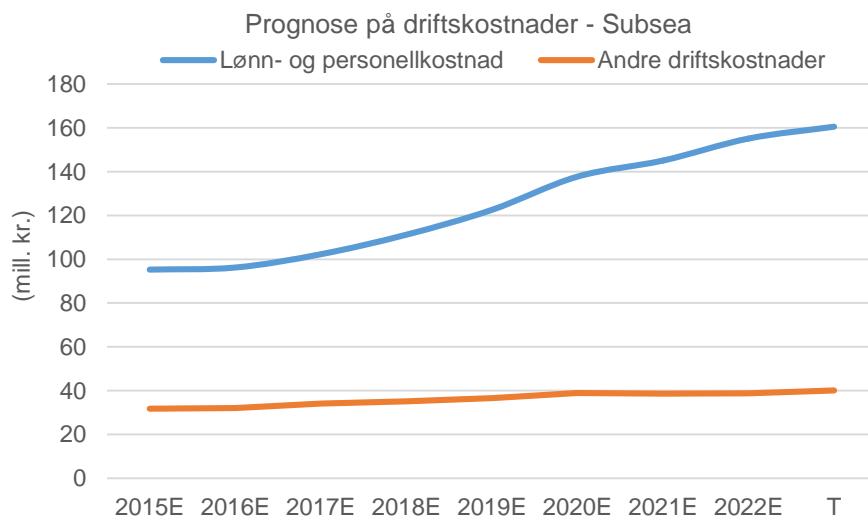


Figur 10-8: Prognose for vekst i driftsinntekter – Subsea

Driftskostnader

Andelen driftskostnader sett i forhold til driftsinntekt, har historisk variert fra 32 % til 42 %, med et gjennomsnitt på 36 %. Sammenlignet med bransjen er dette lavt. Eidesvik har en vesentlig mindre subseaflåte enn de andre aktørene. Samtidig som flere av fartøyene er på kontrakter i fellesskap med både Reach Subsea og Subsea 7, som utstyrrer skipene med ROV`er og tilpasset personell for å drifte dem. Dette går på bekostning av den totale driftsinntekten, men bidrar til en høyere driftsmargin.

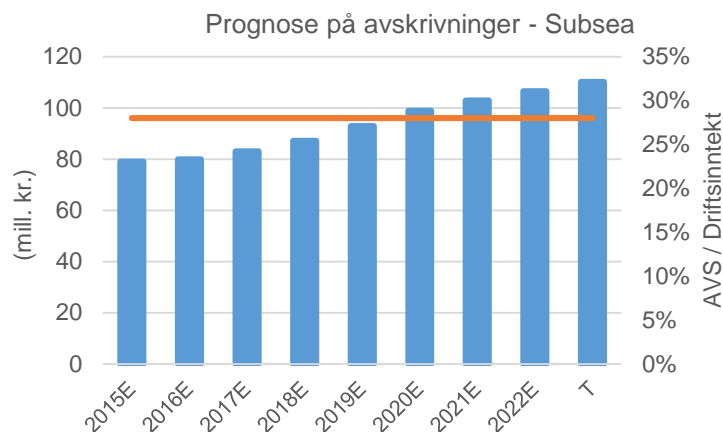
Som nevnt under forrige segment, består driftskostnadene av lønn- og andre driftskostnader, med en historisk fordeling på 75/25. Dette forholdet er ventet å endres med en økt andel mot lønn som følge av at Eidesvik satser innen subsea og vil kunne på sikt anskaffe spesialisert personell og utstyr selv. Dette vil bidra til økte kostnader totalt sett, men også økte inntekter og avskrivninger.



Figur 10-9: Forventet utvikling kostnader - Subsea

Avskrivninger

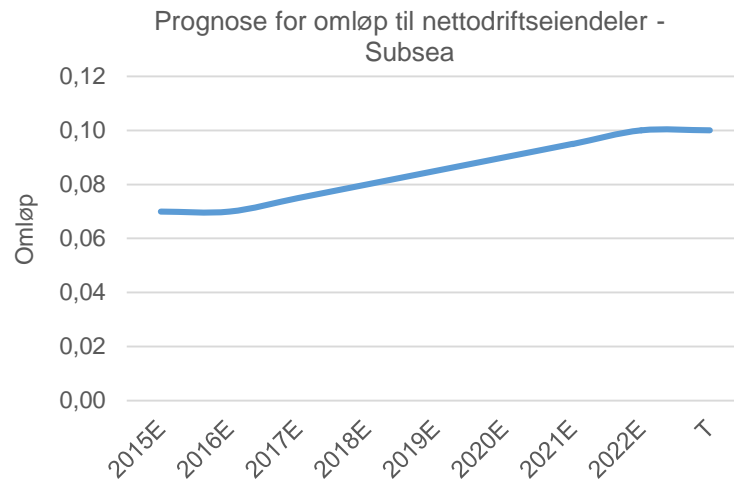
Eidesvik sine subseafartøy er relativt nye. Inkludert skipet med levering neste år, har de en gjennomsnittsalder på 6 år (bransje: 8 år). I regnskapsanalysen ser vi at avskrivningene i absolutte tall har mer enn tredoblet seg over perioden, men holdt seg konstant på 28 % som andel av driftsinntekter. Det ventes at dette forholdet vil fortsette for prognosen og avskrivningene vil øke i takt med veksten i inntekt.



Figur 10-10: Forventet utvikling i avskrivninger - Subsea

Omløpet til netto driftseiendeler

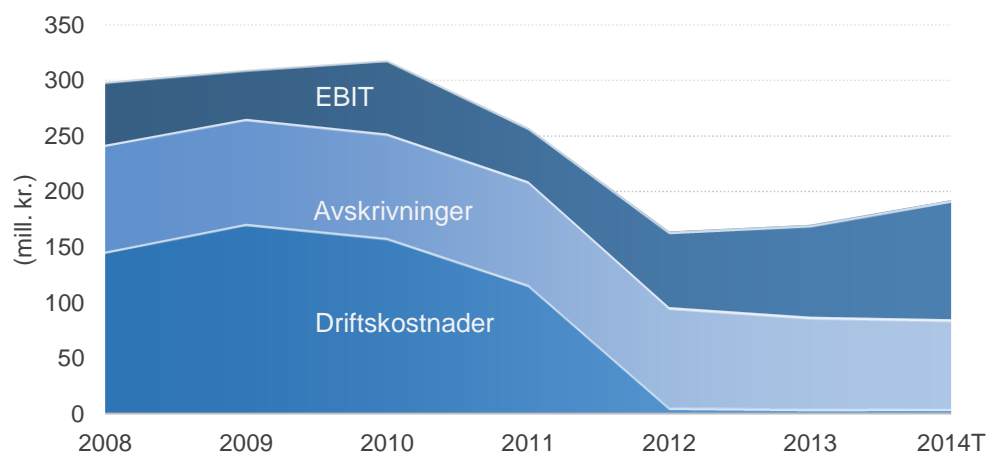
I lønnsomhetsanalysen i kapittel 8 observerte vi en omløpsulempe innen subsea sett i forhold til bransjen. Med et omløp til netto driftsmidler på 0,07, er dette halvparten av effektiviteten innen samme segment som for bransjen. Dette stammer fra høye investeringer i en moderne flåte der anskaffelseskosten er høyere enn tidligere, siden skipene nå er mer høy teknologiske. Nyinvesteringene er svært kapitalintensive og påvirker omløpet i stor grad som følge av en liten flåte. Eidesvik har uttalt at subsea er et segment de velger å satse på og har selv god tro på utsiktene fremover. Vi er av den oppfatning at de høye nyinvesteringene vil over de neste årene kunne bidra til en økt driftsinntekt, som vil resultere i et gradvis høyere omløp over perioden.



Figur 10-11: Utvikling i omløp til NDE – Subsea

10.2.3 Prognose for seismikk

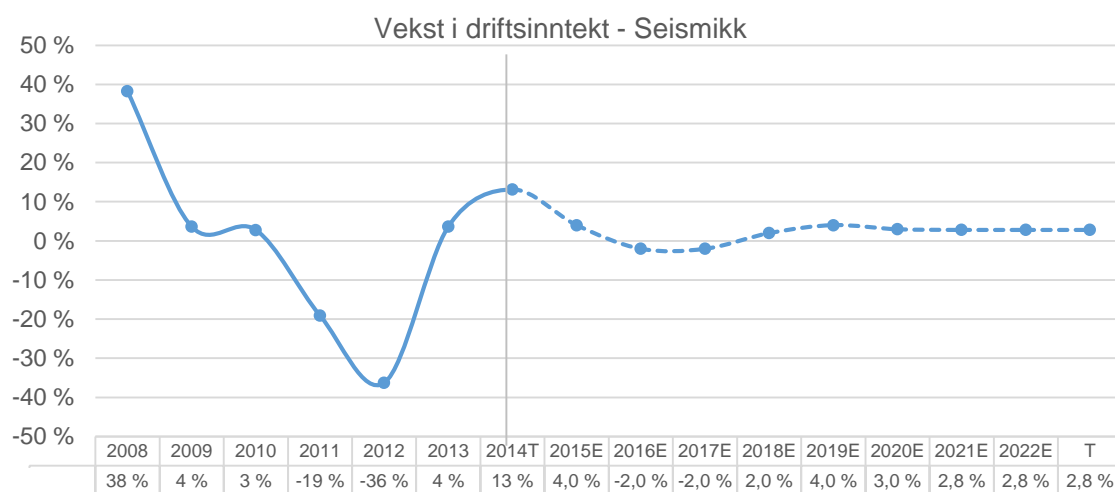
Eidesvik har i analyseperioden gjennomgått flere strukturelle endringer innenfor seismikk. Som tidligere nevnt gikk samtlige kontrakter over til bareboat-avtaler i 2011 ved etableringen av et felles kontrollert driftsselskap med CGGVeritas. Denne endringen medførte en begrensning i risikoen for Eidesvik sin del siden leietaker nå står for den løpende driften av fartøyene. Dette medfører at risikoen reduseres til å nå kun omfatte leietakers betalingskapasitet, hva restverdien på fartøyene vil være når leiekontrakten utløper og i mindre grad de gjeldende markedsforholdene. På denne måten sikres nedsiden ved fall i rater, men på andre siden vil en eventuell oppgang også være fraværende. Vi forutsetter at Eidesvik vil fortsette sitt samarbeidet med CGGVeritas om bareboat-avtaler for sine seismikkskip fremover.



Figur 10-12: Historisk utvikling – Seismikk

Driftsinntekter

Markedet for seismikk har de siste årene vært turbulent. Funnraten de siste tre årene har aldri vært lavere enn den er i dag og oljeselskapene på norsk sokkel revurderer nå sine letestrategier. I kombinasjon med det store fallet i oljepris og høyt fokus på kostnadskutt, merkes den reduserte aktiviteten hos seismikkoperatørene. Ved en fortsettelse i samme konjunktur, vil en innhenting i etterspørselen etter seismikktjenester være avhengig av en økt oljepris. Som en følge av dette forventes det en nedgang frem mot 2017 før veksten vil ta seg opp og stabilisere seg frem mot konstant vekst.



Figur 10-13: Prognose for vekst i driftsinntekter – Seismikk

Driftskostnader

Med overgangen til bareboat-charters, ble driftskostnadene redusert fra over 50 % av driftsinntektene til under 3 %. Ved en videreføring med denne chartertypen, vil nivået forventes å følge en stabil utvikling. Kostnadene knytter seg hovedsakelig til administrasjonskostnader, ettersom lønn- og driftskostnader dekkes av leietaker.

Avskrivninger og omløp til nettodriftseiendeler

Seismikkfartøyne som Eidsvik opererer er delt mellom egeneide og to som eies sammen med CGGVeritas via felles kontrollert virksomhet. De to sistnevnte inngår i regnskapet for de felles kontrollerte virksomhetene og vil bli hensyntatt der for den videre prognostiseringen.

Seismikkflåten er vesentlig eldre enn resten av Eidsvik sine fartøy, med en gjennomsnittsalder på 14 år. Det eldste skipet *Viking Vision* er 21 år, mens det nyeste er fra 2008. Dette indikerer at flåten er sammensatt via kontinuerlig kontrahering og danner et

representativt bilde for en fremtidig flåtesammensetning. Avskrivningene innen seismikk har vist seg å holde et stabilt nivå over de siste årene med et gjennomsnitt på 49 % av driftsinntektene, som vi anser som representativt for prognostiseringen fremover.

De nyeste kontraheringene for seismikkflåten ble gjort i 2011 og eies via felles kontrollert virksomhet. Dette medfører at skipene ikke fremkommer i balansen til Eidesvik og resultatandelen fra dem føres direkte via egenkapitalmetoden. Dette innebærer at driftseiendelene vil i hovedsak bestå av de egneide fartøyene. Dermed vil omløpet indikere den fremtidige utviklingen i netto driftseiendeler. Historisk sett driftes det med en høy utnyttelsesgrad for seismikkfartøyene og behovet for store nyinvesteringer på kort sikt er begrenset. For videre prognostisering for omløpet til nettodriftseiendeler antas det et stabilt nivå på 0,035.

10.2.4 Prognose for annen virksomhet

«Annen virksomhet» knytter seg til poster som ikke kan direkte allokere til de tre andre primærsegmentene, som f.eks. skip under bygging. I tillegg har vi her valgt å inkludere fremtidige gevinster i forbindelse ved salg av skip. I den analyserte perioden fremkommer det sporadiske inntekter knyttet til gevinst ved salg av skip og det er vanskelig å se noen klar trend. Dette gir oss en indikasjon på at selskapets evne til å kontrahere fartøy til gunstige priser og selge på de rette tidspunktene er tilstede, jamfør den interne analysen. Dermed vil denne inntekten være viktig å inkludere i den fremtidige prognosen. Gjennomsnittlig over perioden har de hatt inntekt før skatt fra salg av skip på ca. 40 millioner kroner per år. Som følge av at denne inntekten er meget usikker og kan variere mye, har vi valgt å benytte oss av en ekstra årlig inntekt på 30 millioner kroner som vil øke i takt med inflasjonen på 2,5 %. For de øvrige inntektene og kostnadene har vi valgt å basere disse på hvor stor andel de er av det tidsvektede gjennomsnittet for totale inntekter og totale kostnader, henholdsvis 2 % og 13 %.

10.2.5 Prognose for felles kontrollert virksomhet

De felleskontrollerte virksomhetene består av to operatørselskap og tre seismikk- og subseafartøy. Utviklingen fremover vil dermed bestemmes av etterspørselsforhold i de nevnte segmentene som tidligere prognostisert. Historisk ser vi at resultatandelen har utgjort ca. 35 % av resultatet fra de to segmentene, som også antas å være gjeldende for fremtiden.

10.2.6 Skatt i prognostiseringen

Den normaliserte driftsskattesatsen ble i regnskapsanalysen beregnet til å være ~18 %. Avviket fra den nominelle skattesatsen skyldes i hovedsak at Eidesvik er underlagt rederiskatteordningen, samt ulikt skatteregime for inntekter opptjent i utlandet. I følge siste kvartalsrapport har selskapet ingen poster knyttet til utsatt skatt. Det vil derfor ikke være aktuelt å foreta en konkret verdsettelse av skatteposisjoner.

Det har i den siste tiden vært usikkerhet knyttet til omlegging av beskatning og for å fange opp denne usikkerheten velger vi å foreta en sensitivitetsanalyse for å belyse ulike utfall. I prognosen velger vi å benytte oss av den normaliserte driftsskattesatsen.

10.2.7 Valuta

Konsernet opererer internasjonalt og er eksponert for kurssvingninger i flere valutaer. Valutarisiko oppstår fra fremtidige fraktinntekter, balanseførte finansielle eiendeler og gjeld i annen valuta. En riktig behandling av valutarisikoen ville vært å foreta en separat budsjettering av kontantstrømmer i valutaen de oppstår i, for så å diskontere med et avkastningskrav i den aktuelle valutaen. Nåverdien kunne så vært omregnet til spotkurs på verdsettelsestidspunktet (Kaldestad & Møller, 2011).

Årsrapporten gir lite informasjon om hvilke kontrakter, eller segmenter valutaeksponeringen relaterer seg til. Det vil derfor være vanskelig for oss som eksterne analytikere å foreta en separat vurdering til hvilke kontantstrømmer som skal budsjetteres i fremmed valuta. Selskapet foretar selv risikostyring for å minimere valutarisiko. Elementer som inngår i risikostyringen er bruk av valuta- og renteinstrumenter, samt opptak av gjeld i samme valuta som de forventede innbetalinger av fraktinntekter er i.

10.2.8 Prognose for netto driftsresultat

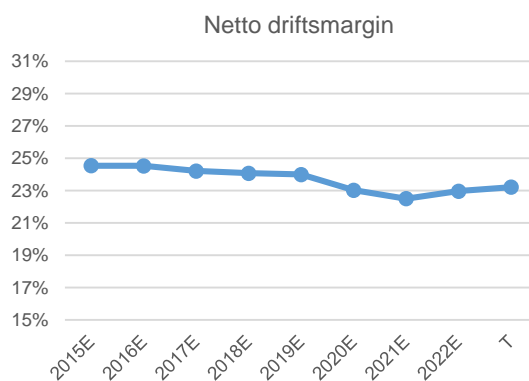
I tabell 10-2 presenteres forventet netto driftsresultat i sin helhet basert på de drøftete prognosene.

(Alle tall i NOK mill.)	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	T
Seismikk driftsinntekt	200,1	196,1	192,2	196,0	203,8	210,0	215,8	221,9	228,1
Subsea driftsinntekt	282,3	285,2	296,6	311,4	331,6	353,2	367,3	380,2	393,5
Supply driftsinntekt	492,1	526,6	566,1	611,4	666,4	716,4	755,8	786,0	817,4
Annen inntekt	20,5	21,2	22,2	23,5	25,3	26,9	28,1	29,2	30,2
Gevinst ved salg av skip	30,0	30,8	31,5	32,3	33,1	33,9	34,8	35,7	36,6
Sum inntekter	1 025,0	1 059,8	1 108,5	1 174,6	1 260,2	1 340,4	1 401,9	1 452,9	1 505,8
Lønn og personalkostnader	-309,4	-325,3	-342,0	-370,1	-404,7	-442,1	-471,6	-503,2	-523,4
Andre driftskostnader	-164,2	-172,2	-190,5	-203,5	-219,7	-243,2	-256,7	-270,8	-281,7
Avskrivninger	-314,0	-316,9	-322,7	-334,1	-350,3	-363,8	-375,8	-379,5	-390,2
Totale driftskostnader	-787,6	-814,4	-855,2	-907,6	-974,8	-1 049,1	-1 104,1	-1 153,5	-1 195,4
Driftsresultat	237,4	245,4	253,3	266,9	285,5	291,2	297,7	299,4	310,4
Driftsrelatert skatt	-42,9	-44,4	-45,8	-48,3	-51,6	-52,7	-53,8	-54,1	-56,1
Nettoresultat fra felles kontrollert virksomhet	57,0	58,9	60,8	64,1	68,5	69,9	71,5	88,4	95,2
Netto driftsresultat	251,5	259,9	268,3	282,7	302,4	308,5	315,4	333,6	349,5

Tabell 10-2: Prognose på netto driftsresultat

10.3 Netto driftsmargin

Ut i fra prognosen for netto driftsresultat, har vi nå anledning til å undersøke den fremtidige forventede lønnsomheten for Eidesvik. Dette illustreres først her via netto driftsmargin. Som tidligere predikert under analysen, ser vi her en avtagende driftsmargin gjennom budsjettperioden. Dette kommer som følge av en konvergering mot bransjesnitt samt at de marginene som foreligger i dag er historisk høye.



Figur 10-14: Prognose på netto driftsmargin

10.4 Omløp til netto driftseiendeler

Ved å addere de prognosisterte omløpene fra segmentene, finner vi selskapets totale omløp til netto driftseiendeler. Med den budsjetterte veksten i driftsinntekter, kombinert med lavere investeringer enn tidligere, antas det en økning i omløp til netto driftseiendeler over perioden. Denne vil stabilisere seg i takt med veksten i driftsinntektene.

Ut i fra prognosen for omløpet, blir netto driftseiendeler fastsatt av følgende formel.

$$\text{Netto driftseiendeler}_T = \frac{\text{Driftsinntekt}_{T+1}}{\text{Omløp til netto driftseiendeler}_{T+1}}$$

(Eiendeler oppgitt i NOK mill.)	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	T
Omløp fra supply	0,080	0,085	0,090	0,100	0,110	0,120	0,123	0,125	0,125
Omløp fra subsea	0,070	0,070	0,075	0,080	0,085	0,090	0,095	0,100	0,100
Omløp fra seismikk	0,035	0,035	0,035	0,035	0,035	0,035	0,035	0,035	0,035
Omløp fra annen virksomhet	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005
Omløp til netto driftseiendeler	0,190	0,195	0,205	0,220	0,235	0,250	0,258	0,265	0,265
Netto driftseiendeler	5 435	5 407	5 339	5 363	5 361	5 444	5 483	5 682	5 938
Endring i netto driftseiendeler	608	-27	-68	24	-1	83	38	200	256

Tabell 10-3: Prognose på omløp til nettodriftseiendeler og endring i netto driftseiendeler

10.5 Netto driftsrentabilitet

Lønnsomheten over perioden uttrykkes her ved netto driftsrentabilitet. Denne estimeres ved å multiplisere omløpet og netto driftsmargin. Dette forholdstallet retter seg mot lønnsomheten til den aktivaene som står for den normale driften og verdiskapingen.

(Alle hele tall i NOK mill.)	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	T
Netto driftsresultat	251	260	268	283	302	308	315	334	350
Driftsinntekter	1 025	1 060	1 108	1 175	1 260	1 340	1 402	1 453	1 506
Netto driftsmargin	24,5 %	24,5 %	24,2 %	24,1 %	24,0 %	23,0 %	22,5 %	23,0 %	23,2 %
Driftsinntekter	1 025	1 060	1 108	1 175	1 260	1 340	1 402	1 453	1 506
Netto driftseiendeler	5 435	5 407	5 339	5 363	5 361	5 444	5 483	5 682	5 940
Omløp til netto driftseiendeler	0,190	0,195	0,205	0,220	0,235	0,250	0,258	0,265	0,265
Netto driftsrentabilitet	4,7 %	4,8 %	5,0 %	5,3 %	5,6 %	5,8 %	5,8 %	6,1 %	6,2 %

Tabell 10-4: Netto driftsrentabilitet

10.5.1 Analyse av strategisk fordel

Den strategiske driftsfordelen finnes ved å se på differansen mellom netto driftsrentabilitet og netto driftskrav. Netto driftskravet for perioden er fastsatt under estimering av fremtidskravet.

	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	T
Netto driftsrentabilitet	4,7 %	4,8 %	5,0 %	5,3 %	5,6 %	5,8 %	5,8 %	6,1 %	6,2 %
Netto driftskrav (WACC)	6,2 %	6,2 %	6,2 %	6,2 %	6,2 %	6,2 %	6,2 %	6,2 %	6,2 %
Strategisk fordel - drift	-1,5 %	-1,4 %	-1,2 %	-0,9 %	-0,5 %	-0,4 %	-0,4 %	-0,1 %	0,0 %

Tabell 10-5: Strategisk fordel drift

Den historiske lønnsomhetsanalysen viste at Eidesvik hadde en strategisk driftsulempe. Gitt forholdene fra prognostiseringen ventes det at ulempen gradvis vil avta og gå mot bransjegjennomsnittet, for så bli eliminert frem mot konstant vekst.

10.6 Fri kontantstrøm fra drift

Med bakgrunn i foregående prognoser har vi beregnet oss frem til følgende kontantstrømmer for perioden 2015 til 2023. Fri kontantstrøm fra drift regnes som netto driftsresultat fratrukket for endring i netto driftseiendeler.

<i>(Alle tall i NOK mill.)</i>	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	T
Seismikk driftsinntekt	200,1	196,1	192,2	196,0	203,8	210,0	215,8	221,9	228,1
Subsea driftsinntekt	282,3	285,2	296,6	311,4	331,6	353,2	367,3	380,2	393,5
Supply driftsinntekt	492,1	526,6	566,1	611,4	666,4	716,4	755,8	786,0	817,4
Annen inntekt	20,5	21,2	22,2	23,5	25,3	26,9	28,1	29,2	30,2
Gevinst ved salg av skip	30,0	30,8	31,5	32,3	33,1	33,9	34,8	35,7	36,6
Sum inntekter	1 025,0	1 059,8	1 108,5	1 174,6	1 260,2	1 340,4	1 401,9	1 452,9	1 505,8
Lønn og personalkostnader	-309,4	-325,3	-342,0	-370,1	-404,7	-442,1	-471,6	-503,2	-523,4
Andre driftskostnader	-164,2	-172,2	-190,5	-203,5	-219,7	-243,2	-256,7	-270,8	-281,7
Avskrivninger	-314,0	-316,9	-322,7	-334,1	-350,3	-363,8	-375,8	-379,5	-390,2
Totale driftskostnader	-787,6	-814,4	-855,2	-907,6	-974,8	-1 049,1	-1 104,1	-1 153,5	-1 195,4
Driftsresultat	237,4	245,4	253,3	266,9	285,5	291,2	297,7	299,4	310,4
Driftsrelatert skatt	-42,9	-44,4	-45,8	-48,3	-51,6	-52,7	-53,8	-54,1	-56,1
Nettoresultat fra felles kontrollert virksomhet	57,0	58,9	60,8	64,1	68,5	69,9	71,5	88,4	95,2
Netto driftsresultat	251,5	259,9	268,3	282,7	302,4	308,5	315,4	333,6	349,5
Endring i netto driftseiendeler	607,9	-27,4	-68,3	23,7	-1,3	82,7	38,5	199,7	255,7
Fri kontantstrøm fra drift	-356,4	287,3	336,6	259,0	303,7	225,8	276,9	133,9	93,8

Tabell 10-6: Fri kontantstrøm fra drift

11. Fundamental verdsettelse

Ved å benytte det fastsatte fremtidskravet og neddiskontere de fremtidige kontantstrømmene, samt terminalverdien, kan vi estimere nåverdien av Eidesvik sin Enterprise Value. I kapittel 3.2 diskuterte vi vårt valg av modell for verdsettelse og valgte å benytte oss av fri kontantstrøm til nettodriftsmidler (FCF^{NDM}). Verdien på egenkapitalen vil således verdsettes indirekte gjennom Enterprise Value ved å trekke fra netto finansiell gjeld og minoritetsinteresser. Egenkapitalen divideres så med antall utestående aksjer for å få endelig verdiestimat per aksje.

<i>(Alle tall i NOK mill.)</i>	2014	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	T
Fri kontantstrøm fra drift		-356,4	287,3	336,6	259,0	303,7	225,8	276,9	133,9	93,8
Diskonteringsfaktor		1,062	1,128	1,197	1,271	1,350	1,434	1,522	1,617	
Nåverdi 2015 - 2022	1 051,1	-335,7	254,8	281,1	203,7	224,9	157,5	181,9	82,9	
Nåverdi av terminalledd	2 279,1								3 684,4	
Enterprise Value	3 330,2									
Netto finansiell gjeld	2 472,9									
Minoritetsinteresser	99,0									
Verdi av egenkapital	758,2									
Antall utestående aksjer (#)	30 150 000									
Verdiestimat per aksje (kr)	25,15									

Tabell 11-1: Neddiskontering av kontantstrømmer og verdiestimat per aksje

12. Simulering

Verdiestimatet som fremkommer av den fundamentale verdsettelsen bygger på at det eksisterer en sammenheng mellom historisk- og fremtidig avkastning, samt at vi legger til våre antagelser om fremtiden. For å få en rimelighetssjekk av vårt verdiestimat foretas det en analyse av de usikre faktorene for å se hvordan usikkerheten påvirker vårt verdiestimat. Først gjennomføres det en sensitivitetsanalyse ved å endre de parameterne som det er knyttet størst usikkerhet til og for å analysere utslag i estimert aksjepris. I tillegg utføres det en scenarioanalyse hvor prognosen vil avhenge av endring i ulike makroøkonomiske forhold for å så sammenlignes med vårt allerede estimerte «base case».

12.1 Sensitivitetsanalyse

Sensitivitet i aksjepris - skattesats og risikofri rente						
Risikofri rente		Skattesats				
		16 %	17 %	18 %	19 %	20 %
	3,21%	8,62	6,24	3,87	1,49	-0,88
	2,71%	18,56	15,89	13,22	10,55	7,88
	2,21%	31,25	28,20	25,15	22,10	19,04
	1,71%	48,06	44,50	40,94	37,38	33,82
	1,21%	71,47	67,19	62,92	58,64	54,37

Tabell 12-1: Sensitivitetsanalyse - skatt og risikofri rente

Ettersom rentene på statsobligasjoner befinner seg på et historisk lavt nivå valgte vi å foreta en skjønnsmessig justering for å få et bedre estimat på renten for fremtiden. Justeringer samt valg om å benytte en kort- eller lang rente vil påvirke vårt verdiestimat, og som det fremkommer av tabellen ovenfor ville aksjeprisen vært høyere dersom vi hadde lagt til grunn en lavere rente i vår verdsettelsesmodell.

I fremtidsregnskapet har vi benyttet den normaliserte driftsskattesatsen på 18 %. Av det faktum at Eidesvik opererer innenfor områder med ulik selskapsbeskatning, vil en eventuell omorganisering av virksomheten til andre områder medføre ulik beskatning. Ved små endringer i skattesatsen vil aksjeprisen endre seg drastisk.

Sensitivitet i aksjepris - WACC og vekst i terminal						
Vekst i terminal		WACC				
		5,19 %	5,69 %	6,19 %	6,69 %	7,19 %
	4,0%	126,14	68,86	37,50	17,60	3,78
	3,8%	100,97	56,32	30,13	12,83	0,48
	3,6%	85,73	48,17	25,15	9,51	-1,86
	3,4%	67,52	37,82	18,57	5,02	-5,08
	3,2%	55,84	30,80	13,95	1,79	-7,45

Tabell 12-1: Sensitivitetsanalyse - WACC og terminalvekst

Vi har valgt å presentere vekstfaktoren som brukes i terminalverdien sammen med WACC for å få en indikasjon på hvor sensitivt vårt verdiestimat er. Store deler av verdien ligger i terminalverdien (68 %). Dette medfører at aksjeprisen varierer mye ved endring av parameterne som brukes i nevneren ved utregningen av terminalverdien. Relativt små endringer gir store utslag i vårt verdiestimat, noe som også har sammenheng med at Eidesvik har en høy gjeldsgrad. Risikovurderingene som ble gjennomført i kapittel 6 har direkte innvirkning på hvilken gjeldskostnad som legges til grunn i WACC og ettersom gjelden utgjør store deler av vektningen gir små endringer store utslag.

12.2 Scenarioanalyse

Slik det fremgikk av sensitivitetsanalysen vil aksjeprisen være sensitiv for endringer i enkeltparametere, men endringer vil sjelden komme alene. Det vil derfor ha begrenset verdi å tillegge en statistisk sensitivitetsanalyse for mye vekt. For å få bedre innsikt velger vi å foreta en scenarioanalyse der vi setter opp ulike scenarioer som hver for seg representerer hvordan aksjeverdien påvirkes dersom framtidsutsiktene er forskjellig fra vårt ”base case”.

De ulike scenarioene vil fremkomme ved at vi setter sammen realistiske kombinasjoner av de mest kritiske forutsetningene som representerer vært sitt scenario. For å få belyst innvirkningen av endrede forutsetninger på en best mulig måte, velger vi å endre verdidriverne mer aggregert enn i prognostiseringen. Driverne i scenarioanalysen er vekst i driftsinntekter, netto driftsmargin og omløpet til netto driftseiendeler.

12.2.1 Historisk utvikling

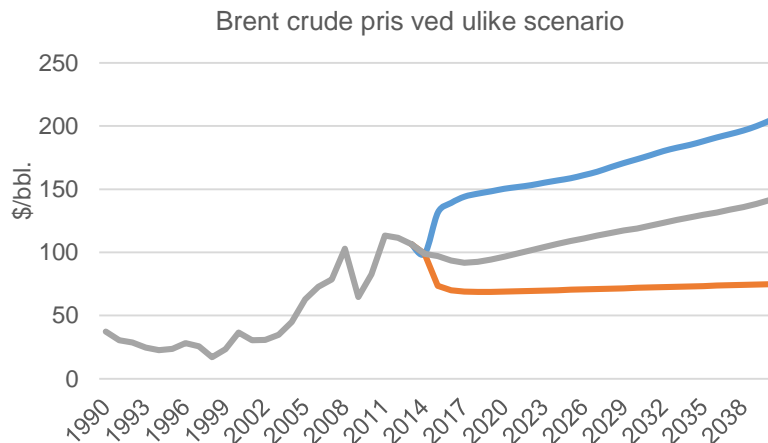
Vårt første scenario tar utgangspunkt i Eidesvik sin historiske utvikling. Fra lønnsomhetsanalysen kom det frem at Eidesvik har satset stort på å utvide og fornye flåtesammensetningen, som medfører høy kapitalbinding i en moderne flåte. Som følge av dette opprettholdes et lavt omløp for så å konvergere mot bransjegjennomsnittet. Driftsinntektsveksten er relativt svak, men driftsmarginen opprettholdes som følge av høy etterspørsel i markedet.

(Alle tall i NOK mill.)	2014	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	T
Fri kontantstrøm fra drift		-535,3	-33,1	-32,5	134,2	730,3	16,4	20,0	23,8	73,2
Diskonteringsfaktor		1,062	1,128	1,197	1,271	1,350	1,434	1,522	1,617	
Nåverdi 2015 - 2022	125,2	-504,1	-29,4	-27,2	105,6	540,9	11,5	13,1	14,7	
Nåverdi av terminalledd	3 809,2								6 157,9	
Enterprise Value	3 934,4									
Netto finansiell gjeld	2 472,9									
Minoritetsinteresser	99,0									
Verdi av egenkapital	1 362,4									
Antall utestående aksjer (#)	30 150 000									
Verdiestimat per aksje (kr)	45,19									

Tabell 12-2: Verdsettelse ved historisk utvikling

12.2.2 Høy oljepris - "best case"

I scenarioriet "best case", legges det til grunn at den negative utviklingen i oljeprisen snur og kommer opp på 2013 nivå. Økt oljepris vil medføre økte investeringer i oljesektoren ettersom flere felt blir lønnsomme å utvinne. Under illustreres EIA sin prognose på oljeprisen ved ulike scenario. I denne prognosen legges det til grunn en økning i pris samsvarende med den blå utviklingen.



Figur 12-1: Utvikling i oljepris ved ulike scenario (Kilde: EIA, 2014)

Økt pris vil føre til at en større aktivitet i offshoresektoren setter press på kapasiteten som fører til økte marginer. Marginene vil imidlertid ikke gå så mye høyere enn de er i dag ettersom markedet allerede har økt tilgjengelig tonnasje. I tillegg til høy oljepris setter myndighetene press på næringen for å stimulere til mer miljøvennlige løsninger, som medfører at Eidesvik har et fortrinn i sine miljøvennlige skip. Dette medfører at driftsinntektsveksten vil konvergere mot 10 % i 2019 for å så gå mot en langsiktig vekst på

4,5 %. Driftsmarginen vil gå mot 30 % og stabilisere seg mot et langsiktig nivå på 25 %. Omløpet vil holdes lavt i starten av perioden på grunn av økte investeringer for så å gå mot en langsiktig likevekt på 0,29 som er bransjegjennomsnittet.

<i>(Alle tall i NOK mill.)</i>	2014	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	T
Fri kontantstrøm fra drift		-535,3	136,2	4,5	15,0	574,5	74,9	196,7	156,8	146,2
Diskonteringsfaktor		1,062	1,128	1,197	1,271	1,350	1,434	1,522	1,617	
Nåverdi 2015 - 2022	336,2	-504,1	120,8	3,7	11,8	425,5	52,2	129,2	97,0	
Nåverdi av terminalledd	5 357,8								8 661,4	
Enterprise Value	5 694,0									
Netto finansiell gjeld	2 472,9									
Minoritetsinteresser	99,0									
Verdi av egenkapital	3 122,0									
Antall utestående aksjer (#)	30 150 000									
Verdiestimat per aksje (kr)	103,55									

Tabell 12-3: Verdsettelse i "best case" scenario

12.2.3 Vedvarende lav oljepris - "worst case"

"Worst case" scenario tar utgangspunkt i at oljeprisen fortsatt holdes på et lavt nivå, og at markedet preges av overkontrahering som vil føre til lave rater. Utgangspunktet for utvikling i oljepris er oransje bane fra figur 12-1. Dette vil medføre at Eidesvik ikke får uttelling for sine foretatte investeringer, samtidig som kundene ikke benytter seg av opsjonene som foreligger på kontraktene i dag. Fartøyene vil ende opp i spotmarkedet, opplag, eller på annenhåndsmarkedet. Dette gjør at driftsinntektsveksten er negativ i starten av perioden for så å gå mot i langsiktig inflasjon på 2,5 %. Driftsmarginen svekkes, samtidig som omløpet holdes lavt kortsiktig, for å så øke utover perioden ettersom selskapet nedskalierer virksomheten.

<i>(Alle tall i NOK mill.)</i>	2014	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	T
Fri kontantstrøm fra drift		27,0	81,2	39,4	132,2	34,5	78,1	51,2	64,5	74,6
Diskonteringsfaktor		1,062	1,128	1,197	1,271	1,350	1,434	1,522	1,617	
Nåverdi 2015 - 2022	387,9	25,4	72,0	32,9	104,0	25,6	54,5	33,6	39,9	
Nåverdi av terminalledd	2 264,3								3 660,5	
Enterprise Value	2 652,2									
Netto finansiell gjeld	2 472,9									
Minoritetsinteresser	99,0									
Verdi av egenkapital	80,2									
Antall utestående aksjer (#)	30 150 000									
Verdiestimat per aksje (kr)	2,66									

Tabell 12-4: Verdsettelse i "best case" scenario

12.3 Oppsummering simulering

På bakgrunn av simuleringen kommer det frem at aksjeprisen er svært sensitiv for endringer i parameterverdiene som legges til grunn i fremtidsregnskapet. Dersom våre antakelser om et vanskelig marked fremover er ”feil” vil dette ha stor innvirkning på aksjeprisen. Dette gjør seg spesielt gjeldene for de langsiktige forventingene som legges til grunn når selskapet inntar konstant vekst. Usikkerheten indikerer at vårt fundamentale verdiestimat må gis en skjønnsmargin.

13. Komparativ verdsettelse

Som følge av at den fundamentale verdsettelsen baserer seg på våre definerte prognoser, velger vi å gjennomføre en komparativ verdsettelse for å sammenligne prisingen. Komparativ verdsettelse brukes for å undersøke hvordan tilsvarende eiendeler prises i markedet i dag. (Damodaran, 2012) Som påpekt i kapittel 3.1.3 er verdsettelse med multiplikator mye anvendt i praksis grunnet sin enkelhet og kostnadseffektivitet. Sammenlignet med fundamental verdsettelse, fanger en verdsetting med multiplikatorer opp den nåværende stemningen i markedet. Verdivurdering ved hjelp av multipler gjøres ved å se på forholdet mellom sammenlignbare selskaper og verdsettelsesobjektet. McKinsey kommenterer i sin bok tre viktige punkter å ta hensyn til ved bruk av multipler. (Koller, Goedhart, & Wessels, 2010)

1. *Bruk riktig multipler*
2. *Vær konsistent ved beregning av multiplene*
3. *Bruk riktige sammenlignbare selskaper (peers)*

Ettersom Eidesvik opererer innenfor en syklisk bransje er det spesielt viktig å anvende korrekte multipler. Vi har blant annet valgt å ekskludere P/E fra vår analyse. Den utelates grunnet sin avhengighet av selskapenes kapitalstruktur og at inntjeningen i bransjen er svært volatil.

Ved bruk av komparativ verdsettelse er det to hovedgrupper av multipler. Telleren i en multiple kan bestå av enten markedsverdien på aksjekapitalen eller markedsverdien på EV (Enterprise Value). Nevneren kan bestå av en aksjekapital relatert verdi (bokverdi av egenkapital, årsresultat) eller en EV relatert verdi (EBIT, EBITDA). For å unngå inkonsistente multipler må en sørge for å bruke aksjekapital relaterte nevnerer med aksjekapital i teller og EV relaterte nevnerer med EV i teller. (Damodaran, 2012)

Vi har valgt å benytte oss av ulike multipler som vi mener vil gi et representativt grunnlag for verdsettelse på kryss av selskapene.

- EV/Sales – Sammenligner Enterprise Value for et selskap opp imot inntekter
 - Som følge av at inntjening kan variere mye innen vår bransje, vil inntektene kunne gi et bedre inntrykk siden de varierer i mindre grad. Ulempen er at den

ikke vil fange opp forskjeller i driftsmargin, som kan føre til at selskaper med lav lønnsomhet prises kunstig høyt

- EV/EBITDA – Sammenligner Enterprise Value opp imot selskapets driftsresultat
 - I motsetning til P/E, er EV/EBITDA uavhengig av selskapets kapitalstruktur og baserer seg på selskapsverdi. I tillegg justeres det for skjevhet ved ulike avskrivningsmetoder mellom selskapene da avskrivninger utelates
- P/B – Markedsverdi av egenkapital i forhold til den bokførte verdien
 - Gir en indikasjon på hvordan markedet priser selskapets eiendeler i forhold til bokførte verdier. For vår bransje består eiendelene hovedsakelig av skip
- P/NAV – Markedsverdi av egenkapital i forhold til salgsverdi av eiendeler minus gjeld
 - Salgsverdien består her av annenhåndsverdien til fartøyene som er kalkulert ut ifra dens fremtidige kontantstrømmer. NAV kan være problematisk å estimere uten inngående kunnskap om selskapets eiendeler

Som nevnt, vil valg av rett peers være essensielt for å danne et korrekt sammenligningsgrunnlag. Selskapene bør være sammenlignbare med hensyn på risiko, vekst, lønnsomhet og størrelse. I praksis ser vi at dette kravet er vanskelig å oppfylle ettersom det er få eller ingen selskaper som direkte lar seg sammenligne med Eidesvik. Derfor velger vi å utvide antall selskaper fra den tidligere definerte bransjen til også å gjelde for Havila Shipping ASA (Havilia) og Siem Offshore ASA (Siem). På samme måte som den definerte bransjen, er selskapene notert på Oslo Børs og sammenlignbare ut i fra drift og oppnådd avkastning på investert kapital (ROIC). Av tabellen under ser vi at selskapene til stor grad er sammenlignbare seg imellom. Eidesvik vil variere delvis fra peers som følge av at de er alene om å operere innen seismikk i tillegg.

Selskap	Inntektsvekst 2010-2013 (CAGR)	EBITDA margin 2013	ROIC gjs. 2010-2013
DOF ASA	22 %	26 %	3,7 %
Siem Offshore AS	17 %	34 %	2,6 %
Havila Shipping ASA	12 %	46 %	2,6 %
Solstad Offshore ASA	11 %	40 %	3,6 %
Farstad Shipping ASA	6 %	37 %	5,8 %

Tabell 13-1: Historisk sammenligning av peers (Kilde: Reuters Datastream,)

Multiplene vi vil velger å benytte oss av baserer seg på fremtidsrettede (forward-looking) estimater. Dette er konsistent med at vi anser selskapsverdi som nåverdi av fremtidige




kontantstrømmer. Fordelen med fremtidsrettede multipler er at de hovedsakelig er normalisert, det vil si at unormale poster ekskluderes. (Koller, Goedhart, & Wessels, 2010)

Ved estimering av gjennomsnitt for multipler, vil benyttet metodikk ha stor innvirkning for resultat. Normalt estimeres dette som et aritmetisk gjennomsnitt eller median. Ved å benytte et harmonisk gjennomsnitt får vi en bedre indikasjon på hva en investor vil få i avkastning dersom investeringen i selskapene er lik. (Agrawal, Borgman, Clark, & Strong, 2010).

Selskap	EV/Sales		EV/EBITDA		P/B		P/NAV	
	2014E	2015E	2014E	2015E	2014E	2015E	Gjeldende	Snitt 2008-2013
DOF ASA	2,5x	2,6x	7,5x	7,7x	0,3x	0,3x	0,4x	0,4x
Farstad Shipping ASA	2,5x	2,3x	6,5x	6,2x	0,2x	0,2x	0,3x	0,5x
Havila Shipping ASA	3,6x	3,9x	6,9x	7,9x	0,2x	0,2x	0,4x	0,4x
Siem Offshore AS	2,7x	2,6x	7,3x	6,4x	0,2x	0,2x	0,3x	n.a.
Solstad Offshore ASA	3,4x	3,4x	7,5x	7,6x	0,5x	0,4x	0,3x	0,5x
Harmonisk gjennomsnitt	2,878x	2,852x	7,131x	7,086x	0,257x	0,240x	0,339x	0,426x

Tabell 13-2: Estimering av bransjegjennomsnitt - multipler

Enterprise Value	2 727	2 878	3 029	3 179	3 330	3 481	3 632	3 782	3 933	4 084	
- Netto finansiell gjeld	2473	2473	2473	2473	2473	2473	2473	2473	2473	2473	
- Minoritetsinteresser	99	99	99	99	99	99	99	99	99	99	
Egenkapital	155	306	457	608	758	909	1060	1211	1361	1512	
Antall aksjer	30,2	30,2	30,2	30,2	30,2	30,2	30,2	30,2	30,2	30,2	
Verdi per aksje	5,15	10,15	15,15	20,15	25,15	30,15	35,15	40,15	45,15	50,15	
EV/Sales	2014E	2,8x	3,0x	3,1x	3,3x	3,5x	3,6x	3,8x	3,9x	4,1x	4,2x
	2015E	2,7x	2,8x	3,0x	3,1x	3,2x	3,4x	3,5x	3,7x	3,8x	4,0x
EV/EBITDA	2014E	5,5x	5,8x	6,1x	6,4x	6,7x	7,0x	7,4x	7,7x	8,0x	8,3x
	2015E	4,9x	5,2x	5,5x	5,8x	6,0x	6,3x	6,6x	6,9x	7,1x	7,4x
P/B	2014E	0,07x	0,13x	0,19x	0,26x	0,32x	0,39x	0,45x	0,51x	0,58x	0,64x
	2015E	0,07x	0,13x	0,19x	0,26x	0,32x	0,39x	0,45x	0,51x	0,58x	0,64x
P/NAV	Gjeldende	0,9x	1,8x	2,7x	3,6x	4,5x	5,4x	6,3x	7,2x	8,1x	8,9x

 Representerer vårt harmonisk gjennomsnitt multiplivekt
 Representerer vår fundamental analyse verdi
 Representerer verdien av Eidesvik basert på harmoniske gjennomsnitt multipler justert for uteliggere

Tabell 13-3: Multiplikatorverdsettelse

Multiplene til Eidesvik som er presentert ovenfor er beregnet på grunnlag av vår fundamentale verdsettelse der vi har neddiskontert vårt verdiestimat til 16.12.2014 for å bevare konsistens med multiplene som er innhentet fra Bloomberg. Annenhåndsverdier på flåten er hentet fra DNB Markets. Tallene som brukes i 2014 tar utgangspunkt i vår trailing for Eidesvik, mens for de komparative selskapene blir det benyttet konsensusestimater fra Bloomberg. Konsensusmultiplene for Eidesvik er også hentet fra samme sted for å gi oss et holdepunkt til våre estimater.

Basert på våre estimater for Eidesvik vil EV/Sales multiplikatoren være 3,5X dersom vi ser på omsetningen i 2014 og 3,2X dersom vi legger til grunn omsetningen i 2015. Dette er noe

høyere enn de komparative selskapene som kan indikere at Eidesvik er overpriset med tanke på salgsinntektene som er lagt til grunn i fremtidsregnskapet. Vi bemerker oss imidlertid at det er et stort avvik i konsensusmultiplene mellom årene 2014 og 2015, dette kan gi oss en indikasjon på at våre prognoser på vekst i driftsinntekter kan være optimistiske.

Ved å sammenlikne EV/EBITDA multiplene får vi en indikasjon på hvordan selskapet prises på grunnlag av forventet driftsresultat. I motsetning til EV/Sales multiplene ser vi her at selskapet prises noe under de komparative selskapene, noe som kan relateres til våre forventninger om fremtidig driftsmargin. Multiplene er lavere enn bransjegjennomsnittet uavhengig om vi baserer driftsresultatet på 2014 eller 2015, som kan ha sammenheng med våre forventninger om en nedgangskonjunktur som Eidesvik vil være sterkt påvirket av. Konsensusestimaterne innhentet fra Bloomberg viser også at Eidesvik sin EV/EBITDA multiplenummer prises lavere sammenlignet med de komparative selskaper, noe som kan indikere at markedet deler våre forventninger.

Pris/bok forholdet kan gi en indikasjon om selskapet er i stand til å skape merverdier på selskapets eiendeler, som kan si noe om selskapets verdiskapning (Kaldestad & Møller, 2011). Som vi har drøftet tidligere er verdsettelse av rederier nært knyttet opp mot verdien på eiendelene og dermed kan P/B multiplene gi en indikasjon på hvordan markedet priser eiendelene i forhold til bokførte verdier. Når vi sammenligner multiplene til Eidesvik med bransjegjennomsnittet ser vi at prisingen er sammenfallende, men konsensusmultiplene indikerer imidlertid at forholdet er noe høyt.

For å få et ekstra holdepunkt til verdsettelsen av selskapets eiendeler valgte vi å ta med P/NAV multiplikatoren som ser på forholdet mellom aksjeprisen og annenhåndsverdien til fartøyene som inngår i flåten. I motsetning til P/B indikerer P/NAV at aksjen til Eidesvik handles til rabatt. Våre estimater blir bekreftet av konsensusmultiplene som også indikerer at aksjen er noe underpriset.

	Bransje	Aksjepris	
P/NAV	0,3x	kr	57,3
P/B - 2014	0,3x	kr	20,0
P/B - 2015	0,2x	kr	18,8
EV/EBITDA - 2014	7,1x	kr	31,5
EV/EBITDA - 2015	7,1x	kr	44,3
EV/Sales - 2014	2,9x	kr	6,7
EV/Sales - 2015	2,9x	kr	11,6
Aksjepris Eidesvik		kr	27,2

Tabell 13-4: Aksjepris Eidesvik - komparativ

Slik det fremgår av drøftelsen over vil verdsettelse basert på multipler være sterkt avhengig av hvilken multiplere som legges til grunn. Dersom vi anvender multiplene til de komparative selskapene vil aksjeprisen til Eidesvik variere mye, som vist i tabellen ovenfor. Dersom vi legger til grunn at aksjen skal prises ut fra annenhåndsverdien til fartøyene kommer vi frem til et verdiestimat på 57,3 NOK, i motsetning til å basere verdsettelsen på en salgsmultiplikator som gir en verdi på 6,7 NOK. Det er vanskelig å si hvilken multiplikator som vil gi den mest "korrekte" verdien, så for å ta høyde for denne usikkerheten velger vi å ta et snitt av de ulike aksjekursene som gir oss et verdiestimat på 27,2 NOK. Vår fundamentale verdi for Eidesvik var på 25,06 NOK pr. 16.12.2014 som er tilnærmet lik verdien som fremkommer av den komparative verdsettelsen, vi velger derfor å ikke foreta noen justeringer av vårt opprinnelige verdiestimat.

14. Konklusjon og handlingsstrategi

Formålet med denne masterutredningen har vært å gi et verdiestimat på aksjen til Eidesvik Offshore ASA. Siste omsatte kurs pr 01.12.2014 er 24,00 NOK, og basert på vår fundamentale verdsettelse anbefaler vi HOLD på aksjen med en kursmål på 25,15 NOK pr 31.12.2014.

HOLD strategien baserer seg på at markedsutsiktene for bransjen fremover er usikre. Usikkerheten har sammenheng med at markedet har økt tilgjengelig tonnasje betraktelig over de siste årene, samtidig som økte investeringer i utbyggingsprosjekter er sterkt avhengig av en opphenting i oljeprisen. Dersom vår antakelse om en kommende lavkonjunktur holder, vil markedet være preget av overkapasitet og lave rater i tiden fremover.

Eidesvik som er en liten aktør i markedet er avhengig av å få forlenget kontraktene med eksisterende kunder for å opprettholde lønnsomheten. I vårt bransjeutvalg er også Eidesvik det eneste rederiet som er eksponert innenfor seismikk som gjør at selskapet ekstra sårbart dersom oljeprisen fortsetter nedover.

Det er imidlertid viktig å påpeke at vårt verdiestimat baserer seg på en rekke forutsetninger vedrørende utsiktene for fremtiden, som gjør at vårt verdiestimat er usikkert. Dette ble belyst under sensitivitet- og scenarioanalysen ved at Eidesvik sin aksjepris er svært sensitiv for endringer i parameterverdier.

Vi anbefaler investorer som søker etter aksjer innenfor offshore supply markedet til å søke etter selskaper som har større eksponering for subsea-segmentet.

15. Bibliografi

- Aggrawal, P., Borgman, R., Clark, J. M., & Strong, R. (2010). Using the Price-to-Earnings Harmonic Mean to Improve Firm Valuation Estimates. *Journal of Financial Education Vol. 36*.
- Barney, J. B. (2011). *Gaining and sustaining competitive advantage*. Boston: Pearson.
- Berk, J., & DeMarzo, P. M. (2014). *Corporate finance*. Boston: Pearson.
- Berthling-Hansen, P. (2013). *Foilsett "Avkastningskrav"*.
- Boye, K., & Meyer, C. B. (2008). *Fusjoner og oppkjøp*. Oslo: Cappelen akademisk.
- Bøhren, Ø., & Michalsen, D. (2012). *Finansiell økonomi: teori og praksis 4. utg.* Bergen: Fagbokforlaget.
- Clarksons S.I.N. (2014, 11 10). Clarksons Shipping Intelligence Network. London.
- Damodaran, A. (2012). *Investment Valuation - Tools and techniques for determining the value of any asset*. New Jersey: John Wiley & Sons.
- DNB Markets. (2014). *Offshore Supply - The potential is definitely there*. Oslo: DNB Markets.
- DNB Markets. (2014). *Offshore Supply - Uncertain times ahead*.
- Dyrnes, S. (2004, 1). Verdsettelse med bruk av multiplikatorer. *Praktisk økonomi & finans*.
- Eidesvik. (2013). *Årsrapport 2013*. Eidesvik Offshore ASA.
- Eidesvik. (2014). *Eidesvik*. Hentet fra www.eidesvik.no: www.eidesvik.no
- EY. (2013). *The Norwegian oil field services analysis 2013*.
- Gjedal, F., & Johnsen, T. (1999). *Kravsetting, lønnsomhetsmåling og verdivurdering*. Oslo: Cappelen Akademiske Forlag.
- Gjesdal, F. (2012, 2). Valg av verdsettelsesmodell. *Magma*, ss. 22-23.

Heskestad, T. (2013). *BUS402 - Finansregnskap*.

IMF. (2014). *IMF*. Hentet fra <http://www.imf.org/external/ns/cs.aspx?id=28>

IMO. (2014). *International Maritime Organization*. Hentet fra www.imo.org:80/http://www.imo.org/OurWork/Environment/PollutionPrevention/AirPollution/Pages/Default.aspx

International Energy Agency. (2014). *World Energy Outlook 2014*. London: IEA.

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

Knivsflå, K. H. (2014). *Forelesningsnotater, BUS440*.

Koller, T., Goedhart, M., & Wessels, D. (2010). *Valuation - Measuring and managing the value of companies*. New Jersey: John Wiley & Sons.

KPMG. (2014, 10 16). Hentet fra www.kpmg.no:80/http://verdtavite.kpmg.no/rederiskatteordningen.aspx

KPMG. (2014, 10 02). www.kpmg.no. Hentet fra verdtavite.kpmg.no:80/http://verdtavite.kpmg.no/rederiskatteordningen.aspx

Limperopoulos, G. J. (1995). *Usikkerhet i oljeprosjekter*. Oslo-Kongsvinger: Statistisk sentralbyrå.

Løwendahl, B. R., Wenstøp, F. E., & Fjeldstad, Ø. D. (2010). *Grunnbok i strategi*. Oslo: Cappelen akademisk.

Maritimt Forum. (2014). *Maritim utdanning for sjøbaserte yrker*. Maritimt Forum.

NAV. (2006). *Kunnskap og erfaringer fra IA-arbeid i Rederibransjen*. Rikstrygdeverket.

Norges Bank. (2014, Oktober). Hentet fra <http://www.norges-bank.no/Statistikk/Rentestatistikk/Statsobligasjoner-Rente-Manedsgjennomsnitt-av-daglige-noteringer/>

-
- Norges Bank.* (2014, 11). Hentet fra Statsobligasjoner Månedlige noteringer:
<http://www.norges-bank.no/Statistikk/Rentestatistikk/Statsobligasjoner-Rente-Daglige-noteringer/>
- Norges Bank.* (2014, 10 17). *Norges Bank.* Hentet fra www.norges-bank.no:
<http://www.norges-bank.no/Statistikk/Inflasjon/>
- Norges Rederiforbund.* (2011). *Norske offshore-rederier - skaper verdier lokalt, vinner globalt.*
- Norges Rederiforbund.* (2014, 09 19). *Norges Rederiforbund.* Hentet fra www.rederi.no:
<http://www.rederi.no/nrweb/english.nsf/pages/norwegian-continental-shelf>
- Norges Rederiforbund.* (2014, 09 13). *www.rederi.no.* Hentet fra Piratvirksomhet:
<http://www.rederi.no/nrweb/cms.nsf/pages/pirates.html>
- Norli, Ø. (2011, 02). Praktisk bruk av Kapitalverdimodellen. *Praktisk økonomi & finans.*
- OECD. (2013). *OECD Environmental Performance Review: Norway.* OECD.
- Oljedirektoratet. (2014). *Faktaheftet 2014.* Oljedirektoratet.
- Oslo Børs. (2014, 11 04). *Oslo Børs.* Hentet fra www.oslobors.no: <http://www.oslobors.no/>
- Penman, S. H. (2007). *Financial statement analysis and security valuation.* Boston, Mass: McGraw-Hill/Irwin.
- Platou, R. (2013). *Global Support Vessel Monthly.* RS Platou.
- PwC, & NFF. (2014). *Risikopremien i det norske markedet 2013 og 2014.* Oslo: PwC.
- Regjeringen.* (2004). Hentet fra www.regjeringen.no:
http://www.regjeringen.no/nb/dokumentarkiv/Regjeringen-Bondevik-II/fin/Nyheter-og-pressemeldinger/2004/skattefritak_for_aksjeinntekter.html?id=252502
- RS Platou. (2014). *OSV Market Outlook - October.*
- Schølberg, O. (2009, 8). Finanst teori anvendt i praksis. *Magma.*

Sintef. (2014). *Marintek*. Hentet fra www.sintef.no:
<http://www.sintef.no/MARINTEK/Prosjekter/Maritim/LNG-as-fuel-for-ships/>

SSB. (2014, 09 03). *Statistisk sentralbyrå*. Hentet fra www.ssb.no:
<http://www.ssb.no/energi-og-industri/statistikker/oljeinv/kvartal/2014-09-03>

Thema Consulting Group. (2014). *Konsekvenser av svoveldirektivet*. Oslo: Thema.

U.S. Energy Information Administration. (2014, 09 09). *International Energy Outlook 2014*. USA.

