



Fundamental verdsettelse av Havila Shipping ASA

Johnny Andberg og Pål Paust-Andersen

Veileder: Gunnar Stensland

Masterutredning, Finansiell økonomi

NORGES HANDELSHØYSKOLE

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

Sammendrag

Formålet med denne utredningen er å verdsette egenkapitalen til Havila Shipping ASA. Vi har benyttet oss av to metoder for å verdsette selskapet. Det er lagt hovedvekt på en fundamental verdsettelse ved bruk av en inntjeningsbasert tilnærming. Vi verdsetter selskapets totalkapital ved anvendelse av en 2-periodisk DCF-modell, og finner verdien på egenkapitalen ved å trekke fra netto finansiell gjeld. I tillegg har vi utført en markedsbasert tilnærming ved bruk av multiplikatormodellen som et supplement. Den fundamentale metoden estimerer verdien til selskapet ved å neddiskontere fremtidige kontantstrømmer basert på et fremtidsregnskap. Fremtidsregnskapet sine forutsetninger bygger på en strategisk analyse og en regnskapsanalyse. I den strategiske analysen ble det avdekket at nivået på oljeprisen og aktiviteten i oljesektoren er hoveddriverne for selskapets fremtidige lønnsomhet. Regnskapsanalysen er en viktig del av oppgaven ettersom vi verdsetter selskapet ved bruk av frie kontantstrømmer til drift ved anvendelse av normaliserte EBITDA-tall. På grunn av fremtidig usikkerhet i oljesektoren har vi bygget opp vår verdsettelsesmodell rundt tre ulike scenario.

Ved den fundamentale verdsettelsesmodellen ble det beregnet en verdi på egenkapitalen lik NOK 486 millioner eller aksjeverdi på NOK 16. Sammenlignet med dagens børskurs på NOK 10, 29.04.2015, tilsier dette at aksjen er underpriset i dagens marked. Multiplikatormodellen understøtter vårt anslag om at selskapets aksje er underpriset.

I utredningen har vi basert oss på skjønnsmessige vurderinger og forutsetninger. Avslutningsvis i oppgaven utføres en sensitivitetsanalyse og *Monte Carlo simulering* som belyser usikkerheten rundt våre inputparametere.

Forord

Denne utredningen er skrevet som et avsluttende ledd i vår mastergrad innen økonomi og administrasjon ved Norges Handelshøyskole våren 2015. Vi har begge finansiell økonomi som hovedprofil og økonomisk styring som støtteprofil.

Vi var innstilt på å skrive en oppgave som var praktisk rettet og hvor vi fikk knyttet kunnskap fra flere ulike fagfelt. Valget ble å skrive en utredning innenfor regnskapsanalyse og verdsettelse. Her får vi muligheten til å knytte teori fra finans, regnskap og strategi sammen i en praktisk oppgave for å estimere verdien på egenkapitalen til Havila Shipping ASA.

Etter å ha studert 5 år i Bergen som har den største handelsflåten av skip i Norge, og ettersom Norge har den nest største maritime offshorenæringen i verden ble valget av bransje enkelt. Oljeprisen falt betydelig høsten 2014 og vi visste at dette ville være en krevende oppgave ettersom mange eksperter spår et varig skifte i oljesektoren. Vi ønsket å verdsette et selskap som hadde vært med på å gjøre Norge til den sterke og moderne skipsfartsnasjonen vi har i dag. Valget falt på Havila Shipping ASA som tilhører en rekke gründersuksesshistorier fra Norges offshorehovedstad Fosnavåg i Herøy kommune.

Dagens økonomiske situasjon med høy ustabilitet og usikkerhet rundt oljeprisen og supplybransjen har gjort verdsettelsen til en svært lærerik og interessant prosess. Vi ønsker å rette en stor takk til vår veileder, Gunnar Stensland, for god hjelp og veiledning gjennom hele prosessen.

Bergen 29. mai 2015

Johnny Andberg

Pål Paust-Andersen

Innholdsfortegnelse

Sammendrag	2
Forord	3
Innholdsfortegnelse	4
1. Innledning.....	8
2. Presentasjon av bransjen og Havila Shipping	9
2.1 Presentasjon av bransjen.....	9
2.1.1 Supplyfartøy	10
Plattformforsyningsfartøy (PSV)	10
Ankerhåndteringsfartøy (AHTS).....	11
Subsea-fartøy.....	11
Områdeberedskapsfartøy (RRV)	12
Flåteutvikling i bransjen.....	13
2.2 Havila Shipping	14
2.2.1 Historikk.....	14
2.2.2 Eierskapsstruktur.....	15
2.2.3 Flåten	16
2.2.4 Kontrakter.....	17
2.2.5 Inntjening og kunder	18
2.2.6 Konkurrentene.....	19
Farstad Shipping ASA	19
DOF Group ASA.....	19
Siem Offshore ASA.....	20
2.2.7 Kursutvikling	21
3. Verdsettelsesteori	22
3.1 Fundamental verdsettelse	22
3.1.1 Dividendemodellen	23
3.1.2 Egenkapitalmetoden.....	24
3.1.3 Residualinntekt / Superprofitt.....	25
3.1.4 Totalkapitalmetoden	26
3.2 Komparativ verdsettelse.....	26
3.2.1 Multipelbasert verdsettelse	26

3.2.2	Substansverdimetoder	27
	Bokførte verdier	28
	Markedsmetoden	28
	Break-up verdi	28
	Likvidasjonsverdi	28
3.3	Opsjonsbasert verdsettelse.....	29
3.4	Valg av metode	30
	Fremgangsmåte.....	31
4.	Strategisk analyse.....	32
4.1	Ekstern analyse	32
4.1.1	Porters fem krefter	32
	Inntrengere.....	33
	Kunder	34
	Leverandører	36
	Substitutter.....	36
	Konkurrenter	36
	Oppsummering Porters fem krefter	40
4.1.2	Makroøkonomiske forhold.....	40
	Politiske og miljømessige forhold.....	42
	Økonomiske forhold	45
	Teknologiske forhold	48
	Oppsummering makroøkonomiske forhold	49
5.	Regnskapsanalyse.....	50
5.1	Presentasjon av historiske regnskapstall	51
5.2	Omgruppering av balansen for analyseformål	53
5.2.1	Eiendeler.....	54
	Operasjonelle	54
	Finansielle.....	55
5.2.2	Gjeld.....	56
	Operasjonell	56
	Finansiell.....	56
5.2.3	Egenkapital	57
5.2.4	Andre poster	58
5.2.5	Netto finansiell gjeld.....	60
5.3	Normalisering av historiske regnskapstall	61
5.3.1	Justering av komponentene	62

Avskrivninger og nedskrivninger	62
Resultat fra tilknyttet selskap	62
Driftsinntekter	63
Driftskostnader	64
Oppsummering	67
5.4 Nøkkeltallsanalyse	69
5.4.1 Bransje	69
5.4.2 Lønnsomhet	69
5.4.3 Soliditet	71
Egenkapitalandel	71
Rentedekningsgrad	72
5.4.4 Likviditet	73
6. Prognostisering av kontantstrøm	75
6.1 Analyser og budsjettering	76
6.1.1 Generelle forutsetninger	77
Hovedscenario	79
Oppsummering hovedscenario	83
6.2 Normalisert operasjonell kontantstrøm	84
6.2.1 Normaliserte investeringer	84
6.2.2 Investering i arbeidskapital	86
6.2.3 Estimert skattesats	88
Fri kontantstrøm hovedscenario	89
6.2.4 Alternative scenario	89
Optimistisk scenario	89
Pessimistisk scenario	90
7. Avkastningskrav	92
7.1 Egenkapitalkostnad	93
7.1.1 Risikofri rente	94
Alternativ 1: Ulik risikofri rente for hver periode	95
Alternativ 2: Kort rente	95
Alternativ 3: Lang rente	95
Valg av risikofri rente	96
7.1.2 Risiko	97
7.1.3 Beta	98
Regresjonsanalyse beta	98

Industrispesifikk beta	100
7.1.4 Markedets risikopremie	102
1. Historisk risikopremie	103
2. Spørreundersøkelse blant investorer og akademikere.....	103
3. Implisitt markedspremie	104
7.1.5 (Il)likviditetsrisiko	105
7.2 Gjeldskostnad	106
7.2.1 Risikofri rente	107
7.2.2 Kredittrisikopremie.....	107
7.2.3 Skatt.....	108
7.3 Andel egenkapital og gjeld.....	108
7.4 Beregning av WACC.....	109
8. Fundamental verdsettelse	110
8.1 Terminalverdi.....	110
8.2 Enterprise value	111
8.3 Egenkapitalverdi	111
8.3.1 Likviditetsrabatt.....	112
9. Multippelbasert verdsettelse	113
P / B	114
P / E.....	114
EV / EBIT	115
EV / EBITDA.....	116
Oppsummering.....	117
10. Sensitivitetsanalyse	118
Risikofri rente	118
Beta	119
Markedets risikopremie	120
Kredittrisikopremie.....	121
Vekstfaktor	121
Monte Carlo simulering	123
11. Konklusjon.....	125
Litteraturliste.....	126
Appendix	132

1. Innledning

Formålet med denne utredningen er å estimere verdien på egenkapitalen til Havila Shipping ASA, heretter Havila. Å finne verdien av egenkapitalen til et selskap er en prosess som bygger på mye av den teorien og kunnskapen vi har tilegnet oss gjennom studiet. En fundamental verdsettelse gjør det mulig å anvende mye av denne teorien i praksis. I tillegg har vi begge stor interesse for temaet verdsettelse, noe som gjorde at valget av masterutredningen tidlig ble bestemt.

Vi vil benytte oss av strategiske analyser og regnskapsanalyser for å avdekke underliggende forhold i bransjen. Analysene våre vil benyttes for å kunne estimere gode prognoser som vil brukes i vår verdsettelsesmodell. Vi opptrer som eksterne analytikere og baserer oss på informasjon som er offentlig tilgjengelig. Oppgaven vil på denne måten gi oss verdifull erfaring til senere arbeidsliv.

Ettersom hovedformålet med oppgaven er å analysere selskapets verdi mot dagens markedsverdi er utredningen skrevet i henhold til et investorperspektiv. Vi vil starte utredningen med å introdusere bransjen for offshore supply og Havila. Fremgangsmåten for verdsettelsen presenteres ved valg av metode i slutten av kapittel 3, verdsettelsesteori.

2. Presentasjon av bransjen og Havila Shipping

Dette kapitlet vil ta for seg bransjen som Havila opererer i og dagens makroøkonomiske situasjon i korte trekk. Deretter vil vi presentere selskapets virkeområde, historikk og aksjekursens utvikling de siste årene.

2.1 Presentasjon av bransjen

Norge har verdens nest største maritime offshorenæring og er verdensledende i konstruksjon av offshorefartøy. Havila er et rederi som opererer i supplybransjen innenfor offshore service. Rederiene deltar i hele verdikjeden av petroleumsvirksomheten, fra innledende seismiske undersøkelser og frem til avvikling av ikke-produserende felt. Figuren under viser hvilke komponenter som påvirker etterspørselen i offshore supplybransjen. Ifølge Clarkson Capital Markets (2015) er det oljeprisen som er hoveddriveren i markedet for offshore supply.

Figur 1: Hoveddrivere for offshore supply vessel (OSV) og subsea (Clarkson Capital Markets)



Oljeprisen kan regnes som verdens viktigste pris, og påvirker et mangfold av ulike aktører i forskjellige markeder over hele verden. Uten energi står verden stille, og olje er fortsatt den viktigste energibæreren (DNB Markets, 2015). Ettersom olje er en råvare vil prisen variere med balansen mellom tilbud og etterspørsel i markedet. I likhet med oljeprisen drives supplybransjen av tilbud og etterspørsel i markedet, og kan derfor sammenlignes med en *commodity*. Her er varene og tjenestene som leveres tilnærmet like og enkelt substituerbare. Prisen som olje og gass blir handlet på er grunnleggende for aktiviteten i bransjen for OSV og subsea.

Offshore supply betegnes som en relativt syklisk bransje, hvor ratene faller dersom det oppstår uroligheter i økonomien. Historisk har både Asiakrisen på 90-tallet og finanskrisen på 2000-tallet resultert i lavere aktivitet i oljemarkedet og lavere etterspørsel etter tjenester

innenfor offshoreservice. Dagens situasjon kan indikere at vi står overfor nye utfordrende tider. Fra andre kvartal 2014 sank etterspørselen etter olje markant sammenlignet med tidligere år. Dette har bidratt til overskuddsproduksjon og et betydelig fall i oljeprisen. Prisenivået falt videre gjennom hele andre halvdel av 2014, og endte på USD 57,90 per fat ved årets slutt. Flere oljeanalytikere spår et varig skifte i oljeprisen som vil ha en klar effekt på lønnsomheten til oljeselskapene og etterspørselen etter OSV og subsea.

2.1.1 Supplyfartøy

Fartøyene til offshorerederiene deles vanligvis inn i tre hovedgrupper; offshore serviceskip (OSV), subsea-fartøy og seismikk-fartøy (SSV). OSV er de mest tradisjonelle supplyfartøyene og deles inn i plattformforsyningsfartøy og ankerhåndteringsfartøy. De ulike offshorefartøyene som er tilknyttet Havila sin flåte vil nå presenteres kort.

Plattformforsyningsfartøy (PSV)

PSV sin hovedfunksjon er transport av varer, utstyr og mannskap til og fra oljeplattformene. På åpent dekk blir det vanligvis oppbevart containere, rør og diverse utstyr. Skipene er også utstyrt med separate tanker under dekk for å frakte væsker som vann, drivstoff, sement, boreslam og diverse kjemikalier. Stort sett opererer disse fartøyene med lange faste kontrakter. PSV-fartøyene blir klassifisert etter dekkareal (300 – 1200m²) og dødvekttonn (1000 – 5000 DWT).

Illustrasjonsfoto 1: Havila Crusader (Havila.no)



Ankerhåndteringsfartøy (AHTS)

AHTS er spesialdesignet for sleping og ankring av oljeplattformer. Fartøyet er utstyrt med store vinsjer for tauing og ankerhåndteringsoperasjoner, og har åpent akterdekk for å muliggjøre at anker heves direkte ombord. I likhet med PSV kan AHTS også fungere som forsyningskip ettersom de har stor kapasitet på dekk. Mindre andel av disse fartøyene har faste kontrakter, og opererer stort sett i spotmarkedet. AHTS blir klassifisert etter samlet motorkraft (BHP) og trekraft (BP).

Illustrasjonsfoto 2: Havila Mars (Havila.no)



Subsea-fartøy

Subsea-fartøy er spesialdesignet for undervannsoperasjoner. Skipene er ofte større og mer spesialiserte enn de andre supplyskipene. I tillegg er de utstyrt med store kraner, helikopterdekk og ulike dynamiske systemer. Subsea-fartøyene grupperes vanligvis inn i tre ulike typer ut ifra hva de er spesialisert på (Havila.no):

- *Flerfunksjonelt supplyfartøy (MPSV)*
 - Større PSV, med ekstra utstyr og tilpasset ulike undervannsoperasjoner
- *Offshore konstruksjonsfartøy (OCV)*
 - Offshore konstruksjonsfartøy er vanligvis utstyrt med stor krankapasitet og større dekkareal.
- *Støttefartøy knyttet til dykkesystem (DSV)*
 - Støttefartøy som i tillegg til krankapasitet også har et dykkesystem med fjernstyrt miniubåt (ROV).

Illustrasjonsfoto 3: Havila Pheonix (Havila.no)



Områdeberedskapsfartøy (RRV)

Disse fartøyene dekker sikkerhetstjenester som for eksempel oljevernberedskap, brannvern og redningstjenester på oljeinstallasjoner. I likhet med subsea-fartøyene er de utstyrt med helikopterdekk, men har i tillegg større redningsbåter og brannslukningsutstyr.

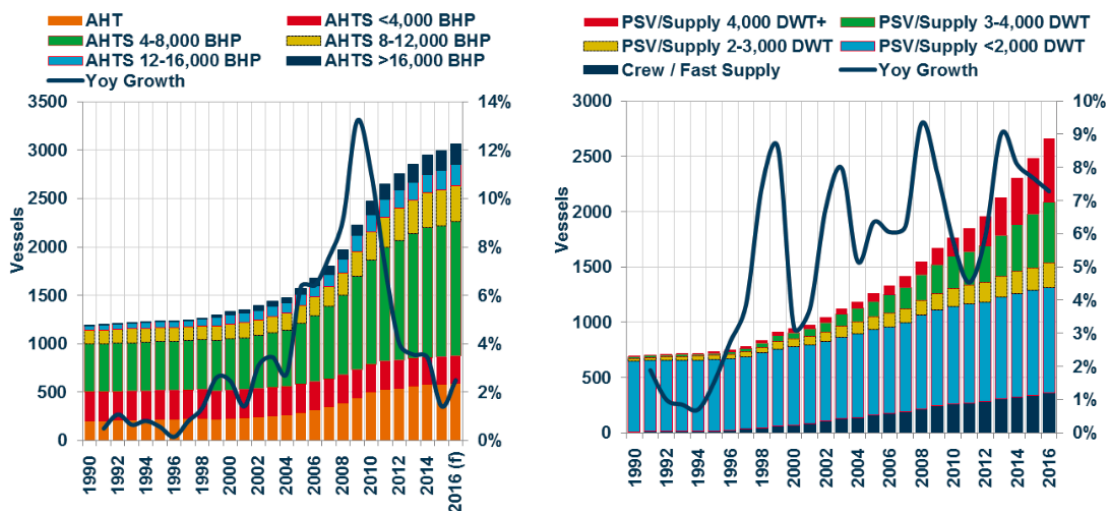
Illustrasjonsfoto 4: Havila Troll (Havila.no)



Flåteutvikling i bransjen

De siste årene har vi sett en klar trend i utviklingen av OSV-fartøy hvor det stadig stilles høyere krav til fartøyene enn tidligere. Fra figuren under ser man at fartøyene har økt både i motorkraft (BHP) for AHTS og dødvekt tonnasje (DWT) for PSV.

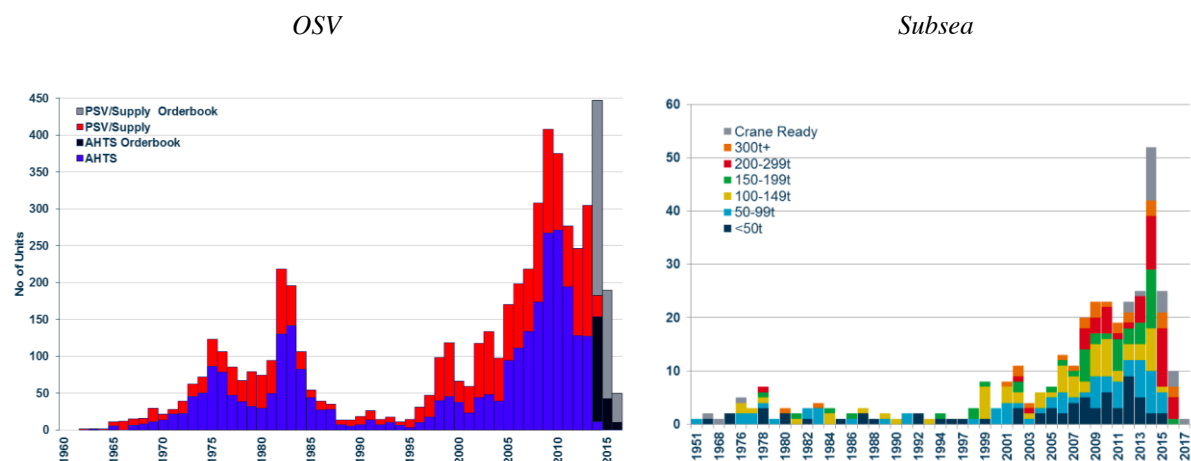
Figur 2: OSV flåteutvikling (Clarkson Capital Markets)



Høyere krav rettet mot offshorefartøyene skyldes en rekke ulike årsaker (Ådland, 2014). Nye oljeutvinningsfelt er lokalisert på enda dypere vann enn tidligere, og befinner seg i avsides områder som preges av tøffe værforhold. Større fartøy kan utnytte stordriftsfordeler, har lengre rekkevidde og er bedre rustet til å utføre riggflytninger under tøffe værforhold. Designet til OSV-fartøyene kan ses på som et kompromiss mellom teknologisk kompleksitet og operasjonell fleksibilitet. De mest sofistikerte og spesialiserte fartøyene blir ofte bygget i nært samarbeid med oljeselskaper under lange kontrakter. Standardfartøy kan derimot bli bygget spekulativt og har større handelsfleksibilitet ettersom de ikke er like kostbare.

På grunn av dagens makroøkonomiske situasjon og overkapasitet i markedet, ser det ut til at intensiteten av nykontraheringer vil bremse opp. Flere store rederier har hatt fartøy liggende til opplag i første kvartal 2015 og ratene i spotmarkedet har falt dramatisk (Herøynytt.no). I figuren under ser man historiske og estimerte nykontraheringer av fartøy for OSV- og subsea-segmentet.

Figur 3: Flåtestørrelse og estimerte nykontraheringer (Clarkson Capital Markets)



2.2 Havila Shipping

Havila, sammen med datterselskaper, driver rederivirksomhet fra selskapets hovedkontor i Fosnavåg på søndre Sunnmøre i Møre og Romsdal. Fosnavåg er en lokal næringsklynge som har sterke maritime røtter og blir omtalt som Norge sin supplyhovedstad. I slutten av 2014 hadde selskapet en flåte på 27 fartøy, hvorav 800 ansatte er offshore og 46 arbeider onshore. Selskapet har som målsetting å være en ledende langtidsleverandør av kvalitetssikrede supplytjenester til offshore-selskaper både nasjonalt og internasjonalt. Havila har sitt hovedvirke i Nordsjøen på norsk, britisk og dansk sektor, men opererer også internasjonalt med kontorer i Singapore, Brasil, Labuan og Aberdeen.

2.2.1 Historikk

Familien Sævik og Havila har de siste 30 årene vært en viktig aktør innenfor den internasjonale offshoresektoren. Det hele startet med en guttedrøm da 23 år gamle Per Sævik ble skipper på sin fars fiskebåt. Når oljeindustrien slo til i Norge beveget Sævik seg fra fiske over til offshoreindustrien. I 1981 kjøpte han sitt eget offshorefartøy som var starten på et av de første store offshore-selskapene i Norge, Sævik Supply ASA. Årene som fulgte var krevende, med et fallende marked, overretablering og mange rederier som gikk overende. *”Vi overlevde ikke fordi vi hadde penger. Vi overlevde fordi kreditorene så at vi gjorde det vi kunne, og fant ut at de like gjerne kunne la oss holde på”* (Sævik, Sysla.no).

Sævik Supply ASA ble etter hvert kjøpt opp av Trico Marine i 1997, og fortjenesten fra salget ble investert i nye virksomheter og satsningsområder med Havila Supply ASA. I starten var offshorefartøyene hovedsakelig tiltenkt transport av mannskap til og fra rigger, men etter hvert som familien Sævik solgte seg ut gikk de over til mer avanserte fartøyer. I 2003 solgte de Havila Supply ASA til franske Bourbon Groupé. Nok en gang startet familien Sævik på nytt med dagens Havila Shipping ASA. Selskapet ble notert på Oslo Børs med ticker HAVI i 2005, og ble i 2013 kåret til årets gassbedrift for syvende år på rad av Dagens Næringsliv (DN.no).

2.2.2 Eierskapsstruktur

Hovedaksjonær i Havila er familien Sævik sitt eget holdingselskap Havila Holding AS som eier 50,5 % per 31.12.2014. Under følger en utvidet presentasjon av de store aksjonærene hvor vi ser at de største eierne foruten holdingselskapet er store fondsforvaltere. Ifølge fjerdekvartalspresentasjonen som ble fremlagt av daglig leder Njål Sævik, ble om lag 3 % av aksjene omsatt på børs i løpet av 2014.

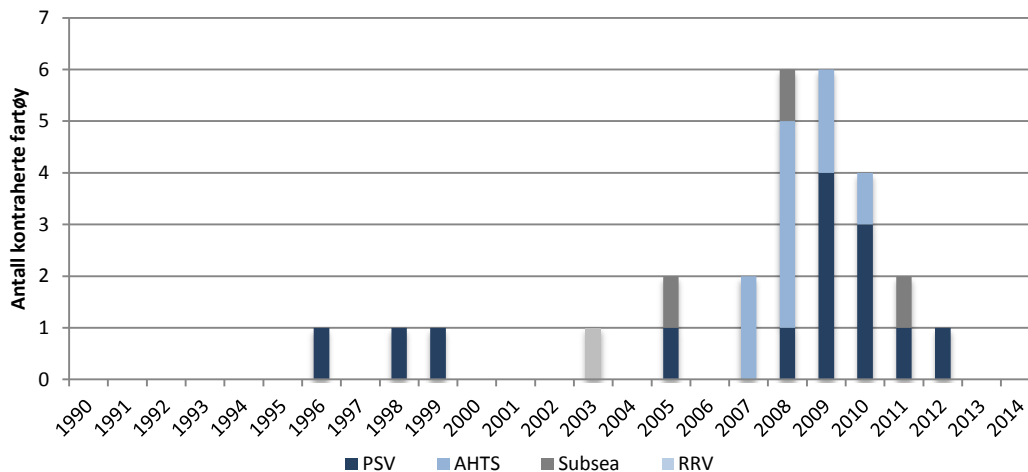
Tabell 1: Oversikt over de største aksjonærene 31.12.2014 (Havila, 2014)

Aksjonær	Aksjer	Andel	Adresse
HAVILA HOLDING AS	15 227 130	50,5 %	FOSNAVÅG
ODIN OFFSHORE	2 042 500	6,8 %	OSLO
PARETO AKSJE NORGE	1 731 981	5,7 %	OSLO
TORGHATTEN ASA	1 223 100	4,1 %	BRØNNØYSUND
THE NOTHERN TRUST CO.	916 000	3,0 %	Storbritannia
PARETO AKTIV	724 615	2,4 %	OSOLO
JEKI PRIVATE LIMITED	532 604	1,8 %	OSLO
CARVALLO INTERNATIONAL LTD	500 000	1,7 %	SINGAPORE
PARETO VERDI VPF	394 726	1,3 %	SINGAPORE
MARTIN WAALAND	340 560	1,1 %	OSLO
PARETO AS	300 000	1,0 %	STORBRIANNIA
HUSTADLITT A/S	252 000	0,8 %	MOLDE
MORTEN ERGA	215 809	0,7 %	FOSNAVÅG
ARTHUR SÆVIK	214 800	0,7 %	ULSTEINVIK
BAKKELY INVEST A/S	203 800	0,7 %	ÅLESUND
KS ARTUS	190 000	0,6 %	KLEPPE
SPILKA INTERNATIONAL AS	185 926	0,6 %	SINGAPORE
PACIFIC CARRIERS LTD	180 000	0,6 %	OSLO
VERDIPAPIRFONDET DNB SMB	164 370	0,5 %	OSLO
LOMA INVEST AS	160 200	0,5 %	OSLO
20 STØRSTE	25 700 121	85,2 %	
ØVRIGE	4 479 478	14,8 %	
Antall aksjer totalt	30 179 599	100 %	

2.2.3 Flåten

For et rederiselskap i Havila sin posisjon er størrelse, gjenværende levetid og kvalitet på selskapets flåte viktige faktorer. Eldre flåter vil ha færre år igjen i drift og dermed også færre år hvor den kan generere kontantstrømmer over tid (Kaldestad & Møller, 2011). Som beskrevet innledningsvis har Havila i dag en flåte bestående av 27 topp moderne fartøy, hvorav 14 PSV-, 9 AHTS-, 3 subsea- og 1 RRV-fartøy. Flåten har ifølge Havila en markedsverdi på om lag NOK 8,3 milliarder, og rederiet har en av de yngste flåtene i markedet med en verdijustert flåtealder ved årsskiftet på 6 år og 3 måneder (Havila, 2014).

Figur 4: Antall kontraherte fartøy (Havila.no)



Som vi ser fra figuren ovenfor ble flertallet av skipene til Havila ferdigstilt i første tiår av 2000-tallet. Selskapet solgte ut 10 av sine RRV ved salget av Havila Supply ASA. Etter salget, og ved starten av Havila Shipping ASA i 2003, har selskapet gjennomført et stort nybyggingsprogram som ble fullført i 2012 ved levering av Havila Charisma. Foruten skipene som inngår med samarbeidspartner Posh PTE Ltd. i Asia er de fleste av fartøyene til Havila nymoderne med tanke på dødvekt tonnasje og motorkraft (tabell 2). Som nevnt innledningsvis har oljeselskapene i dag høyere krav til fartøyene i bransjen. Havila er således godt rustet for å tilfredsstille kravene fra kundene i fremtiden.

Tabell 2: Oversikt fartøy motorkraft (BHP) og dødvekt tonnasje (DWT)

PSV	Byggeår	DWT	AHTS	Byggeår	BHP	Subsea	Byggeår	Kran
Havila Charisma	2012	4000+	Havila Jupiter	2010	> 16 000	Havila Subsea	2011	150t
Havila Clipper	2011	3-4000	Havila Venus	2009	> 16 000	Havila Pheonix	2008	100t
Havila Crusader	2010	4000+	Posh Venture	2009	8-12 000	Havila Harmony	2005	150t
Havila Commander	2010	4000+	Havila Neptune	2008	> 16 000			
Havila Fanø	2010	3-4000	Posh Viking	2008	8-12 000			
Havila Borg	2009	3-4000	Posh Vibrant	2008	8-12 000			
Havila Fortune	2009	3-4000	Posh Virtue	2008	8-12 000			
Havila Aurora	2009	3-4000	Havila Mercury	2007	> 16 000			
Havila Herøy	2009	3-4000	Havila Mars	2007	> 16 000			
Havila Foresight	2008	4000+						
Havila Princess	2005	3-4000						
Havila Favour	1999	4000+						
Havila Faith	1998	4000+						
Havila Fortress	1996	4000+						

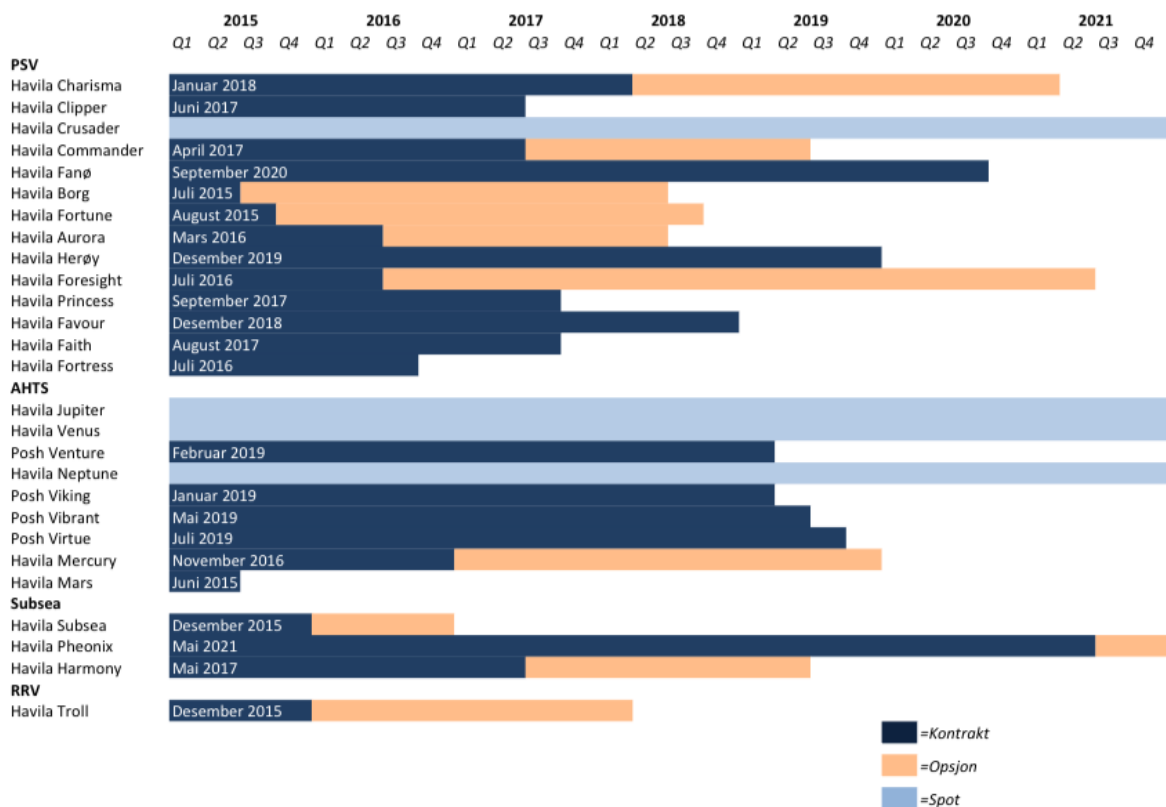
I dag har selskapet ingen aktive nybygg. Gitt dagens markedssituasjon med lav oljepris er det heller ikke forventet nybygg i årene som kommer.

2.2.4 Kontrakter

Kontraktene i offshoremarkedet er hovedsakelig langvarige med eventuelle tilhørende opsjonsmuligheter. Opsjonen gir kunden en rett, men ikke en plikt til å utvide kontrakten. De fartøyene som ikke er under langvarige kontrakter befinner seg i spotmarkedet. Spotmarkedet fungerer slik at fartøyene blir leid ut til bestemte dager som bestemmes av forholdet mellom tilbud og etterspørsel. I motsetning til langvarige kontrakter er spotmarkedet mer volatilt, og i usikre tider kan ratene bli presset ned. Spotmarkedet gir oljeselskapene en stor grad av fleksibilitet ettersom de kan leie inn fartøy etter behov.

I 2014 har flåten oppnådd tidenes høyeste utnyttelsesgrad på 94,5 %. Videre har selskapet hatt en rekordhøy kontraktsdekning på 79 % (83 % inkludert opsjoner) for 2015 og 60 % (80 % inkludert opsjoner) for 2016. Inn mot første kvartal 2015 har Havila fire fartøy som ligger i spotmarkedet. Tre av disse er av typen AHTS, og har ligget der siden leveranse. Mot slutten av andre kvartal vil enda en AHTS og to PSV avslutte sine kontrakter. For PSVene har kundene opsjoner til å forlenge kontrakten, men ledelsen har så langt ikke fått noen signaler om utvidelse. I verste fall kan Havila ende opp med å ha syv fartøy i spotmarkedet mot siste halvdel av 2015 (Havila Q4, 2014).

Figur 5: Oversikt over kontraktstatus (Havila.no)



2.2.5 Inntjening og kunder

I tabellen under har vi inndelt Havila sine fraktinntekter i geografiske segmenter og driftssegmenter. Her kan vi få en indikasjon på hvilke markeder og driftssegmenter som står for mesteparten av omsetningen.

Tabell 3: Inntjening geografisk segment (t.v.) og driftssegment (t.h.) (Havila, 2014)

NOK 1000	2014	%	NOK 1000	2014	%
Norge	546 704	32 %	AHTS	500 921	29 %
Storbritannia	422 442	25 %	AHTS ASIA	63 511	4 %
Danmark	166 834	10 %	PSV	739 661	44 %
Asia	164 223	10 %	RRV	49 413	3 %
Brasil	248 860	15 %	SUBSEA	345 209	20 %
Øvrige	149 652	9 %	Ikke allokert	0	0 %
Total	1 698 715		Total	1 698 715	

Vi ser at Havila opererer internasjonalt, men at 67 % av deres fraktinntekter kommer fra Nordsjøen. Blant driftssegmentene står PSV for 44 % av inntektene i 2014. Dette er naturlig med tanke på at PSV utgjør mesteparten av selskapets flåte. Selv om subsea bare utgjør tre fartøy av flåten, har segmentet en god inntjening. Som vi ser fra driftssegmentet utgjør deres inntjening en andel på 20 % i 2014. Dette har en sammenheng med at subsea er de mest kostbare fartøyene og har vært under kontrakt siden de ble ferdigstilt (Havila, 2014).

De største kundene for et offshore supplyselskap som Havila er store internasjonale olje- og gasselskap. I Nordsjøen er Statoil, British Petroleum, ConocoPhillips og Det Norske store kunder. I området rundt Brasil er Petrobras den største og viktigste kunden for Havila i dag (Havila, 2014).

2.2.6 Konkurrentene

Rederiene vi har valgt som sammenlignbare selskaper i verdsettelsen er Farstad Shipping, DOF Group og Siem Offshore. Til tross for at selskapene har en noe ulik størrelse har de en relativt lik eksponering i de ulike markedssegmentene. Et unntak er DOF sin overvekt i subsea. I likhet med Havila er de konkurrerende selskapene også børsnoterte, noe som vil kunne gi oss et bedre anslag ved den markedsbaserte verdsettelsen. Selskapene, inkludert Havila, vil benyttes som *proxy* for bransjen i nøkkeltallsanalysen og ved andre anledninger når Havila sammenlignes med bransjen. Vi inkluderer Havila for å lage et best mulig estimat for bransjen.

Farstad Shipping ASA

Farstad har i likhet med Havila lange maritime røtter som et familieeid selskap fra en lokal næringsklynge. Farstad har hovedkontor i Ålesund og er notert på Oslo Børs med ticker FAR. I 1956 etablerte Farstad seg innen tradisjonell shipping, men beveget seg over til offshore supply i 1973. I dag er Farstad blant de seks største aktørene på verdensbasis innen store og mellomstore supplyfartøy og opererer i hovedsak i Nordsjøen, Brasil og Australia/Asia (Farstad.no).

DOF Group ASA

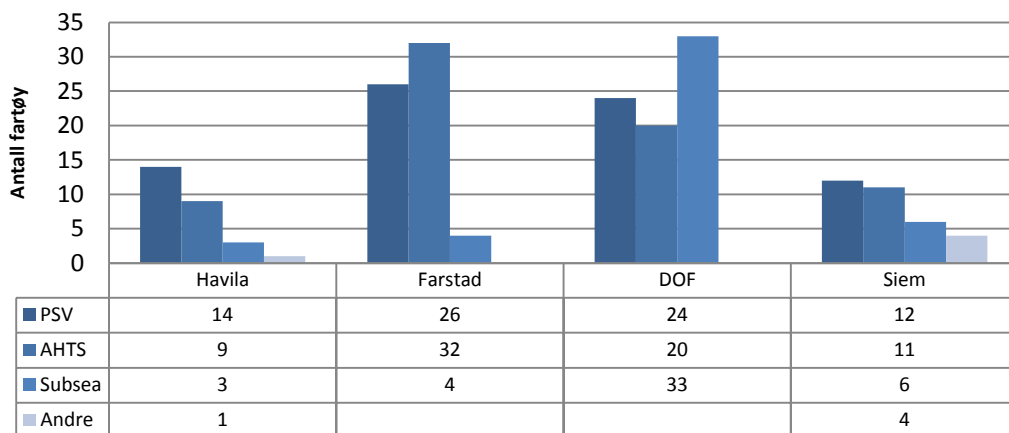
DOF er et børsnotert norsk offshoreselskap med hovedkvarter lokalisert på Austevoll i Hordaland. Selskapet har per i dag en flåte bestående av 77 fartøy. DOF ble etablert i 1981

av familien Møgster og har lang fartstid i bransjen både i Norge og internasjonalt. Selskapet opererer blant annet i Nordsjøen, Brasil, Vest-Afrika og Australia/Asia. DOF skiller seg ut blant konkurrentene ettersom de har valgt å spesialisere seg innenfor subsea-segmentet de siste årene gjennom DOF Subsea AS (DOF.no). DOF er notert på Oslo Børs med ticker DOF.

Siem Offshore ASA

Siem er den yngste av aktørene og ble etablert i 2005 som en spinoff fra Subsea-7 Inc. Siem er registrert på Cayman Island, men er skattemessig hjemmehørende i Norge med hovedkontor i Kristiansand og notert på Oslo Børs med ticker SIOFF. Selskapets regnskap rapporteres i USD hvor de benytter seg av regnskapsspråket IFRS som er fastsatt av EU. Siem har for tiden et omfattende nybyggingsprogram med hele 9 fartøy som skal leveres i løpet av 2015-2016. I all hovedsak opererer selskapet i Nordsjøen, Brasil og Vest-Afrika.

Figur 6: Flåtesammensetning Havila, Farstad, DOF og Siem

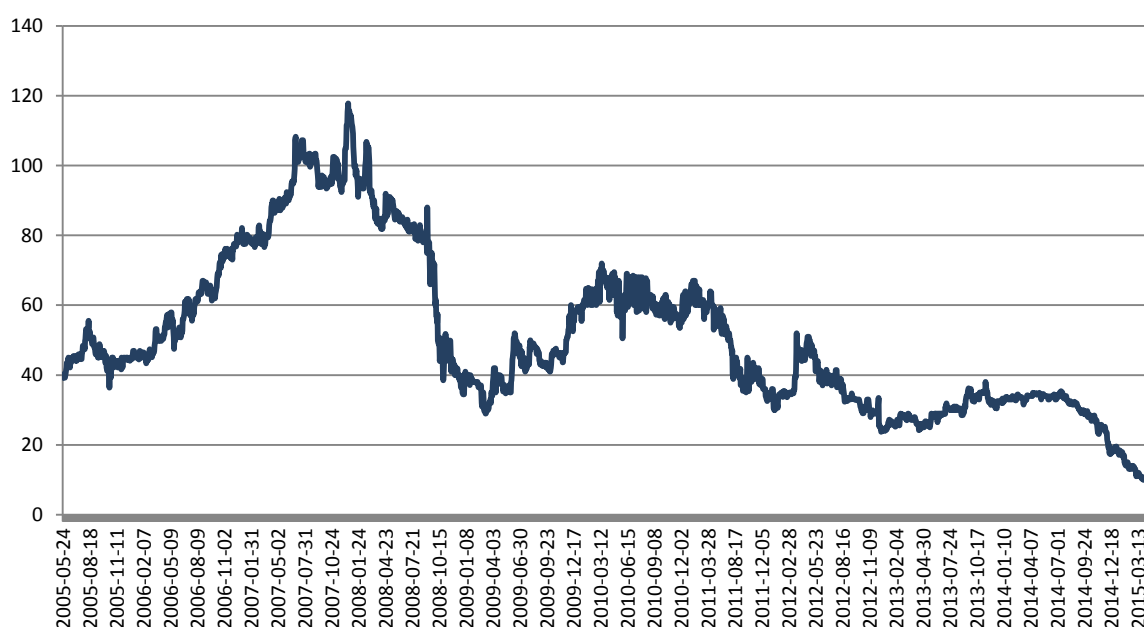


2.2.7 Kursutvikling

Havila ble notert på Oslo Børs 24.05.2005, med tilhørende ticker HAVI. Selskapet har som målsetting å betale utbytte dersom dette er forsvarlig ut ifra egenkapitalsituasjon og inngåtte forpliktelser. På grunn av dagens markedssituasjon betaler ikke selskapet utbytte i år, til tross for gode utsikter ved første kvartal 2014. Det har ikke vært betalt utbytte siden 2007, hvor utbyttet utgjorde 199 millioner som tilsvarte NOK 4 per aksje.

I dag har selskapet 30 179 599 antall utstedte aksjer på børsen med en pålydende markedsverdi på NOK 302 millioner. Dette utgjør NOK 10 per aksje (29.04.2015).

Figur 7: Kursutvikling Havila 04.05.2005 – 29.04.2015 (Oslo Børs)



Vi ser at kursutviklingen historisk har vært utsatt for svingninger og nådde et toppunkt i slutten av 2007 med en aksjeverdi lik NOK 118. I dag har aksjekursen nådd et historisk bunnivå sammenlignet med tidligere år. De bakenforliggende årsakene for utviklingen vil analyseres nærmere i den strategiske analysen. Som nevnt innledningsvis er oljeprisen hoveddriveren for all aktivitet i offshore supply.

3. Verdsettelsesteori

Det finnes flere ulike verdivurderingsmetoder som alle har sine fordeler og ulemper. I dette kapitlet vil vi presentere og beskrive ulike verdsettelsesteknikker. Innenfor verdsettelsesakademia skiller man i hovedsak mellom tre ulike tilnærminger:

- Fundamental verdsettelse
- Komparativ verdsettelse
- Opsjonsbasert verdsettelse

Metodene anses ofte som komplementære og ikke direkte substitutter. Vi vil nå definere de ulike metodene kort og vurdere de individuelt opp mot verdsettelsen av Havila. Avslutningsvis vil vi presentere den valgte verdsettelsesmetoden og gi en mer utfyllende forklaring på hvorfor vi har valgt å benytte oss av den.

3.1 Fundamental verdsettelse

Fundamental verdsettelse er den mest tidkrevende og grundigste av teknikkene presentert ovenfor. Ved en fundamental verdsettelse vil verdien av et selskap eller en eiendel være lik nåverdien av fremtidige kontantstrømmer. Denne metoden utføres i tre steg; 1) lage en prognose på fremtidige kontantstrømmer, 2) estimere et avkastningskrav og 3) diskontere kontantstrømmene tilbake til dagens verdi basert på avkastningskravet (Kaldestad & Møller, 2011).

$$Verdi = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{Kontantstrøm}{(1 + Avkastningskrav)^t}$$

Formel 1: Inntjeningsbasert tilnærming (Kaldestad & Møller, 2011)

For å kunne lage gode prognoser på fremtidige kontantstrømmer må man utføre en strategisk analyse og en regnskapsanalyse. Formålet er å finne historiske trender for selskapet og konkurrentene som skal si oss noe om bransjens fremtidige utvikling. Analysene er viktige ettersom de danner fundamentet for verdsettelsen og skal underbygge estimatene i prognosene (Kinserdal, 2014). Modellen antar at selskapet skal vare evig og vi benytter derfor *Gordons formel* for evig vekst ved slutten av prognoseperioden, også kalt terminalverdi.

$$\text{Gordons formel} = \frac{\text{Kontantstrøm}}{\text{Avkastningskrav} - \text{Vekstfaktor}}$$

Formel 2: Gordons formel (Kaldestad & Møller, 2011)

For å benytte Gordons formel er det viktig at selskapet er i *steady state*, altså at reinvesteringsnivået er stabilt med konstant vekst og avkastning. Hvor lang tid det tar før vi kommer i *steady state* avhenger av hvilken fase bransjen befinner seg i, hvor bransjen er på sykkelen og spesifikke forhold internt i selskapet. Ideelt sett trenger man 6-10 år før man går over i *steady state* (Kinserdal, 2014).

De ulike inntjeningsbaserte verdsettelsesmodellene deles inn i egenkapital- og total kapitalmetoden. Metodene skiller seg fra hverandre ved at egenkapitalmetoden verdsetter egenkapitalen direkte, mens total kapitalmetoden verdsetter egenkapitalen indirekte. Total kapitalmetoden verdsetter egenkapitalen ved å trekke netto finansiell gjeld fra estimert total kapitalverdi.

3.1.1 Dividendemodellen

Dividendemodellen antar at verdien av egenkapitalen er nåverdien av forventede fremtidige dividender. Egenkapitalen blir verdsatt direkte gjennom å prognostisere estimater på dividender fremover, for så å diskontere disse med egenkapitalkostnaden. Modellen er således intuitiv og fornuftig ettersom avkastningen man får som aksjonær kommer i form av utbytte.

$$V_0^{EQ} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D^t}{(1 + k_e)^t}$$

Formel 3: Dividendemodellen (Kaldestad & Møller, 2011)

V_0^{EQ} = Verdien av selskapet

D^t = Forventet dividende per aksje i år t

k_e = Avkastningskravet til egenkapitalen

Gordons formel kan også benyttes her dersom man antar at veksten i dividende er konstant.

$$V_0^{EQ} = \frac{\bar{D}}{k_e - g}$$

Formel 4: Gordons formel (Kaldestad & Møller, 2011)

V_0^{EQ} = Verdien av en aksje

\bar{D} = Utbytte

k_e = Avkastningskravet til egenkapitalen

g = Forventet vekstrate på dividende

Vurdering av dividendemodellen

Hovedproblemet med dividendemodeller er at utbytte fastsettes diskresjonært. Det vil si at styret i selskapet bestemmer utbyttepolitikken og historien kan derfor ikke si noe om utbytte i fremtiden. Dersom selskapet tror de har gode investeringer i fremtiden vil de holde tilbake utbytte, men dersom de ikke har gode investeringer som gir meravkastning utover avkastningskravet vil de gi utbytte. Ettersom man her benytter kravet til egenkapitalen vil man se seg nødt til å justere for kapitalstruktur over tid, noe som vil være svært upraktisk. I tillegg vil nettoprofitten tradisjonelt svinge mye, mens utbytte holder seg forholdsvis stabilt over tid. Stabilt utbytte i seg selv sier lite om selskapets evne til verdiskapning.

3.1.2 Egenkapitalmetoden

Denne modellen verdsetter egenkapitalen ved å diskontere fremtidige kontantstrømmer etter finansielle poster (nettoresultat). Modellen forutsetter i likhet med dividendemodellen at kapitalstrukturen er lik gjennom hele perioden. Dette er som sagt svært upraktisk og kan være problematisk dersom man verdsetter selskaper hvor kapitalstrukturen varierer over tid. Ettersom man her benytter kontantstrømmer etter skatt og finans vil historiske kontantstrømmer påvirkes av finansinntekter og finanskostnader.

$$V_0^{EQ} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{\text{Resultat etter skatt}}{(1 + k_e)^t}$$

Formel 5: Egenkapitalmetoden (Kaldestad & Møller, 2011)

Vurdering av egenkapitalmetoden

Dersom vi bare har finanskostnader i form av rentekostnader vil finanskostnadene holde seg forholdsvis stabile. For et selskap som opererer internasjonalt og har plassering i flere finansielle renteinstrumenter for å *hedge* seg mot valutaeksponering er det derimot store svingninger i netto finansposter. Vi vet at plassering i aksjer/obligasjoner er volatile og

utsatt for tilfeldige/stokastiske bevegelser (Kinserdal, 2014). For et selskap som Havila vil derfor resultat etter skatt være utsatt for store svingninger i netto finansposter. Vi mener derfor at egenkapitalmetoden således ikke er godt egnet som verdsettelsesmetode for Havila.

3.1.3 Residualinntekt / Superprofitt

Residualinntektsmetoden tar sikte på å verdsette egenkapitalen som dagens bokførte verdi av egenkapitalen pluss nåverdien av forventet fremtidig superprofitt. Et selskap sies å ha superprofitt dersom kapitalavkastningen er større enn avkastningskravet.

$$V_0 = BV_0 + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{ri_t}{(1+r)^t} \quad \text{hvor} \quad ri_T = E_t - rBV_0$$

Formel 6: Residualinntekt / Superprofitt (Kinserdal, 2014)

V_0 = Verdien av egenkapitalen

BV_0 = Bokført verdi av egenkapitalen på tidspunkt 0

ri_t = Residual income (Superprofitt)

r = Avkastningskravet

E_t = Earnings (Resultat etter skatt)

Vurdering av superprofittmodellen

Hovedproblemet med denne modellen er at avkastningskravet ikke gir økonomisk mening på bokført egenkapital. Balansen består av en rekke ulike regnskapsregler blandet sammen; historisk kost, ofte avskrevet, nedskrevet, oppskrevet til virkelig verdi, av og til ikke nedskrevet fordi det er "forbigående" og av og til full markedsverdi på eiendelene (Kinserdal, 2014). De fleste selskaper benytter seg av en kortere, såkalt teknisk og økonomisk levetid enn den virkelige levetiden. For eksempel vil et offshorefartøy som er avskrevet over en 15 års periode ha en verdi i balansen som ikke stemmer overens med hvilken verdi fartøyet kan selges for i markedet.

Avkastningskravet gir derimot økonomisk mening dersom alt i regnskapet hadde stått til virkelig verdi. Dette krever høyere grad av verdimåling som vil kunne føre til at objektiviteten og påliteligheten blir redusert ettersom eiendeler må verdsettes ved bruk av takster og ledelsens estimater. I tillegg vil takster være svært kostbart å utføre på større selskap.

3.1.4 Totalkapitalmetoden

Totalkapitalmetoden diskonterer fremtidige kontantstrømmer fra drift med et vektet avkastningskrav som tar høyde for egenkapital- og gjeldsfinansiering. Totalkapitalmetoden har som hensikt å estimere verdien av den underliggende driften i selskapet og verdsetter egenkapitalen indirekte ved å trekke netto finansiell gjeld fra den estimerte selskapsverdien/totalkapitalen.

Vurdering av totalkapitalmetoden

Dersom man baserer verdsettelsen på historiske kontantstrømmer fra drift (EBIT) vil vi mest sannsynlig undervurdere fremtidige vedlikeholdsinvesteringer på grunn av inflasjonseffekter. I tillegg vil man ha store svingninger i arbeidskapitalen (varelager, kundefordringer og leverandørgjeld) som ikke fremkommer i verdsettelsen. Dersom man benytter driftsresultat før avskrivninger (EBITDA) som et estimat på kontantstrøm fra drift vil man få en bedre tilnærming til kontantstrøm fra underliggende drift. Ved å benytte denne metoden regner vi ut verdien mer direkte ved å bruke en *kvaskontantstrøm*, og unngår således mange av svakhetene som inngår i de andre modellene (Kaldestad & Møller, 2011).

3.2 Komparativ verdsettelse

3.2.1 Multiplbasert verdsettelse

Komparativ verdsettelse ved bruk av multipler er en enklere og mer kostnadseffektiv tilnærming sammenlignet med fundamental verdsettelse. Dette gjenspeiler seg også i det faktum at multiplikatormetoden er den mest benyttede verdsettelsesteknikken i praksis. Verdivurdering ved hjelp av multipler gjøres ved å ta utgangspunkt i tall fra resultatoppstillingen eller balansen (skaleringsfaktor) og multiplisere disse med en multiplikator.

$$\text{Verdien av selskapet} = \text{Multiplikator} * \text{Skaleringsfaktor}$$

Formel 7: Multiplbasert verdsettelse

Vanlige multiplikatorer deles vanligvis inn etter balanseorienterte multiplikatorer, resultat- og kontantstrømbaserte multiplikatorer og ikke-finansielle multiplikatorer. Eksempler på kjente multiplikatorer presenteres i tabellen nedenfor.

Tabell 4: Ulike multiplikatorer (Kaldestad & Møller, 2011)

<i>Balanseorientert:</i>	<i>Resultat- og kontantstrømbasert:</i>	<i>Ikke-finansielle:</i>
<ul style="list-style-type: none"> • Price / Book • Price / NAV 	<ul style="list-style-type: none"> • Price / Earnings • Pris / Salg • Pris / Kontantstrøm • Pris / EBIT evt. EBITDA • EV / Salg • EV / EBIT evt. EBITDA 	<ul style="list-style-type: none"> • Pris / Kunde • Pris / Treff hjemmeside

Denne verdsettelsesmetoden estimerer dermed nåverdien av de fremtidige kontantstrømmene indirekte med utgangspunkt i prisingen på relativt like selskaper (Kaldestad & Møller, 2011). En viktig forutsetning for å kunne benytte denne metoden er at selskapene er like. Dette vil være vanskelig å finne i praksis. En måte å sikre seg for feilkilder knyttet til bruk av multipler er å finne en gjennomsnittlig multiplikator basert på flere sammenlignbare selskaper.

Vurdering av multiplbasert verdsettelse

Hovedproblemet er at selskaper sjeldent har lik vekstforventning, risikoprofil, gjeldsstruktur og ikke tar hensyn til unormale resultatposter. EBITDA-multipler foretrekkes fremfor tradisjonelle multipler som P/E og P/B. EBITDA-multipler er uavhengig av avskrivningsprofil, goodwill, opp/nedskrivning og tilfeldige finansinntekter (Kinserdal, 2014). Ved bruk av slike multipler er det viktig at EBITDA-tallene er normalisert og at virkelig-verdi endringer som ikke sier noe om underliggende inntjening er fjernet. Multiplvurdering egner seg godt som et supplement til fundamental verdsettelse og kan brukes som en del av sensitivitetsanalyse og *peer-review* for å etterprøve verdiestimatet.

3.2.2 Substansverdimetoder

Substansverdimetoder, også kalt for balansebasert tilnærming, tar utgangspunkt i hva eiendelene i selskapet kan selges for i markedet i dag. Fokuset er på selskapets eiendeler og deres verdi selvstendig, ikke på prosessene og selve aktiviteten i selskapet (Kaldestad & Møller, 2011).

$$\text{Verdi} = \text{Eiendel} - \text{Gjeld}$$

Formel 8: Substansverdi

For at modellen skal fungere i praksis bør eiendelenes verdi være uavhengige av selskapet, og et marked for eiendelene som selskapet besitter bør eksistere (Kaldestad & Møller, 2011). I en kapitalintensiv bransje som shipping vil denne modellen være relevant ettersom eiendelene er uavhengige av eier og vi kan estimere takst gjennom inntjeningspotensialet til fartøyene. Under presenteres ulike substansverdimetoder.

Bokførte verdier

Som verdsettelsesmetode er bokførte verdier helt uinteressant ettersom verdiene som står i balansen ikke reflekterer virkelige verdier. Eksempelvis sier regnskapsprinsippene etter IFRS at man ikke har lov til å skrive opp goodwill. Her vil verdien man finner hos store merkevarerhus, eksempelvis Coca-Cola, være langt fra reell verdi.

Markedsmetoden

Metoden forutsetter at det finnes et marked for eiendelene. Man summerer alle aktivaene på eiendelssiden og beregner markedsverdi av enkeltaktivaene. Deretter estimerer man latent skatt ved salg basert på beregnet markedspris. Den latente skatten beregnes ved å multiplisere differansen mellom salgsverdi og skattemessig verdi med gjeldende skattesats (27 %). Verdien, *net asset value* (NAV), blir dermed markedsverdi av alle eiendeler fratrukket gjeld og skatt.

Break-up verdi

Denne metoden er relevant for selskap som anses som et konglomerat. Et konglomerat er et selskap som driver med virksomhet innenfor en rekke ulike sektorer som for eksempel norske Orkla. Man estimerer verdien for alle de ulike divisjonene i selskapet enkeltvis og summerer disse til en total *break-up* verdi. Verdien i sum er vanligvis høyere enn børsverdien og differansen kalles for en konglomerat rabatt.

Likvidasjonsverdi

Dersom realisering av verdien skjer raskt vil likvidasjonsverdi være en relevant substansverdimetode. Rask realisering av eiendelene skjer vanligvis ved konkurs. Som en følge av dette vil eiendelene ofte bli solgt til en lavere verdi enn ved en normal salgsprosess som skyldes flere grunner. Bokførte verdier i selskapet forutsetter *going concern*, og er forskjellig fra likvidasjonsverdi. Når et selskap går konkurs er gjerne hele bransjen under press og det kan være vanskeligere å finne en kjøper. Kjøper stiller også gjerne sterkere under kjøpsforhandlinger enn i en vanlig salgssituasjon.

Vurdering av substansverdimetoder

Hovedproblemet med bruk av substansverdimetoder er at de bygger på feil forutsetninger. Ved bruk av slike metoder verdsetter man verdien dersom alle eiendelene hadde vært solgt (likvidasjon) og ser bort ifra nedleggelseskostnader. Vi er opptatt av å verdsette verdien ved å se på samspillet mellom eiendelene og hvordan aktiva benyttes i driften hvor vi forutsetter et going concern. Ettersom Havila opererer innen offshore supply med en noe avledet inntjeningssevne kan denne metoden likevel være relevant. Blant analytikere er det vanlig å estimere NAV basert på kontantstrømmene knyttet til hvert enkelt fartøy.

3.3 Opsjonsbasert verdsettelse

Ved fundamentalanalyse av et selskap er det vanlig at man undervurderer den virkelige verdien av selskapet. Grunnen til dette er at man glemmer å summere verdien av å besitte rettigheten, men ikke plikten til å gjøre bestemte typer tiltak (Kinserdal, 2014). Når vi snakker om driftsrelaterte aktiva snakker vi om realopsjoner og ikke tradisjonelle finansielle opsjoner.

$$V_0 = V_{Statisk/ "as is"}^* + \text{nåverdien av særlig fleksibilitet}$$

Formel 9: Opsjonsbasert verdsettelse (Kaldestad & Møller, 2011)

Vi sier gjerne at opsjonen er nåverdien av særlig fleksibilitet. Eksempler på opsjoner vil her være muligheten til å ekspandere, vente/utsette eller avvikle (Kaldestad & Møller, 2011). Totalverdien til selskapet finnes ved å summere nåverdien av fremtidige kontantstrømmer (statisk verdi) med opsjonsverdien.

Vurdering av opsjonsbasert verdsettelse

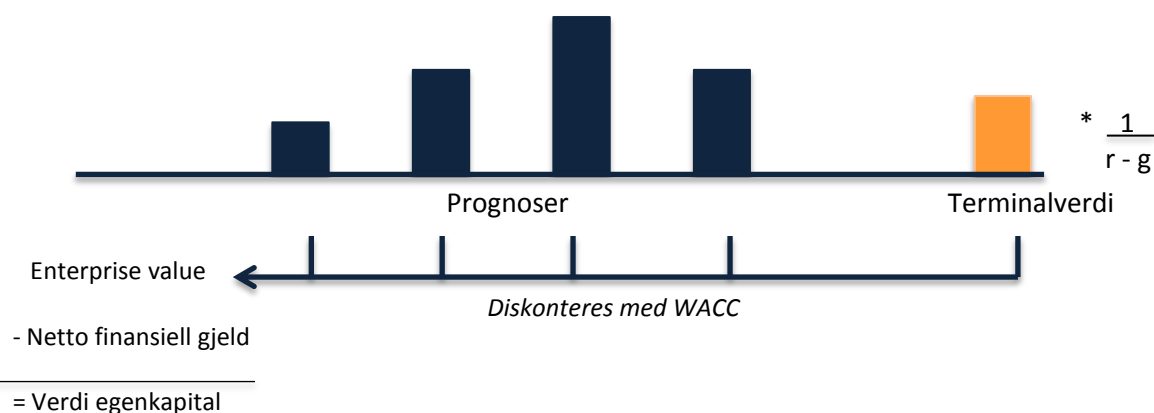
Opsjonsbasert verdsettelse passer best til selskaper som befinner seg i oppstartsfasen og som har generell stor vekst. Metoden vil ikke kunne benyttes som en verdsettelsesmetode alene for mer modne selskaper som Havila. Realopsjonsteorien vil derimot kunne benyttes som et supplement til tradisjonelle DCF-analyser i situasjoner hvor usikkerheten i fremtiden er stor (Kaldestad & Møller, 2011). Dersom man skal benytte opsjonsmodeller som et supplement er det viktig å ikke dobbeltregne for opsjoner i vekstfaktoren under terminalverdien (Kinserdal, 2014).

3.4 Valg av metode

Valg av metode vil avhenge av tilgang på informasjon, tid til disposisjon, krav til pålitelighet, bransje og fase i livssyklus (Kinserdal, 2014). Etersom Havila er et børsnotert allmennaksjeselskap som gjør at det stilles strenge rapporteringskrav for offentliggjøring av informasjon, har vi som eksterne analytikere god tilgang på informasjon. Tid til disposisjon er ikke av relevans ettersom denne utredningen er ett ledd i vår avsluttende masterutredning. Bransjen som Havila opererer i er moden og har historisk vært svært utsatt for konjunkturelle svingninger. For å forstå drivkreftene som ligger bak dagens tilbakegang kreves det en analyse av bransjen som helhet. På bakgrunn av dette har vi valgt å benytte oss av en inntjeningsbasert modell som suppleres med komparativ verdsettelse i form av multippelvurderinger. Optimalt bør man benytte flere tilnærminger i en verdsettelse, hvor inntjeningsbasert og markedsbaserte tilnærminger som regel gir de mest pålitelige svarene (Kinserdal, 2014).

Vi velger å benytte oss av en 2-periodisk DCF-modell som baserer seg på resultat før avskrivninger og nedskrivninger (EBITDA) som et estimat på kontantstrøm fra drift. Denne metoden tar sikte på å estimere fremtidig normalresultat 3-10 år frem i tid pluss et ledd for normalresultat i *evigheten* (terminalverdi). Deretter diskonteres verdiene tilbake til i dag som gir oss verdien på selskapet, *enterprise value*. Verdien på egenkapitalen blir da *enterprise value* fratrukket netto finansiell gjeld (Figur 8).

Figur 8: 2-periodisk DCF-modell (Kinserdal, 2014)



Fremgangsmåte

For at man skal lage gode prognoser kreves omfattende analyser av historisk informasjon og underliggende forhold. Vi vil starte med en strategisk analyse som tar for seg bransjen og makroøkonomiske forhold. I den strategiske analysen er vi på jakt etter gode argumenter for å underbygge estimatene våre for fremtidige kontantstrømmer. Ettersom Havila opererer i et marked som drives av over-/underkapasitet vil vi ikke utføre en intern analyse av selskapet. I et slik marked vil aktørene sammenfalle i trend og det er eksterne faktorer som driver lønnsomheten (EBITDA-marginen) i bransjen.

Etter strategisk analyse vil vi bevege oss over på regnskapsanalysen. Vi må omgruppere balansen for å kunne skille mellom operasjonelle og finansielle elementer som benyttes til å estimere netto finansiell gjeld. Videre vil historiske resultater nøye gjennomgås og her korrigeres det for engangseffekter og forhold som ikke gjentar seg (Kaldestad & Møller, 2011). Normaliseringen av historiske resultater er en viktig prosess for å estimere den underliggende historiske inntjeningen, og vil danne grunnlaget for våre fremtidige prognoser på EBITDA-marginen. Tilsvarende prosess vil utføres for de sammenlignbare selskapene; Farstad, DOF og Siem.

Når strategisk analyse og regnskapsanalyse er utført vil vi estimere prognosene for fremtiden og medfølgende avkastningskrav som skal benyttes i verdsettelsen. Ettersom vi står overfor stor usikkerhet i forbindelse med oljeprisutviklingen vil vi benytte oss av flere ulike scenario. Verdien av selskapet er en vektet sum av de ulike scenarioene. Framtidsutsiktene er ikke normalfordelt og vi vekter scenarioene basert på hva vi anser som mest sannsynlig.

Når vårt estimat på egenkapitalen gjennom den inntjeningsbaserte modellen er gjennomført vil vi utføre markedsbaserte tilnærminger og sensitivitetsanalyser for å etterprøve resultatet. Som en markedsbasert tilnærming vil vi benytte oss av multiplikatormodellen ettersom den er enkel, og kan gi oss et anslag på hvorvidt verdiene som ble estimert i den fundamentale verdsettelsen virker fornuftige i forhold til konkurrentene sin prising.

4. Strategisk analyse

Formålet med en strategisk analyse er å danne seg en forståelse av hvordan et selskap markerer seg i markedet sammenlignet med sine konkurrenter. Den strategiske analysen skal danne grunnlaget for våre fremtidige prognoser i verdsettelsen. Vi vil analysere hvilke faktorer som driver lønnsomheten og veksten til Havila og bransjen. Etersom supplybransjen drives av tilbud og etterspørsel baseres den strategiske analysen på eksterne markedsforhold. Fokus på interne ressurser har av den grunn mindre betydning.

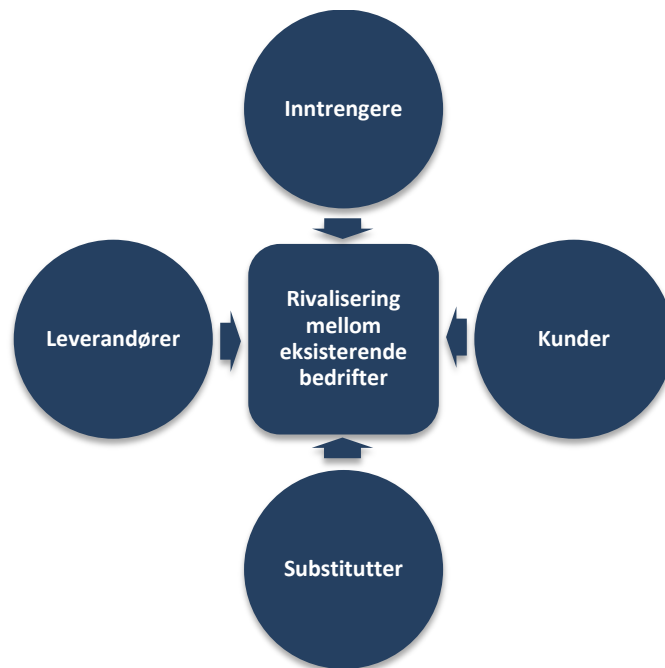
4.1 Ekstern analyse

Eksternanalysen tar for seg bedriftens muligheter og trusler. Her ser vi nærmere på mikro- og makroomgivelser som berører bedriften. I denne analysen har vi valgt å utføre en konkurranseanalyse i form av Porters fem krefter som ser på mikroomgivelsene, og en PESTEL-analyse som ser på makroomgivelsene rundt bedriften. Den eksterne analysen vil gi oss en forståelse av hvordan EBITDA-marginen vil utvikle seg fremover. Dersom vi ser en lav margin kan dette være tegn til overkapasitet i bransjen (Kinserdal, 2014).

4.1.1 Porters fem krefter

Porters fem krefter er en konkurranseanalyse som tar utgangspunkt i den tradisjonelle mikroøkonomiske teorien om tilbud og etterspørsel (Løwendahl & Wenstøp, 2010). Ved hjelp av Porters fem krefter kan bedrifter identifisere hvilke aktører og forhold som utgjør den største trusselen, og dermed bestemme hvor en skal posisjonere seg i markedet. Porter hevdet at konkurransen for profitt går lenger enn bare rivaliseringen blant eksisterende bedrifter og inkluderte derfor fire andre krefter; inntrengere, kunder, substitutter og leverandører (Porter, 1979).

Figur 9: Porters fem krefter



Inntrengere

En bransje defineres som en gruppe av selskaper som tilfredstiller de samme behov (Barney & Delwyn, 2007). Ved å analysere muligheten for inntrengere på konkurransearenaen får vi et bilde av hvor enkelt det er å etablere seg i bransjen (Løwendahl & Wenstøp, 2010). I en bransje med høye inngangsbarrierer vil det være vanskelig for en ny aktør å etablere seg.

Rederinæringen er en mer syklisk, kapitalintensiv og internasjonalt eksponert bransje enn de fleste andre bransjer i Norge (Rederiforbundet, 2015). Kapitalinvesteringer er spesielt knyttet til fartøy, men selskapene investerer også mye i kompetent arbeidskraft. Et etablert selskap med et godt renommé kan ha en fordel når det gjelder rekruttering av mannskap.

Tabell 5: Balanseutdrag anleggsmidler Havila

<i>NOK 1000</i>	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Fartøy	2 354 743	4 116 039	4 769 724	6 939 116	7 654 302	7 516 823	7 467 143
Kontrakter nybygg	923 571	570 012	612 787				
Bygninger og inventar	7 947	8 897	9 506	8 466	5 540	4 953	4 594
Sum varige driftsmidler	3 286 261	4 694 948	5 392 017	6 947 582	7 659 842	7 521 776	7 471 737

Fra utdraget av Havila sin balanse ser vi at det kreves store investeringer på eiendelssiden. Selskapets normaliserte investeringer tilsvarer et anslag på ca 100 % av omsetningen siden oppstarten i 2005 (jfr. avsnitt 6.2.1). Tilgang til kapital vil strengt tatt være den viktigste

barrieren for å entre bransjen, men beløpene vil være overkommelige for aktører som er av en viss størrelse (Kaldestad & Møller, 2011). Tradisjonelt sett har bankene gitt høy giring på ganske gunstige vilkår. Likevel har situasjonen endret seg i kjølvannet av finanskrisen. Staten stiller nå et strengere krav til bankenes kjernekapitaldekning for å sikre finansiell stabilitet. Regelverket, Basel III, gjør at bankene på sin side må stille et strengere krav til sine kunder ved vurdering av likviditet og soliditet (Borchgrevink, 2011). Dette vil trolig gjøre det vanskeligere for nye aktører å komme seg inn i bransjen.

Sammensetningen av den norske flåten har endret seg gradvis de siste årene. Fra tidspunktet når et verft mottar en ordre går det ca 2-3 år før skipet er ferdigstilt. Dette tilsier at behovet for langsiktig finansiering er stort. Offshoreflåten har de siste årene vært i kraftig vekst, men på grunn av dagens markedssituasjon ser vi en tilbakegang av nykontraheringer. Investeringsnivået på den norske sokkelen forventes å falle fremover mot 2016. I dag er flere offshorefartøy lagt i opplag, ansatte er permittert og leveranser av skip ved norske verft er utsatt (Rederiforbundet, 2015). Dette vil trolig gi mindre incentiv for nye aktører til å etablere seg i bransjen.

I supplybransjen, slik som i mange andre bransjer, vil det eksistere effektivitetsgevinster i form av stordrifts- og skalafordeler. En aktør kan dra nytte av disse fordelene ved forhandling med sine leverandører og/eller sine kunder (Løwendahl & Wenstøp, 2010). Dette kan være i form av kvantumsrabatter ved kontrahering av nye skip eller gode betingelser ved langsiktige kontraktsinngåelser med oljeselskap. Videre kan aktørene utnytte størrelse i forhold til selskapets tonnasje. Aktørene i supplybransjen tilbyr ofte tjenester innenfor flere segmenter, og har gode forutsetninger til å fordele sin kompetanse og sine kostnader på tvers av disse. For en ny aktør kan dette være utfordrende.

I hovedsak eksisterer det langsiktige kontrakter mellom rederiene og oljeselskapene. Dette fører naturlig nok til at oljeselskapene vil pådra seg en kostnad ved å bytte leverandør. Det vil her være avgjørende for en ny aktør å levere varer og tjenester som er like bra som det eksisterende tilbudet i markedet. Oppsummert vurderes trusselen fra nye aktører i supplybransjen til å være moderat til lav de neste årene.

Kunder

Havila sitt kundesegment er store, internasjonale aktører som driver med utvinning av olje og gass. Kundene sin forhandlingsposisjon vil i hovedsak være avhengig av tilbudet som

eksisterer i markedet. Offshoreflåten har nærmest doblet seg i løpet av 2000-tallet (Rederiforbundet, 2014). Dette kan begrunnes med en relativt stabil og høy oljepris. Etterspørselen etter skip har med andre ord overgått bransjens totale kapasitet, og kunden har hatt lav forhandlingsmakt. Dagens situasjon viser imidlertid at dette kan komme til å endre seg fremover. Ettersom oljeprisen er på et nivå som vi ikke har sett siden finanskrisen høsten 2008, vil det være fornuftig å anta at etterspørselen etter skip vil avta (SSB.no). Vi kan da få en situasjon hvor kunden styrker sin forhandlingsmakt. En nedgang i prisnivået på de lange kontraktene og ratene i spotmarkedet er med på å underbygge at det kan bli en utfordrende sesong for aktørene i supplybransjen i 2015 (Seabrokers, 2015).

Byttekostnadene til oljeselskapene avhenger av lengden på kontraktene som inngås. I spotmarkedet er byttekostnadene relativt lave og vil i utgangspunktet kunne utgjøre en trussel for selskapene. Ettersom majoriteten av kontraktene for rederiene frem til i dag har vært langvarige anses denne trusselen som liten. Det er verdt å nevne at offshorerederiene for tiden blir forsøkt presset av kundene til å reforhandle prisingen på inngåtte langvarige kontrakter (Havila, 2014).

I dag argumenterer Norges Bank (Q1 2015) og DNB Markets (2015) at oljeinvesteringene på norsk sokkel vil avta de neste tre årene. Denne reduksjonen skyldes blant annet et sterkt press på oljeselskapenes kontantstrøm (Rederiforbundet, 2015). Ettersom oljeselskapene trolig vil redusere sitt aktivitetsnivå forventer rederiene en lavere omsetningsvekst. Det kan bli hardere anbudsprosesser i forhold til å inngå langsiktige kontrakter, og flere skip vil sannsynligvis havne i spotmarkedet. Som vi skal komme nærmere tilbake til senere i kapittelet, har ratene på oppdrag i supplybransjen svekket seg den siste tiden. Samlet viser dette at rederiene må omstille seg når oljeselskapene blir påvirket av en svakere oljepris.

I første kvartal 2015 kjøpte det nederlandske oljeselskapet Royal Dutch Shell det britiske olje- og gasselskapet British Gas Group. Ifølge John Olaisen (2015), leder for ABG Sundal Colliers analyseteam på olje og oljeservice, kan man forvente flere fusjoner og oppkjøp i oljebransjen fremover. Det kan trekkes en parallell til Asiakrisen på 90-tallet hvor det var en fusjons- og oppkjøpsmani blant oljeselskapene. Her ble store aktører som Exxon og Mobil fusjonert. Det kan bli billigere å kjøpe fat på børsen sammenlignet med å kjøpe oljefelt. Således kan det tenkes at oljeselskapene ønsker å kjøpe konkurrenter i stedet for å satse på feltene. For oljeserviceselskapene og supplybransjen vil fusjoner og oppkjøp være negativt. Dette kommer først og fremst av at det vil bli færre kunder på markedet. Totalt sett vil vi

konkludere med at kundene per dags dato utgjør en moderat til høy trussel i bransjen for supply.

Leverandører

Makten til leverandører avhenger av størrelsen på leverandørene og hvor konsentrerte de er i markedet (Barney & Delwyn, 2007). Utviklingen over tid viser at norske verft er viktige for norske rederier. Etter Norge er Kina og Sør-Korea de to viktigste skipsbyggingslandene (Rederiforbundet, 2014). Norske rederier hadde i 2013 ca 47 ordrer på norske verft, og store deler av disse bestillingene er dyre og avanserte spesialfartøy til offshorenæringen. Med dette er Norge det viktigste skipsbyggingslandet for norske rederier i supplybransjen (Rederiforbundet, 2014). Det eksisterer i overkant av 20 verft i Norge, og mange av disse inngår tett samarbeid med lokale rederier. Likevel er det verdt å nevne at det er konkurranse blant verftene om å inngå de beste avtalene med rederiene. Således vil det eksistere en gjensidig avhengighet mellom leverandør og rederi. Generelt for bransjen antas det at leverandørene utgjør en moderat til lav trussel.

Holdingselskapet til Havila er hovedaksjonær i skipsverftet Havyard Group ASA. Havyard bygger skip, leverer design, skipsutstyr og systempakker til redere og skipsverft i Norge og i utlandet (Havyard.com). På grunn av Havila sin tilknytning til Havyard anser vi at leverandørene utgjør en lav trussel for Havila.

Substitutter

Substitutter er aktører som kan dekke en kundes behov på en annen måte enn det de eksisterende aktørene på konkurransearenaen gjør i dag (Løwendahl & Wenstøp, 2010). En substitutt kan påvirke lønnsomheten i en bransje ved å øke konkurransen og redusere markedsandelene til eksisterende aktører. Fordi skipene som brukes i supplybransjen er avanserte og krever spesialisert kompetanse og utstyr velger vi å vurdere denne trusselen som lav.

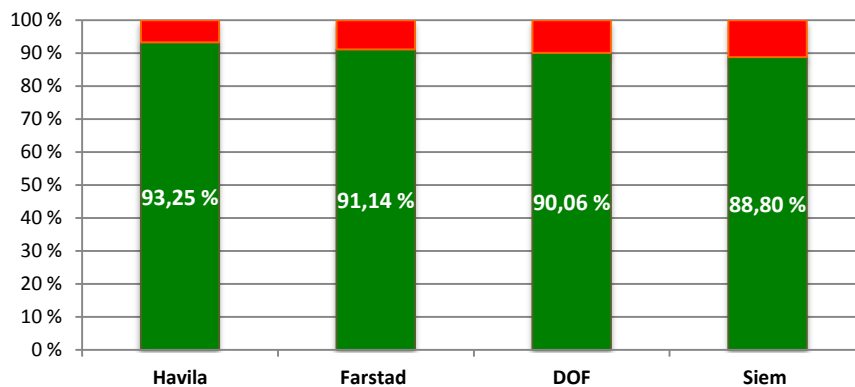
Konkurrenter

Ved å analysere konkurrentene i bransjen vil vi få en forståelse av hvor høy og stabil konkurranseintensiteten er (Løwendahl & Wenstøp, 2010). Dersom det eksisterer sterk konkurranse er det vanskeligere for et selskap å finne en posisjon som gir gode marginer. Markedsvekst, produktdifferensiering og konkurranseintensitet er faktorer som vi velger å analysere videre.

Havila opererer i en bransje med flere store og mellomstore aktører. Globalt består bransjen av rundt 178 operatører (Farstad, 2012). I dag har Havila en flåte på 27 skip. Dette er på størrelse med Siem som opererer med 29 skip innenfor samme segment. De største selskapene i Norge, Farstad og DOF, har en flåte bestående av henholdsvis 62 og 77 skip. Fordi OSV-bransjen består av mange aktører med lik størrelse, vil det ikke være noen dominerende konsentrasjon i markedet. Samtidig blir prisene på tjenestene som leveres innen offshore supply påvirket av lønnsomheten til oljeselskapene. Dette betyr at operatørene i bransjen står overfor de samme ratene uavhengig av størrelse.

I sypplybransjen er det viktig for aktørene å oppnå en høy utnyttelsesgrad på flåten sin til gode rater. Rederiene har høye faste kostnader, og er avhengig av god kapasitetsutnyttelse for å kunne oppnå høyest mulig EBITDA-margin (Kinserdal, 2014). Utnyttelsesgraden sier hvor stor andel av flåten som rederiene får aktivisert. Denne er med andre ord avhengig av etterspørselen av OSV og subsea. Rederiene er sårbare for variasjon i etterspørselen, hvor man ved høy etterspørsel kan forvente gode rater og vice versa. Ettersom oljeprisen har vært stabil på i overkant av USD 100 per fat de siste årene, har ratene i OSV-bransjen holdt seg stabile. Dette har også medvirket til en høy historisk utnyttelsesgrad for rederiene.

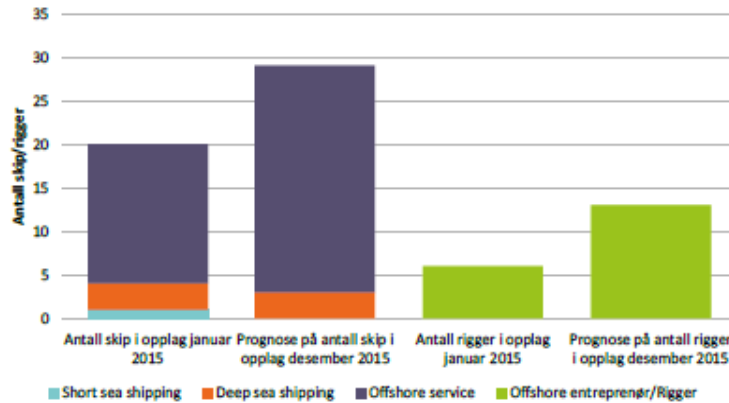
Figur 10: Gjennomsnittlig flåteutnyttelse
(Kvartalsrapporter 2008-2014 for Havila, Farstad, DOF og Siem. Beregnet ved ujustert gjennomsnitt)



Figuren viser gjennomsnittlig utnyttelsesgrad for rederiene i perioden fra 2008-2014. Det kommer frem at rederiene har hatt en relativt høy aktivisering på flåtene. Mesteparten av flåtene opererer under lange kontrakter som har vært med på å skape god historisk kapasitetsutnyttelse. I dag ser vi at lavere aktivitet hos oljeselskapene resulterer i overkapasitet hos offshore sypplyselskapene. Overkapasitet betyr at rederiene har for mange fartøy i forhold til etterspørselen i markedet og det forventes en kraftig reduksjon i utnyttelsesgrad. Det kan tenkes at det blir en hardere kamp om å vinne anbudsprosessene i

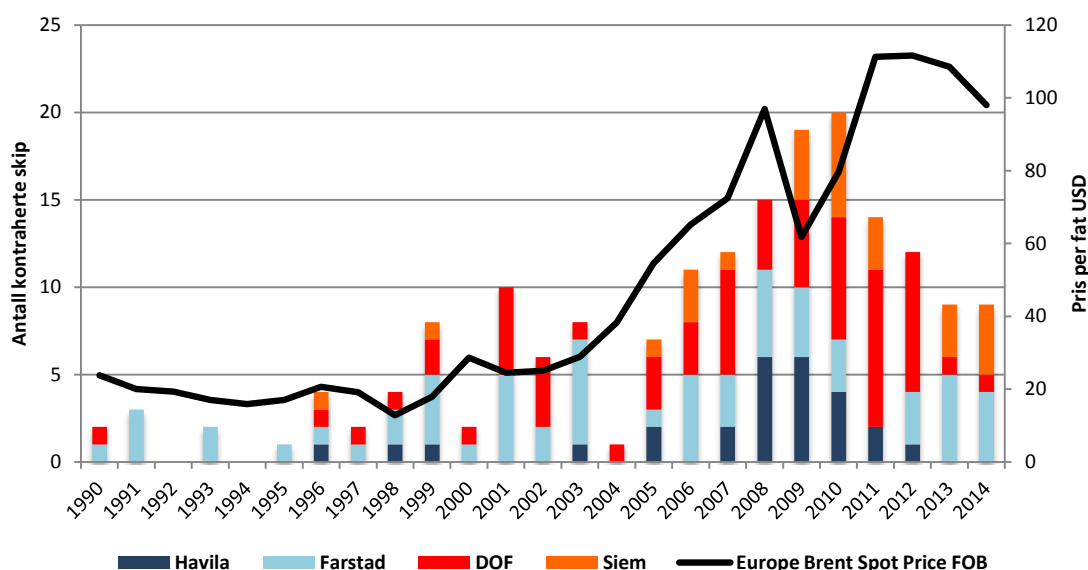
fremtiden. Dette vil sannsynligvis føre til at flere fartøy opererer i spotmarkedet eller legges til opplag. I en undersøkelse utført av Rederiforbundet (2015) spår markedsaktørene en forverret situasjon hvor det antas 29 fartøy i opplag ved utgangen av 2015 (figur 11).

Figur 11: Skip og rigger i opplag per januar 2015 og prognose for desember 2015 (Rederiforbundet, 2015)



En lav EBITDA-margin tyder ofte på at det eksisterer overkapasitet i bransjen. Her er det spesielt to momenter vi vil diskutere. For det første har det vært oppbremsing blant oljeselskapene som følge av en lavere oljepris. Dette har gått hardt ut over serviceselskapene i markedet (Maritime.no). For det andre er det relevant å studere kontraheringen av fartøy i bransjen. Kontrahering er en skriftlig kontrakt som rederiene inngår med verftene ved bestilling av fartøy. Ettersom det tar lang tid å bygge et skip vil det alltid være en iboende risiko forbundet med å inngå en kontrakt mot fremtiden. Dersom man er på vei inn mot en konjunkturoppgang vil det ligge en stor verdi i å ha fartøy som snart er klare for levering. Et viktig konkurransefortrinn vil her være evnen til å time og forhandle frem gode forbindelser med sine leverandører (Kaldestad & Møller, 2011). I årene etter finanskrisen sank driftsmarginene markant blant norske rederier. Dette skyldtes både finanskrisen og ettervirkninger forbundet med sterk kontrahering av nye skip i årene før finanskrisen slo inn (Rederiforbundet, 2014). Etter finanskrisen har kontraheringen av skip stagnert og flatet noe ut.

Figur 12: Oversikt over kontraheringer av skip og utvikling i oljeprisen (data hentet fra hjemmesidene til Havila, Farstad, DOF, Siem og U.S. Energy Information Administration (EIA))



Tabell 6: Gjennomsnittlige rater ved januar mnd. år 2014/2015 (Seabrokers.no)

	Januar 2015	Januar 2014	% endring	Minimum	Maksimum
Supply PSV < 900MP	59 306	99 620	-40 %	40 772	139 789
Supply PSV > 900MP	71 537	128 451	-44 %	43 684	192 210
AHTS < 18 000BHP	146 091	303 793	-52 %	58 246	349 473
AHTS > 18 000BHP	243 035	356 623	-32 %	59 993	582 455

Tabell 6 viser endringen i ratene ved januar måned i 2014 og 2015. Tallene representerer ratenivåene for PSV og AHTS. Som vi ser har det vært en betydelig nedgang mellom de to periodene. En krevende markedssituasjon fører til press på ratene, og for mange av fartøyene vil trolig ratene falle ned mot operasjonskostnadene (Rederiforbundet, 2015). Dette vil som tidligere nevnt kunne lede til fartøy i opplag.

I supplybransjen er det vanskelig for konkurrentene å differensiere seg fra hverandre. Produktdifferensiering er når det eksisterer ulike preferanser til varer og tjenester som er likestilte (Løwendahl & Wenstøp, 2010). Dette kan begrunnes med at oljeselskapene stiller strenge krav i forhold til sikkerhet, avansert utstyr og teknologi.

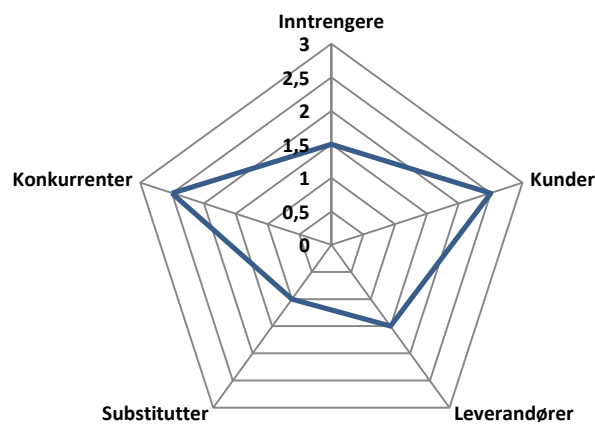
Avvikling av en virksomhet på en konkurransearena kan innebære høye kostnader. Supplybransjen er svært kapitalintensiv og preges av store investeringer. Selv om et rederi går konkurs vil kapasiteten normalt ikke trekkes ut av markedet (Kaldestad & Møller, 2011).

Dette vil være avhengig av nivået på ratene og marginene i bransjen. Dersom ratene er høye, vil den som overtar skipene oftest oppnå større inntjening ved å beholde skipene i markedet fremfor å sende dem til opphugging. I et svakere marked ville ikke dette være lønnsomt. Historisk anses konkurransen i markedet for å være moderat. I dagens marked og fremover vil det være avgjørende for selskapene å utnytte sin kapasitet når det er press i markedet. Hardere anbudsprosesser og økende tilførsel i spotmarkedet mener vi vil styrke konkurranseintensiteten.

Oppsummering Porters fem krefter

På grunn av nedgangen i oljeprisen anser vi kundene (oljeselskapene) og konkurrentene som de mest kritiske faktorene i analysen av Porters modell. Vi antar her at kundene vil styrke sin forhandlingsposisjon i bransjen og at konkurranseintensiteten øker. Samtidig konkluderer vi med at leverandørene vil utgjøre en moderat til lav trussel. Dette begrunnes med at oljesektoren som helhet vil svinge med endringen i oljeprisen. Vi forventer at inntrengere og substitutter ikke vil utgjøre noen nevneverdig trussel.

Figur 13: Oppsummering Porters fem krefter

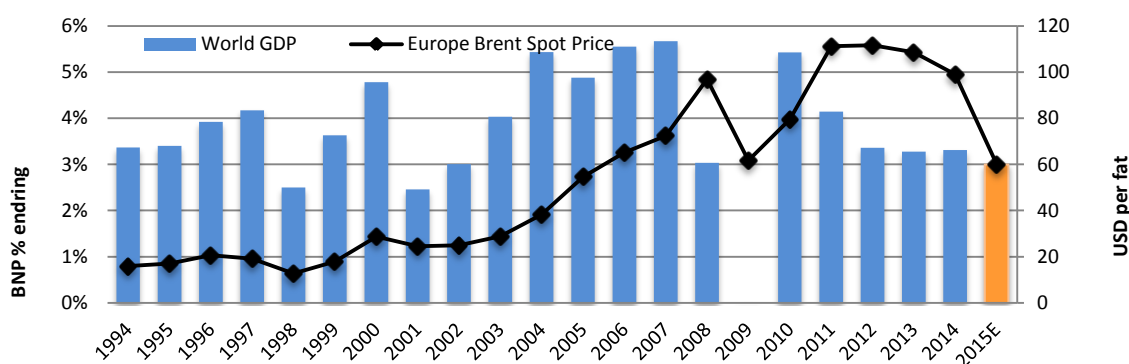


4.1.2 Makroøkonomiske forhold

Makroøkonomiske forhold retter seg mot nasjonale og internasjonale økonomiske sammenhenger, og hvordan disse påvirker aktører både nasjonalt og globalt (Doppelhofer, 2014). Bruttonasjonalprodukt (BNP) er en variabel som ofte benyttes som en indikator på hvordan økonomien utvikler seg. Fluktuasjonene representerer det faktiske nivået i BNP og svinger i forhold til den trendmessige utviklingen. Dersom faktisk BNP ligger over

trendnivået er det stort press i økonomien. Her vil aktørene sannsynligvis ha god kapasitetsutnyttelse. Motsatt vil det være lavt press i økonomien dersom faktisk BNP ligger under trend. Dette kan indikere at økonomien befinner seg i en krisesituasjon. Finanskrisen er et eksempel på en slik tilstand. Effektene av en fluktusjon dør gradvis ut, men nye fluktasjoner vil oppstå (Doppelhofer, 2014).

Figur 14: BNP verdensindeks og oljepris (historisk BNP hentet fra Knoema.com. Prognosene for 2015 er basert på futurepriser for Crude Oil Brent (Barchart.com) og Worldbank.com sin analyse av BNP)



Fra figuren kommer det frem at den prosentvise endringen i BNP-nivået for verden samlet har avtatt og flatet ut de siste årene. Det kan se ut som om verdensindeksen i BNP er en ledende faktor for utviklingen i oljeprisen. Studier fra Kilian (2009) viser at det er en gjensidig årsaks- virkningssammenheng mellom oljepris og makroøkonomiske størrelser. Ettersom oljeprisen har falt markant den siste perioden har usikkerheten rundt verdensøkonomien og norsk økonomi økt. Dette har blant annet bidratt til at styringsrenten i Norge ble satt ned fra 1,50 % til 1,25 % i fjerde kvartal 2014. Utsiktene fremover kan ifølge Norges Bank (2014) antas å bli mer volatile sammenlignet med tidligere perioder.

Den globale balansen mellom tilbud og etterspørsel av olje påvirker nivået på oljeprisen. Prisen som olje og gass blir handlet på er grunnleggende for aktiviteten i bransjen for OSV og subsea (jfr. figur 1). Således er prisen på varene og tjenestene som Havila leverer sammenfallende med nivået på oljeprisen. Fra juni 2014 til januar 2015 falt oljeprisen med hele 60 %. Det er spesielt to nøkkelfaktorer som kan forklare denne utviklingen. For det første har flere land redusert sin etterspørsel etter olje den siste tiden samtidig som produksjonen har blitt holdt oppe. Således har det blitt et overskuddstilbud i markedet. Videre har økt oljeproduksjon i USA og Russland ført til at *Organization of the Petroleum Exporting Countries* (OPEC) har endret sin markedsstrategi fremover (Nordea Markets,

2015). Resultatet har vært en nedgang i oljeprisen på et nivå som vi ikke har sett siden finanskrisen ved årsskiftet 2008/2009. En lavere oljepris vil påvirke aktiviteten og lønnsomheten til oljeselskapene, noe som trolig vil føre til lavere investeringer og aktivitet i oljenæringen (Norges Bank, Q1 2015). De siste årene har også kostnadsnivået på norsk sokkel økt markant. Sammen med oljeselskaperens nivå på kostnader, investeringer og produksjon, vil utnyttelsesgraden på riggene være avgjørende for etterspørselen etter fartøy i offshore supplybransjen.

Porters fem krefter tok for seg de mikroøkonomiske omgivelsene i supplybransjen. PESTEL-analysen berører de makroøkonomiske forholdene rundt selskapet, og hvordan dette påvirker deres verdiskapning (Løwendahl & Wenstøp, 2010). Forkortelsen PESTEL består av seks hovedgrupper; politiske forhold, økonomiske forhold, sosiale forhold, teknologiske forhold, sosiokulturelle forhold og juridiske forhold. Vi vil fokusere på de faktorene som vi vurderer som de mest underliggende for supplybransjen generelt, og som har størst forklaringskraft på dagens utvikling av prisen på olje og gass.

Politiske og miljømessige forhold

Politiske forhold retter seg mot den politiske stabiliteten i et land, og i hvilken grad myndighetene griper inn i næringslivet. I bransjen til Havila er det flere myndigheter å forholde seg til ettersom selskapet opererer globalt.

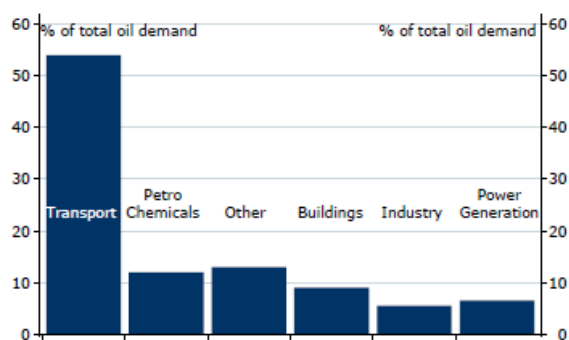
Som følge av strengere krav til maritim næring vil aktørene kunne bli pålagt å redusere sine skadelige utslipp til luft og vann. For supplybransjen betyr dette å redusere utslipp og unngå å overføre fremmede organismer til sårbare økosystemer med ballastvannet fra et kontinent til et annet (Rederiforbundet, 2014). *International Maritime Organization* (IMO) har vedtatt reguleringer som vil føre til en mer miljøvennlig transport mellom kontinentene ved å innføre et renere drivstoff. Dette vil trolig øke drivstoffskostnadene for rederiene.

Politiske tiltak har blitt foretatt for å tilpasse norsk konkurransedyktighet til en verden i konstant endring (Rederiforbundet, 2014). Innføringen av et norsk rederiskattesystem i 2007 var et viktig tiltak som gjorde det attraktivt for de norske rederiene å satse i Norge. Et selskap innenfor ordningen er fritatt for skatt på driftsinntektene og betaler en moderat tonnaskatt (Skatteetaten.no).

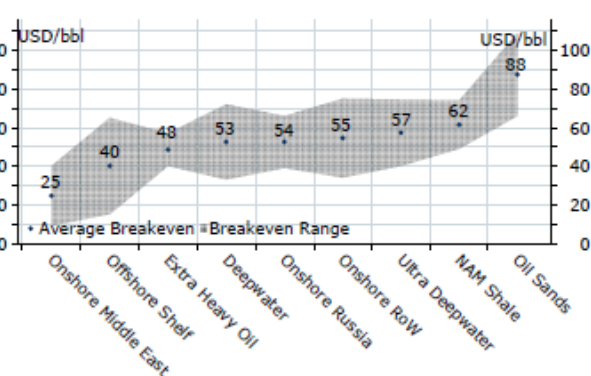
Befolkningsvekst og en økt velstand i lav- og mellominntektsland vil føre til økt etterspørsel etter energi. Per dags dato er fossilt brensel, derav olje, kull og gass, den mest dominerende

energikilden. I dag står transport for over 50 % av oljeetterspørselen (figur 15). Likevel er det en forventning om at denne vil reduseres i fremtiden. Det er større fokus på klimakrisen og klimapolitikken rettes mot alternative kilder av energi (Rederiforbundet, 2014). Ny teknologi gir stadig bedre og mer effektive batterier og motorer. Samtidig faller kostnadene ved produksjon av fornybare energikilder. Flere land har derfor i større grad gått over til bruk av naturgass og fornybare energikilder som bioenergi, solenergi og vindkraft.

Figur 15: Kilder til oljeetterspørsel
(Nordea Markets, 2015)



Figur 16: Prognose på ny likevektspris
(Nordea Markets, 2015)

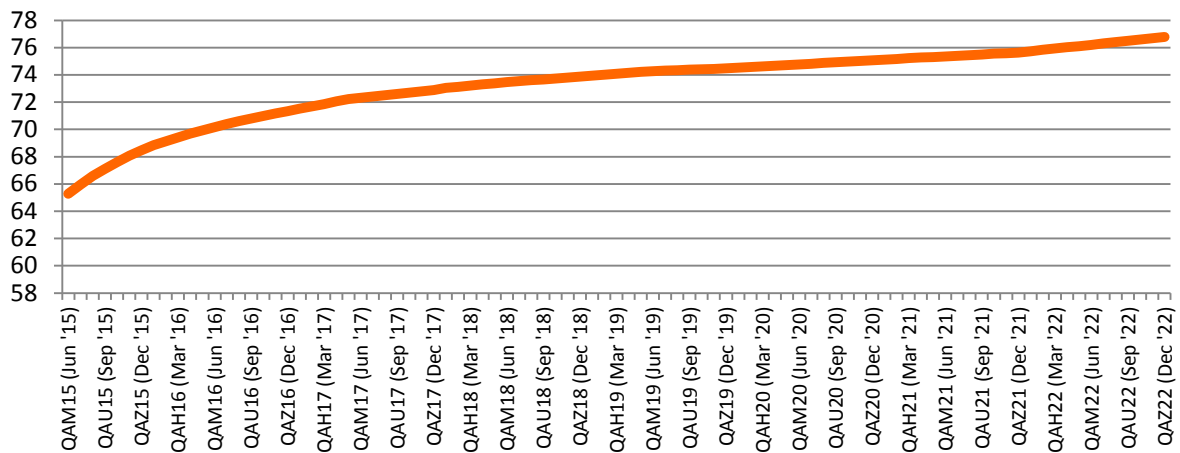


OPEC har som hovedoppgave å stabilisere markedet for olje og gass. Frem til november 2014 har organisasjonens medlemsland klart å holde en stabil oljepris på rundt USD 110 per fat med en estimert marginalkostnad på ca USD 90 per fat (Nordea Markets, 2015). Økt konkurranse fra andre land har imidlertid drevet oljeprisen i en annen retning. For å unngå å miste markedsandeler opprettholdt OPEC sine produksjonskvoter gjennom medlemslandet Saudi Arabia. Denne strategien gjorde at konkurransen forsterket seg ytterligere. Med et mer konkurransedrevet marked kan det antas at oljeprisen vil bevege seg mot en ny likevektspris som vil nærme seg marginalkostnaden. Ifølge oljeanalytiker Thina Saltvedt (Nordea Markets, 2015) kan det også forventes at OPEC vil redusere sin ledige kapasitet ved å kvitte seg med de dyreste produsentene i markedet. Slik vil marginalkostnaden kunne presses ytterligere ned, og likevektsprisen kan drives mot et nivå på USD 80 per fat. Fra figur 16 vises gjennomsnittlige *break-even* priser for ulike produksjonsområder. Break-even prisen viser når de beregnede inntektene er lik de beregnede kostnadene. Det merkes at oljeprisen ikke skal gå langt under USD 80 per fat før produksjonen ikke lønner seg.

En terminkontrakt (futures) kan defineres som en bindende kontrakt mellom to parter om å kjøpe eller selge en vare ved en fastsatt leveringsdato en gang i fremtiden. Kontrakten tar utgangspunkt i en fastsatt pris ved inngåelse av avtalen. På denne måten kan man sikre seg

mot eventuelle pris-/kurssvingninger. Figur 17 viser futurepriser i perioden fra juni 2015 til desember 2022. Verdiene er basert på den siste prisen som kontraktene ble handlet for.

Figur 17: Futurepriser i USD for Crude Oil Brent 25.04.2015 (Barchart.com)



Vi vil benytte oss av terminkontrakter hentet fra barchart.com for å kunne gi et estimat på oljeprisen i prognosene. Dagens terminmarked viser at oljeprisen kan forventes å ha en slak stigning mot USD 80 per fat de neste årene.

Per dags dato er etterspørselen etter olje størst i USA, Kina og Europa (OPEC Oil Market Report, 2015). Etterspørselen i USA skyldes først og fremst landets økonomiske fremskritt. Dette er spesielt rettet mot økende behov for olje i transport- og industrinæringen som et resultat av lavere priser på drivstoff. Som sagt innledningsvis i kapittelet har produksjonen økt betraktelig i USA og Russland. Det kan forventes at USA etter hvert vil bli selvforsynt med olje. I både Asia og Europa har etterspørselen etter olje vært høy, men i senere tid har også denne trenden endret seg. Som et resultat av flere år med kraftig økonomisk ekspansjon og store investeringer har Kina opparbeidet seg en solid gjeld. Ifølge Nordea Markets (2015) vil Kina bremse ned investeringene, og etterspørselen etter olje vil derfor avta. Europa har også merket en svakere global økonomi. Her har spesielt de fire store forbrukerne av olje, Tyskland, Frankrike, Italia og Storbritannia, redusert sitt behov ettersom industri- og produksjonsnæringen har avtatt (OPEC Oil Market Report, 2015). I eurosonen antas det at oljeetterspørselen fortsatt vil påvirkes av høy gjeld, ledig kapasitet og stram budsjettpolitikk (DNB Markets, 2015). Samlet sett har etterspørselen etter olje blitt redusert. Til tross for dette har OPEC så langt opprettholdt sine produksjonskvoter samtidig som at land utenfor Europa, spesielt USA og Russland, øker sin produksjon (Norges Bank, Q1 2015). Tilgangen

på olje i markedet er med andre ord svært god, og overskuddsproduksjonen kan dermed bli mer langvarig enn først antatt. Dette betyr at oljen må på lager og at bufferen i oljemarkedet øker. Oppsummert kan effektene av et mer konkurransedrevet marked føre til at oljeprisen holder seg nede og muligens beveger seg mot en ny likevektspris.

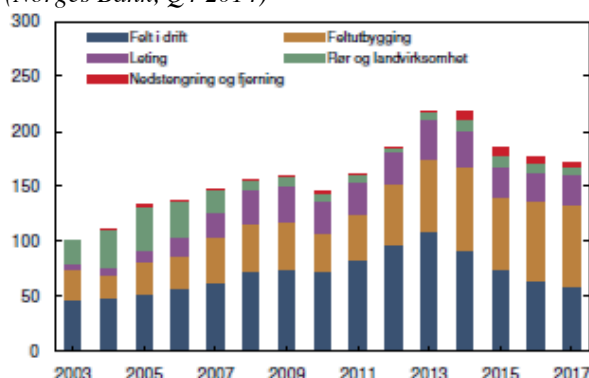
Økonomiske forhold

Økonomiske forhold baserer seg på faktorer som kan påvirke økonomien i et bestemt land, eller verdensøkonomien globalt sett. Her inngår faktorer som BNP, valutarisiko og renterisiko. Fordi investeringer og produksjon i offshorenæringen påvirker supplybransjen vil vi i tillegg analysere dette. Analysen vil sannsynligvis gi oss en indikasjon på hvordan økonomisk vekst påvirker bransjen for offshore supply, altså hvordan den økonomiske veksten henger sammen med etterspørselen etter olje og gass.

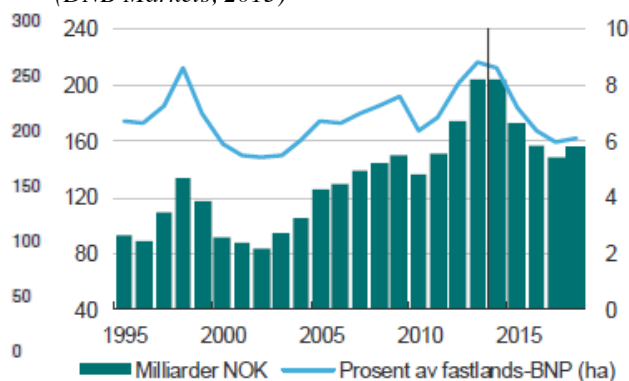
BNP og investeringer

De siste årene har man prøvd å få verdensøkonomien tilbake etter det kraftige tilbakeslaget ved finanskrisen. Fremdeles er det stor usikkerhet i flere økonomier på grunn av høy gjeldsgrad og strukturelle mangler (OPEC Oil Market Report, 2015). Det viser seg at den forventede veksten i global BNP for 2015 har flatet litt ut sammenlignet med hva den var i starten av 2014. Ifølge markedsrapporten fra OPEC (2015) er det konstatert en nedgang i forventet global BNP på omtrentlige 0,2 prosentpoeng, fra 3,6 % til 3,4 %. Fordi verdensøkonomien har utviklet seg noe svakere i senere tid har veksten i oljeetterspørselen dempet seg. Investeringene i den globale oljenæringen på lang sikt er sammenfallende med utviklingen i oljeprisen. En lavere oljepris innebærer at lønnsomheten av aktuelle investeringsprosjekter svekkes. Det er stor usikkerhet rundt prosjekter som ikke lenger kan generere en tilstrekkelig høy risikojustert forventet avkastning (DNB Markets, 2015).

Figur 18: Oljeinvesteringer ved ulike segment (Norges Bank, Q4 2014)



Figur 19: Oljeinvesteringer i Norge (DNB Markets, 2015)



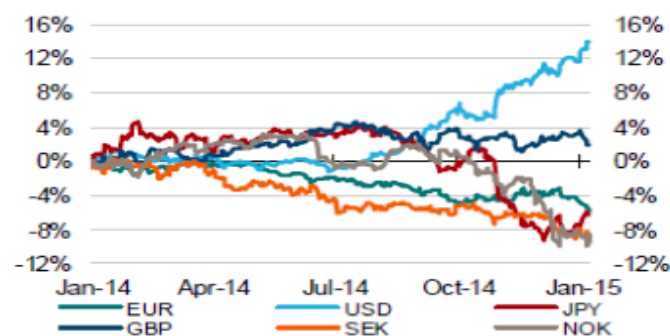
Ifølge Norges Bank (2014) anslås investeringene i offshorenæringen på norsk sokkel å flate ut etter å ha økt med over 10 % per år i de tre foregående årene (figur 18). DNB Markets (2015) argumenterer for at oljeinvesteringene vil falle med nesten 30 % de neste tre årene (figur 19). Oljeprisnedgangen påvirker både investeringsviljen og investeringsevnen til oljeselskapene. Færre prosjekter blir vurdert som lønnsomme. Sammen med økte kostnader for oljeselskapene og lavere forventede kontantstrømmer, vil dette bety lavere aktivitet på riggene. Historisk har endringer i oljeprisen gitt utslag i ratenivåene og utnyttelsesgraden for rederiene i OSV-markedet. Under analysen av bransjen forklarte vi hvordan utnyttelsesgraden og ratene påvirket aktørene i supplybransjen. Ettersom det er en signifikant nedgang i ratenivåene for PSV og AHTS i 2015 kan det antas at dette vil påvirke rederienes lønnsomhet fremover.

Valutarisiko

Clements og Fry (2006) argumenterer for at globale råvarepriser påvirkes av endringer i valuta. Oljeprisen måles i amerikanske dollar per fat og dollarens utvikling har en effekt på prisnivået. Dette forholdet vil være avhengig av flere faktorer. For det første er det forutsatt at landet som utsteder valutaen har en sterk posisjon i markedet. Videre er det også avhengig av fluktuasjonene i markedet (Coudert et al. 2014). Valutaen vil spesielt påvirke prisen på olje i perioder med høy volatilitet i markedet. I senere tid har det vært større svingninger rundt tilbuds- og etterspørselssiden i oljemarkedet på grunn av en mer usikker økonomi. Dette har resultert i at oljemarkedet har blitt mer utsatt for svingninger i dollaren. En styrking av dollaren har derfor bidratt til en lavere oljepris (Norges Bank, Q4 2014).

Årsaken til dollaren sin appresiering henger sammen med USA sin posisjon i verdensmarkedet. Den siste perioden har vi opplevd en solid utvikling i landet. Sterk vekst i skifergass- og oljeindustrien har ført til økte foretaksinvesteringer (Norges Bank, Q4 2014).

Figur 20: Handelsveide valutakurser, prosentvis endring siden 01.01.2014 (DNB Markets, 2015)



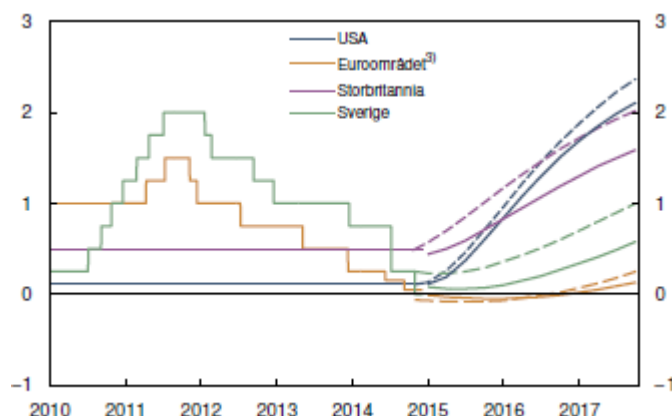
Fra figur 20 vises prosentvis endring i utvalgte handelsveide valutakurser fra januar 2014. Dollaren har hatt en klart sterkere vekst i forhold til de andre valutaene. Dette betyr at bransjer tilknyttet oljenæringen, derav offshore supply, kan komme til å merke en nedgang.

Konsernresultatene til Havila påvirkes av variasjoner i den norske kronen målt mot øvrige valutaer som konsernet er eksponert mot. Valutarisikoen oppstår når fremtidige inntekter, balanseførte eiendeler eller forpliktelser er avtalt i en annen valuta som benyttes som grunnlag i konsernets regnskaper (Havila, 2013). Selskapet motvirker dette ved å benytte seg av valutaterminkontrakter. Likevel sikrer selskapet bare deler av inntektene i USD, EUR og GBP. I 2014 hadde selskapet et netto valutatap på NOK 37 millioner. Valutatapet skyldes hovedsakelig en styrking av USD mot slutten av 2014.

Renterisiko

Rentenivået har de siste årene holdt seg nede. På grunn av en svakere oljepris er utsiktene for verdensøkonomien og norsk økonomi svekket. For å motvirke faren for en betydelig nedgang i norsk økonomi vedtok hovedstyret i Norges Bank å sette styringsrenten ytterligere ned i fjerde kvartal 2014 (Norges Bank, Q4 2014). Vedtaket gjorde at styringsrenten ble satt ned med 0,25 prosentpoeng fra 1,50 % til 1,25 %. Denne trenden ser vi også i andre land. Svake vekstutsikter i verdensøkonomien kombinert med en ekspansiv pengepolitikk har bidratt til en rentenedgang i Japan og land i euroområdet. Den europeiske sentralbanken har valgt å holde styringsrenten på 0,05 % (ECB, 2014). Oljeprisfallet tvinger dermed frem en mer ekspansiv pengepolitikk som tar sikte på å øke aktivitetsnivået og presset i økonomien (DNB Markets, 2015).

Figur 21: Prognoser på rentekurver (Norges Bank, Q4 2014)



I en kapitalintensiv bransje som offshoresupply vil det være gunstig med en lav rente. Her er gjeldsgraden normalt sett høy. En lav rente vil da bety at det faller lave finanskostnader på

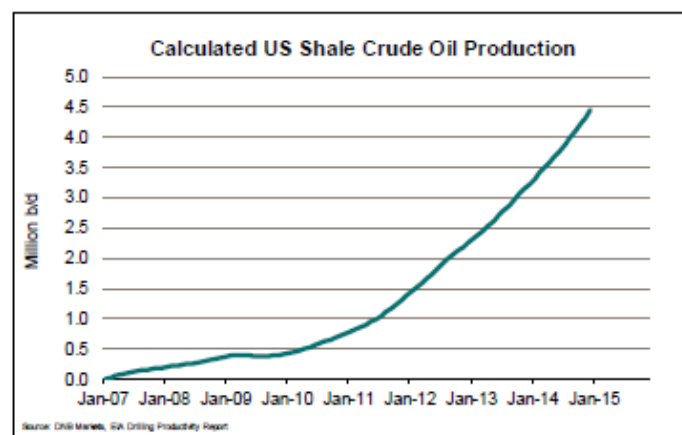
den rentebærende gjelden. Den vil også kunne øke investeringsviljen i bransjen. Motsatt vil en høy rente gjøre finansiering av fartøy dyrere, noe som kan medføre reduserte investeringer for selskapene i bransjen. Havila opptar hovedsakelig langsiktige lån til flytende rente (Havila, 2013). Den flytende renten blir fastsatt for tre til seks måneder fremover i tid. Dette er gunstig med tanke på dagens rentesituasjon. Selskapet finansierer seg både med obligasjonslån og banklån. Det foregår kontinuerlig arbeid for å redusere andelen obligasjonslån som vil gi selskapet bedre rentebetingelser. I forhold til dagens markedssituasjon kan vi anta at rentene vil holde seg nede. I estimatene til Norges Bank (Q4 2014) anslås styringsrenten derimot til å øke noe gjennom 2017. Likevel har tidligere prognoser vist seg å være vanskelige å fastslå.

Teknologiske forhold

Teknologiske forhold omhandler elementer som forskning, teknologiske incentiver og teknologisk utforskning. Ved å tilegne seg ny og forbedret teknologi kan et selskap redusere sine kostnader og forbedre sin kvalitet. Teknologi kan også føre til innovasjon.

Ved siden av lavere oljeetterspørsel enn forventet, har høyere skiferoljeproduksjon også bidratt til overskuddsproduksjon i markedet og oljeprisfall (SSB.no). Produksjonen av skiferolje i USA har hatt en sterk vekst de siste årene, og siden 2012 har produksjonen mer enn doblet seg (figur 22). En lavere oljepris kan imidlertid tyde på at denne veksten kommer til å avta ettersom produksjonen av skiferolje er kostbar. Det antas at lånekapasiteten for mange av skiferoljeselskapene vil reduseres på grunn av redusert kontantstrøm. Dette vil være nødvendig for å gjenopprette balansen mellom tilbuds- og etterspørselssiden av olje.

Figur 22: Utvikling av skiferoljeproduksjon (DNB Markets, 2015)



Oljeselskapenes aktivitet foregår stadig på dypere vann og i mer utfordrende farvann. På grunn av krevende klimatiske forhold stilles det strenge krav til avansert utstyr og teknologi i offshore supplybransjen. I supplybransjen er det ofte små marginer som skiller aktørene fra hverandre. Her er det viktig å posisjonere seg slik at man kan levere varer og tjenester like effektivt som de andre aktørene. Et selskap som henger etter, og som ikke klarer å utnytte sin kapasitet, vil fort tape markedsandeler til konkurrentene. Havila er involvert i utvikling av ny og forbedret teknologi til bruk ombord i offshorefartøy. Ved strengere krav til miljø fokuserer selskapet på nye miljøvennlige forbrenningsovner av avfall ombord. Design på nye fartøy skal gi minimal vannmotstand og redusere forbruk av drivstoff (Havila, 2013).

Oppsummering makroøkonomiske forhold

Analysen av de makroøkonomiske forholdene viser at veksten i verdensøkonomien gradvis blir nedjustert, og at usikkerheten rundt utviklingen og lønnsomheten i OSV- og subseamarkedet fremover er stor. Fallet i oljeprisen er et resultat av en svakere etterspørsel samtidig som produksjonen opprettholdes. Bufferen i oljemarkedet øker ettersom oljen må på lager. Skiferoljeproduksjonen i USA har forsterket overskuddsproduksjonen av olje. Balansen i markedet er forstyrret og konkurransen har forsterket seg. Det er så langt ingen tegn til at medlemslandene i OPEC vil redusere sine produksjonskvoter. Dette vil sannsynligvis bidra til at prisen holdes nede. Den lave oljeprisen vil føre til redusert investeringsaktivitet i oljenæringen på lang sikt. Videre gir en sterkere dollar utfordringer for land som importerer olje. Dette har også bidratt til svakere oljeetterspørsel. Samlet kan rederiene stå overfor en mer usikker økonomisk situasjon i fremtiden. Ifølge DNB Markets (2015) gjenstår det å se om det vil skje endringer innad i OPEC eller i den amerikanske skiferoljeindustrien for å rebalansere tilbudet og etterspørselen etter olje. Vi vil ta hensyn til disse usikkerhetsmomentene ved estimering av prognoseregnskapene til Havila.

5. Regnskapsanalyse

Formålet med regnskapsanalysen er å si noe om Havila sin økonomiske utvikling og finansielle situasjon (Kristoffersen, 2013). Analysen tar utgangspunkt i årsregnskapene, tilleggsopplysninger i noter og styrets beretning for Havila, Farstad, DOF og Siem. Balansen og resultatregnskapet vil bli omgruppert og normalisert for analyseformål.

Vi omgrupperer balansen til Havila og de sammenlignbare selskapene ettersom vi er ute etter å skille mellom driftsrelaterte og finansielle poster. For verdsettelsesformål er det hensiktsmessig å finne verdien til selskapet uten gjeld. Ettersom et selskap vil ha finansielle likvide midler på eiendelssiden som kan benyttes til å nedbetale deler av gjelden, er det viktig å skille ut disse. Nettoverdien av den finansielle gjelden vil benyttes ved beregning av avkastningskravet til totalkapitalen, og trekkes fra enterprise value for å finne egenkapitalverdien.

Vi normaliserer resultatregnskapet for å finne den underliggende inntjeningen til Havila og konkurrentene. Ved normaliseringen justerer vi for engangshendelser, finansielle elementer og verdikorreksjoner.

Avslutningsvis vil vi sammenligne Havila med bransjen, og analysere selskapets nøkkeltall mot gjennomsnittet i bransjen. Nøkkeltallene tar for seg selskapenes lønnsomhet, soliditet og likviditet.

Sammen med den strategiske analysen vil regnskapsanalysen være med på å danne grunnlaget for våre prognoser og framtidsutsikter i den fundamentale verdsettelsen. Den komparative verdsettelsen som baseres på multipler vil også ta utgangspunkt i de omgrupperte balansene og de normaliserte resultatregnskapene. Her er det svært viktig at alle selskapene er normalisert slik at virkningen av unormale historiske forhold er fjernet.

5.1 Presentasjon av historiske regnskapstall

Før vi går inn på de ulike analysene vil vi presentere de historiske regnskapstallene til Havila. Nedenfor presenteres resultatregnskapet sammen med balansen. Tallmaterialet er hentet fra de offentlige årsrapportene i perioden 2008-2014. Etter anbefalinger fra Kinserdal (2014) benytter vi oss av historiske data fra de siste syv årene for å følge selskapet gjennom en hel sykel.

Tabell 7: Historisk resultatregnskap Havila

NOK 1000	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Driftsinntekter							
Fraktinntekter	810 515	886 887	1 030 204	1 279 031	1 332 158	1 436 108	1 698 716
Netto valutagevinst / tap		172 527	15 532	8 636	55 095	2 454	-37 342
Andre inntekter	123	14 320	8 416	30 595	23 723	19 077	29 423
Gevinst ved avgang anleggsmidler	311 813		154 402	54 038	1 738	1 606	
Sum driftsinntekter	1 122 451	901 207	1 208 554	1 372 300	1 412 714	1 459 245	1 690 797
Driftskostnader							
Mannskapskostnader	-166 725	-220 220	-322 103	-430 515	-456 064	-466 877	-476 948
Driftskostnader skip	-176 521	-190 310	-298 690	-360 165	-278 701	-165 991	-215 400
Leiekostnader						-38 911	-41 448
Andre lønnskostnader	-19 505	-22 013	-24 644	-28 943	-34 763		
Andre driftskostnader	-19 736	-20 964	-42 177	-55 786	-50 592	-88 358	-102 498
Sum driftskostnader	-382 487	-453 507	-687 614	-875 409	-820 120	-760 137	-836 294
EBITDA	739 964	447 700	520 940	496 891	592 594	699 108	854 503
Avskrivning	-98 420	-132 221	-180 288	-205 240	-161 063	-187 716	-268 689
EBIT	641 544	315 479	340 652	291 651	431 531	511 392	585 814
Finansposter							
Finansinntekter	56 645	515 162	11 302	17 075	26 335	19 467	7 251
Finanskostnader	-448 259	-226 434	-296 825	-397 007	-425 616	-430 727	-556 727
Netto finansposter	-391 614	288 728	-285 523	-379 932	-399 281	-411 260	-549 476
Andel res. felleskontrollert selskap	9 426	757	-42 130	-2 913	-14 479	-6 683	3 278
Resultat før skattekostnad	259 356	604 964	12 999	-91 194	17 771	93 449	39 616
Skattekostnad	47 472	-67 697	-22 013	-35 260	-7 614	-79 969	-36 023
Resultat	306 828	537 267	-9 014	-126 454	10 157	13 480	3 593

Resultatregnskapet presenteres i sin helhet for å gi leseren en bedre forståelse av våre justeringer som fremkommer under normaliseringen. Nedenfor vises selskapets balanse. Som vi skal se under omgrupperingen av balansen har det skjedd endringer i forbindelse med selskapets regnskapsføring og bokføring.

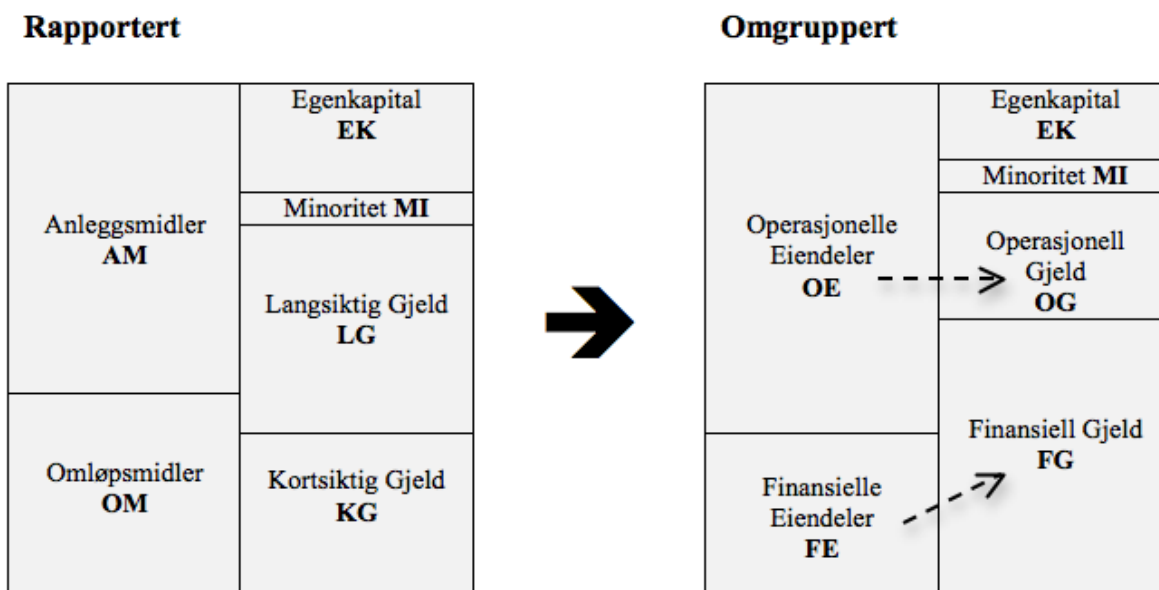
Tabell 8: Historisk balanse Havila

NOK 1000	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Eiendeler							
Anleggsmidler							
Utsatt skattefordel			14 251	26 289	11 942	8 557	6 404
<i>Sum immaterielle eiendeler</i>	0	0	14 251	26 289	11 942	8 557	6 404
Varig driftsmidler							
Fartøy	2 354 743	4 116 039	4 769 724	6 939 116	7 654 302	7 516 823	7 467 143
Kontrakter nybygg	923 571	570 012	612 787				
Bygninger, driftsløse og inventar	7 947	8 897	9 506	8 466	5 540	4 953	4 594
<i>Sum varige driftsmidler</i>	3 286 261	4 694 948	5 392 017	6 947 582	7 659 842	7 521 776	7 471 737
Finansielle anleggsmidler							
Investering i felleskontrollert virksomhet	12 118	9 624		22 927	57 392	59 856	63 278
Derivater	11 029	37 650	34 744	15 852		184	
Aksjer	156	156	356	441	381	403	5 205
Netto pensjonsmidler	1 518	3 102	1 894		683		
Langsiktige fordringer	14 556	13 436	63 696	147 814	84 803	10 786	10 966
<i>Sum finansielle anleggsmidler</i>	39 377	63 968	100 690	187 034	143 259	71 229	79 449
Sum anleggsmidler	3 325 638	4 758 916	5 506 958	7 160 905	7 815 043	7 601 562	7 557 590
Omløpsmidler							
Bunkers og annet lager	5 595	9 965	13 878	15 852	17 610	22 140	18 564
Kundefordringer og andre fordringer	234 381	319 710	492 257	393 934	347 085	315 019	446 649
Derivater	15 033	51 098	65 276	14 667	4 533	1 977	139
Handelsportefølje	107 565	16 955	3 556	3 556	3 556		
Bankinnskudd	698 243	347 257	603 414	355 808	497 341	402 696	350 812
<i>Sum omløpsmidler</i>	1 060 817	744 985	1 178 381	783 817	870 125	741 832	816 164
Sum eiendeler	4 386 455	5 503 901	6 685 339	7 944 722	8 685 168	8 343 394	8 373 754
Egenkapital og Gjeld							
Egenkapital							
Innskutt egenkapital							
Aksjekapital	199 500	199 500	199 500	267 626	371 793	377 245	377 245
Egne aksjer		-1 938	-1 938				
Overkurs	40 975	40 975	40 975	249 186	339 937	344 351	344 351
<i>Sum innskutt egenkapital</i>	240 475	238 537	238 537	516 812	711 730	721 596	721 596
Opptjent egenkapital	862 656	1 448 416	1 441 384	1 292 510	1 296 434	1 300 009	1 300 507
<i>Sum egenkapital før minoritet</i>	1 103 131	1 686 953	1 679 921	1 809 322	2 008 164	2 021 605	2 022 103
Ikke kontrollerende eierinteresser	22 663	15 824	15 117				
Sum egenkapital	1 125 794	1 702 777	1 695 038	1 809 322	2 008 164	2 021 605	2 022 103
Gjeld							
Avsetning for forpliktelse							
Utsatt skatt	81 515	140 691	2 669	20 493	1 173	104 624	83 625
Avsetning av forpliktelse i f.kont. virksomhet			31 196	60 443	78 026		10 002
Pensjonsforpliktelse				230		4 076	
<i>Sum avsetning for forpliktelse</i>	81 515	140 691	33 865	81 166	79 199	108 700	93 627
Annen langsiktig gjeld							
Lån	2 459 890	3 137 403	3 945 484	5 308 716	5 525 128	4 827 133	5 011 592
Derivater	78 717	4 957	9 736	14 020	16 939	15 530	22 827
Annen langsiktig gjeld	183 029	47 975	112 642	110 279	85 900	6 481	12 333
<i>Sum annen langsiktig gjeld</i>	2 721 636	3 190 335	4 067 862	5 433 015	5 627 967	4 849 144	5 046 752
Sum langsiktig gjeld	2 803 151	3 331 026	4 101 727	5 514 181	5 707 166	4 957 844	5 140 379
Kortsiktig gjeld							
Leverandørgjeld	128 590	55 403	110 385	49 127	60 061	70 688	77 038
Betalbar skatt	5 849	45 293	59 747	45 305	32 619	48 027	34 481
Derivater	22 981	2 437	3 361	12 645	2 034	10 484	50 001
Andre forpliktelse							7 302
Kortsiktig del av langsiktig gjeld					736 334	1 106 353	898 759
Annen kortsiktig gjeld	300 090	366 964	715 083	514 145	138 792	128 393	143 690
<i>Sum kortsiktig gjeld</i>	457 510	470 097	888 576	621 222	969 840	1 363 945	1 211 271
Sum gjeld	3 260 661	3 801 123	4 990 303	6 135 403	6 677 006	6 321 789	6 351 650
Sum egenkapital og gjeld	4 386 455	5 503 901	6 685 339	7 944 722	8 685 168	8 343 394	8 373 754

5.2 Omgruppering av balansen for analyseformål

Balansen er etter dagens regnskapsprinsipper kreditorientert og årsrapportene er satt opp slik at fokuset er på likviditeten til eiendelene og forfallstiden på gjeld (Kaldestad & Møller, 2011). For å verdsette Havila som et going concern er vi derimot ute etter å skille ut driftsrelaterte aktiva ettersom det er dette som driver verdiskapningen. Som vist i figur 23 vil vi omgruppere balansen for verdsettelsesformål ved å skille mellom operasjonelle (drift) og finansielle poster. Virksomhetsverdien består av operasjonelle eiendeler og medfølgende gjeld. Eiendelene som inngår her er det Havila trenger i den daglige driften, og omfatter i hovedsak skipsflåte, driftsløsøre, bygg og arbeidskapital. Operasjonell gjeld er kortsiktig gjeld som man ikke betaler renter på, eksempelvis leverandørgjeld. Finansielle eiendeler er eiendeler som ikke har noen direkte tilknytning til drift, eksempelvis aksjer, derivater og andre finansielle aktiva. Finansiell gjeld er langsiktig rentebærende gjeld. For verdsettelsesformål er det viktig at finansielle eiendeler og gjeld er ført til markedsverdi.

Figur 23: Omgruppering av balansen for analyseformål (Kinserdal, 2014)



Det er verdt å merke seg at samme eiendel kan ligge innenfor flere forskjellige balanseposter. Anleggsmidler bestemt til varig eie ligger under anleggsmidler, men dersom Havila har planer om å selge eksempelvis en tomt eller en anleggsaksje kan man klassifisere dem som omløpsmidler. Vi vil nå gå gjennom postene i balansen til Havila og klassifisere dem etter skjønsmessige vurderinger. Vurderingene vil i hovedsak bygge på kunnskap fra forelesninger i faget BUS425, regnskapsanalyse og verdsettelse (Kinserdal, 2014), og boken *Verdivurdering* (Kaldestad & Møller, 2011).

5.2.1 Eiendeler

Operasjonelle

Immaterielle eiendeler

Immaterielle eiendeler er eiendeler som ikke finnes i fysisk form og de klassifiseres oftest som driftsrelaterte. De kan derimot også være finansielle dersom man eksempelvis besitter en patent som ikke har noe med daglig drift å gjøre. Kjente eksempler på immaterielle eiendeler er forskning og utvikling, goodwill, patenter og varemerker. Per i dag har Havila kun immaterielle eiendeler i form av utsatt skatt som vil kommenteres under punkt 6.2.4, andre poster.

Varig driftsmidler

Varige driftsmidler er hovedsakelig driftsrelaterte, men i likhet med de immaterielle eiendelene kan man også klassifisere dem som finansielle hvis eiendelene kan selges uten å påvirke drift. Varige driftsmidler for Havila er fartøy, kontrakter nybygg og bygninger, driftsløsøre og inventar. Alle postene er klassifisert som operasjonelle ved omgrupperingen av Havila sin balanse.

Investering i tilknyttet selskap

Investering i tilknyttet selskap er lettest å klassifisere som finansiell, men ettersom tilknyttede selskap for Havila er nær deres hovedbeskjeftigelse har vi valgt å klassifisere dem som driftsrelaterte. Når man klassifiserer tilknyttede selskap som en operasjonell eiendel, er det viktig å flytte resultatet fra dem opp under driftsresultatet (se normalisering 6.3.1). Dersom man klassifiserer investering i tilknyttede selskap som en finansiell eiendel, skal man benytte virkelige verdier. Ettersom vi klassifiserer investering i tilknyttede selskap som operasjonell, benyttes bokførte verdier.

Bunkers og annet lager

Beholdningen av bunkers, smøreolje og urea er driftsrelaterte og inngår som operasjonelle eiendeler.

Kundefordringer og andre fordringer

Kundefordringer er Havila sine pengekrav mot kundene i forbindelse med salg og inngåelse av kontrakter, og er driftsrelaterte. I notene står det ikke nevnt hva som inngår i andre fordringer, men siden de er knyttet sammen med kundefordringer i balanseoppstillingen anser vi dem som driftsrelaterte.

Finansielle

Aksjer, derivater og handelsportefølje

Aksjer og derivater fremkommer helt klart som finansielle eiendeler i notene. Derivater som forfaller innen 12 måneder er ført som omløpsmidler, mens derivater som forfaller senere enn 12 måneder fra balansedagen er ført som anleggsmidler. Vi klassifiserer begge som finansielle eiendeler. Både aksjer og derivater er ført til markedsverdi i regnskapet. Handelsporteføljen føres som et omløpsmiddel og er en del av selskapets finansielle risikostyring for å minimere potensielle negative effekter på konsernets resultat over tid. I likhet med aksjer og derivater føres handelsporteføljen også til virkelig verdi og vi anser hele posten som en finansiell eiendel.

Netto pensjonsmidler

Pensjonsfondet plasseres under finansielle eiendeler fordi denne posten inkluderer avkastning på tidligere års opptjent pensjon og har ikke en direkte effekt på drift.

Langsiktige fordringer

Langsiktige fordringer er en vanskelig post å klassifisere, men fra notene i årsregnskapene finner vi at størsteparten av denne posten er fordringer som i realiteten er utlån. Langsiktige fordringer blir dermed i sin helhet klassifisert som en finansiell eiendel.

Bankinnskudd

Likvider vil være en blanding av driftsrelaterte og finansielle eiendeler. Man trenger en viss mengde likvider i drift for å dekke løpende utgifter. All overskuddslikviditet anses som finansiell og kan benyttes til å betale ned gjeld (Kaldestad & Møller, 2011). Det er vanskelig å estimere spesifikt hvor mye likvide midler man trenger i drift ettersom dette varierer fra bransje til bransje. Fra Havila sin årsrapport 2014 kommer det frem at konsernets frie likviditet anses for å være tilstrekkelig til å gi det handlingsrommet som virksomheten krever, og til de forpliktelser konsernet står overfor. De siste to årene har Havila lagt vekt på å refinansiere den rentebærende gjelden. Dette gjelder hovedsakelig nedbetaling og innfrielse av obligasjonslånene som forfaller. Et rederi i offshore sypplibransjen er ikke en tradisjonell produksjonsbedrift og behovet for driftslikviditet anser vi som mindre betydningsfullt. På bakgrunn av dette klassifiseres kontanter og bankinnskudd i sin helhet som en finansiell eiendel.

5.2.2 Gjeld

Operasjonell

Avsetning av forpliktelse i felleskontrollert virksomhet

Avsetninger er som oftest driftsrelatert, men kan også være spesielle poster som hører til engangshendelser. Dersom avsetningene skyldes engangshendelser klassifiseres posten som finansiell gjeld. Fra notene kommer det frem at selskapet har en forpliktelse til å dekke tap i felleskontrollerte virksomheter. Dette har forekommet i perioden 2010-2012 og vi velger å klassifisere posten som operasjonell gjeld ettersom dette ikke er engangshendelser.

Leverandørgjeld

Leverandørgjeld er en rentefri gjeldspost som er direkte knyttet til drift og klassifiseres derfor som operasjonell gjeld.

Betalbar skatt

Betalbar skatt er operasjonell gjeld.

Andre forpliktelser

Avsetning for andre forpliktelser klassifiseres som operasjonell gjeld.

Annen kortsiktig gjeld

Annen kortsiktig gjeld har vært en *sekkepost* ved tidligere årsrapporter slik at vi var nødt til å skille ut posten fra årsregnskapene. Det viser seg at posten ved tidligere år inneholdt blant annet kortsiktig del av langsiktig gjeld, kortsiktig leasingforpliktelse og offentlige avgifter m.m. Vi skilte ut kortsiktig del av langsiktig gjeld og kortsiktig leasingforpliktelse ettersom vi mener dette er finansiell gjeld. Resterende poster satte vi sammen som en post for annen kortsiktig gjeld, og definerte denne som operasjonell gjeld.

Finansiell

Pensjonsforpliktelse

Som nevnt ovenfor vil pensjonsforpliktelsen defineres som en finansiell gjeld ettersom den ikke har direkte tilknytning til drift.

Lån (Rentebærende langsiktig gjeld)

Lån består av langsiktig lån til kredittinstitusjoner og usikret, samt sikret obligasjonslån. Havila sine obligasjonslån er i dag underpriset i markedet og selges til gjennomsnittlig 93 %

av tegningskursen (29.04.2015). Verdien som står i balansen kan derfor være noe underpriset.

Tabell 9: Oversikt lån 31.12.2014 (Havila, 2014)

<i>NOK 1000</i>		
Sum langsiktige lån kredittinstitusjoner	3 895 821	78 %
Sum obligasjonslån	1 115 771	22 %
Sum lån	5 011 592	100 %

Det er vanskelig for oss å justere de spesifikke marginallånene ettersom prisingen blir presentert som et øyeblikksbilde. Deler av obligasjonsgjelden som står i balansen 2014 er også blitt nedbetalt i første kvartal 2015. På bakgrunn av dette vil vi benytte oss av de bokførte verdiene som står i balansen som et estimat på markedsverdien til den langsiktige rentebærende gjelden.

Derivater

Som nevnt tidligere anses alle derivater å være av finansiell karakter.

Annen langsiktig gjeld

Annen langsiktig gjeld er som regel finansiell gjeld. For Havila sitt tilfelle består posten av avsetninger for skatteansvar ved salget av aksjer i Havila Rescue UK Ltd, utsatt betalbar skatt og langsiktig leasing forpliktelse. Avsetninger ved salget er en engangspost og klassifiseres som finansiell. Posten langsiktig leasing forpliktelse antas å være rentebærende og klassifiseres som finansiell gjeld. Utsatt betalbar skatt er skilt ut fra posten under kortsiktig gjeld som heter betalbar skatt. På bakgrunn av dette anses derfor hele posten som finansiell gjeld.

Kortsiktig del av langsiktig gjeld

Fra og med år 2012 har Havila valgt å skille ut den kortsiktige delen av langsiktig gjeld som en egen post. Tidligere har denne posten vært del av annen kortsiktig gjeld. Kortsiktig del av langsiktig gjeld er lån som forfaller i løpet av de nærmeste 12 månedene. Vi klassifiserer denne posten som finansiell gjeld.

5.2.3 Egenkapital

Egenkapital

Egenkapitalposten er ikke av interesse ettersom det er denne posten vi skal estimere verdien på til slutt. Bokførte verdier er ikke av betydning. Vi må likevel samle egenkapitalen slik at

den ikke blandes med gjelden i selskapet. Dette gjøres ved å følge balanseoppstillingen direkte. Egenkapitalen består av aksjekapital, egne aksjer, overkurs og opptjent egenkapital.

Minoritetsinteresser

Minoritetsinteresser er ofte relativt små og anses som uvesentlige ved analyse (Kinserdal, 2014). I teorien vil det være korrekt å estimere virkelig verdi og plassere disse under finansiell gjeld. Da må man utføre individuelle verdivurderinger på selskapene. Ettersom minoritetsinteressene ikke utgjør en stor del av balansen vil vi som en praktisk løsning bruke bokførte verdier og summere disse med egenkapitalen.

5.2.4 Andre poster

Utsatt skatt / skattefordel

Utsatt skatt er den midlertidige forskjellen mellom balanseført verdi og skatteverdi multiplisert med skattesatsen. Dersom skatteverdi er større enn balanseført verdi har vi en utsatt skattefordel. Ettersom vi forutsetter et going concern vil man ha utsatt skatt evig fremover. Evig nåverdi av utsatt skatt vil dermed være lik 0. Utsatt skatt og utsatt skattefordel er poster som derfor holdes utenfor omgrupperingen.

På neste side vises omgrupperingen av balansen i sin helhet.

Tabell 10: Omgruppert balanse Havila

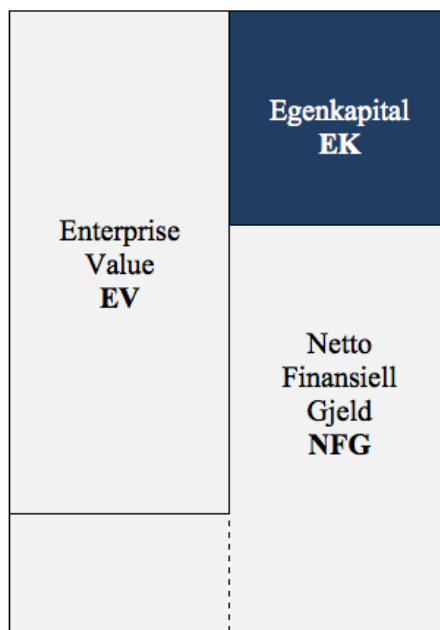
NOK 1000	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Eiendeler							
Operasjonelle eiendeler							
Fartøy	2 354 743	4 116 039	4 769 724	6 939 116	7 654 302	7 516 823	7 467 143
Kontrakter nybygg	923 571	570 012	612 787	0	0	0	0
Bygninger, driftsløsøre og inventar	7 947	8 897	9 506	8 466	5 540	4 953	4 594
Investering felleskontrollert	12 118	9 624	0	22 927	57 392	59 856	63 278
<i>Sum operasjonelle anleggsmidler</i>	3 298 379	4 704 572	5 392 017	6 970 509	7 717 234	7 581 632	7 535 015
Bunkers og annet lager	5 595	9 965	13 878	15 852	17 610	22 140	18 564
Kundefordringer og andre fordringer	234 381	319 710	492 257	393 934	347 085	315 019	446 649
<i>Sum operasjonelle omløpsmidler</i>	239 976	329 675	506 135	409 786	364 695	337 159	465 213
Sum operasjonelle eiendeler	3 538 355	5 034 247	5 898 152	7 380 295	8 081 929	7 918 791	8 000 228
Finansielle eiendeler							
Derivater	11 029	37 650	34 744	15 852	0	184	0
Aksjer	156	156	356	441	381	403	5 205
Netto pensjonsmidler	1 518	3 102	1 894	0	683	0	0
Langsiktige fordringer	14 556	13 436	63 696	147 814	84 803	10 786	10 966
<i>Sum finansielle anleggsmidler</i>	27 259	54 344	100 690	164 107	85 867	11 373	16 171
Derivater	15 033	51 098	65 276	14 667	4 533	1 977	139
Handelsportefølje	107 565	16 955	3 556	3 556	3 556	0	0
Bankinnskudd	698 243	347 257	603 414	355 808	497 341	402 696	350 812
<i>Sum finansielle omløpsmidler</i>	820 841	415 310	672 246	374 031	505 430	404 673	350 951
Sum finansielle eiendeler	848 100	469 654	772 936	538 138	591 297	416 046	367 122
Utsatt skattefordel	0	0	14 251	26 289	11 942	8 557	6 404
Sum eiendeler	4 386 455	5 503 901	6 685 339	7 944 722	8 685 168	8 343 394	8 373 754
Egenkapital og Gjeld							
Egenkapital							
Aksjekapital	199 500	199 500	199 500	267 626	371 793	377 245	377 245
Egne aksjer	0	-1 938	-1 938	0	0	0	0
Overkurs	40 975	40 975	40 975	249 186	339 937	344 351	344 351
Opptjent egenkapital	862 656	1 448 416	1 441 384	1 292 510	1 296 434	1 300 009	1 300 507
<i>Sum egenkapital før minoritetsinteresser</i>	1 103 131	1 686 953	1 679 921	1 809 322	2 008 164	2 021 605	2 022 103
Ikke kontrollerende eierinteresser	22 663	15 824	15 117	0	0	0	0
Sum egenkapital	1 125 794	1 702 777	1 695 038	1 809 322	2 008 164	2 021 605	2 022 103
Operasjonell gjeld							
Avsetning forpliktelse felleskontrollert	0	0	31 196	60 443	78 026	0	10 002
<i>Sum langsiktig operasjonell gjeld</i>	0	0	31 196	60 443	78 026	0	10 002
Leverandørgjeld	128 590	55 403	110 385	49 127	60 061	70 688	77 038
Betalbar skatt	5 849	45 293	59 747	45 305	32 619	48 027	34 481
Andre forpliktelser	0	0	0	0	0	0	7 302
Annen kortsiktig gjeld	63 047	100 569	249 667	115 376	138 792	128 394	143 690
<i>Sum kortsiktig operasjonell gjeld</i>	197 486	201 265	419 799	209 808	231 472	247 109	262 511
Sum operasjonell gjeld	197 486	201 265	450 995	270 251	309 498	247 109	272 513
Finansiell gjeld							
Pensjonsforpliktelse	0	0	0	230	0	4 076	0
Lån	2 459 890	3 137 403	3 945 484	5 308 716	5 525 128	4 827 133	5 011 592
Derivater	78 717	4 957	9 736	14 020	16 939	15 530	22 827
Annen langsiktig gjeld	183 029	47 975	112 642	110 279	85 900	6 481	12 333
<i>Sum langsiktig finansiell gjeld</i>	2 721 636	3 190 335	4 067 862	5 433 245	5 627 967	4 853 220	5 046 752
Kortsiktig del av langsiktig gjeld	148 189	217 091	465 416	398 769	736 334	1 106 353	898 759
Derivater	22 981	2 437	3 361	12 645	2 034	10 484	50 001
Kortsiktig leasing forpliktelse	88 854	49 304	0	0	0	0	0
<i>Sum kortsiktig finansiell gjeld</i>	260 024	268 832	468 777	411 414	738 368	1 116 837	948 760
Sum finansiell gjeld	2 981 660	3 459 167	4 536 639	5 844 659	6 366 335	5 970 057	5 995 512
Utsatt skatt	81 515	140 691	2 669	20 493	1 173	104 624	83 625
Sum egenkapital og gjeld	4 386 455	5 503 901	6 685 339	7 944 722	8 685 168	8 343 394	8 373 754
Netto finansiell gjeld	2 133 560	2 989 513	3 763 703	5 306 521	5 775 038	5 554 011	5 628 390

5.2.5 Netto finansiell gjeld

Vi verdsetter enterprise value ved hjelp av neddiskonterte kontantstrømmer fra drift. For å finne verdien på egenkapitalen er vi ute etter å finne verdien av selskapet uten gjeld. Ved hjelp av den omgrupperte balansen kan vi enkelt estimere netto finansiell gjeld. Majoriteten av postene som inngår er ført til markedsverdi og vi mener det gir oss et godt estimat på Havila sin markedsverdi på gjeld. Figuren nedenfor viser beregnet netto finansiell gjeld for verdsettelsestidspunktet 31.12.2014.

Tabell 11: Netto finansiell gjeld 31.12.2014 (NOK 1000)

$$\text{EK} = \text{EV} - \text{NFG}$$



Finansielle eiendeler	
Aksjer	5 205
Langsiktige fordringer	10 966
Sum finansielle anleggsmidler	16 171
Derivater	139
Bankinnskudd	350 812
Sum finansielle omløpsmidler	350 951
Sum finansielle eiendeler	367 122
Finansiell gjeld	
Lån	5 011 592
Derivater	22 827
Annen langsiktig gjeld	12 333
Sum langsiktig finansiell gjeld	5 046 752
Kortsiktig del av langsiktig gjeld	898 759
Derivater	50 001
Sum kortsiktig finansiell gjeld	948 760
Sum finansiell gjeld	5 995 512
Netto finansiell gjeld	5 628 390

Verdien på netto finansiell gjeld vil benyttes videre som et mål på Havila sin markedsverdi av gjeld i beregning av deres bedriftsbeta og WACC. Avslutningsvis vil netto finansiell gjeld trekkes fra verdiestimatet, enterprise value, for å finne selskapets egenkapitalverdi.

5.3 Normalisering av historiske regnskapstall

Hensikten med å normalisere de historiske resultatregnskapene er å finne den underliggende inntjeningen til Havila. Kinserdal (2014) argumenterer for at de rapporterte resultatene inneholder mye støy. I forbindelse med *god regnskapsskikk* (GRS) er det av den grunn nødvendig å foreta en justering til normalisert resultat. Vi ønsker å finne trender som kan si oss noe om driftsinntektene og driftskostnadene fremover i tid (Kinserdal, 2014). Hvorvidt trenden vil fortsette inn i fremtiden er usikkert og det vil derfor være hensiktsmessig å relatere normaliseringen av regnskapstallene mot den strategiske analysen. Ifølge Koller et al. (2010) er det essensielt å justere resultatregnskapet for å kunne analysere de historiske økonomiske resultatene mer nøyaktig. Dette innebærer korreksjoner av engangsposter, finansielle elementer, unormale poster og forhold som ikke gjentar seg (Kaldestad & Møller, 2011). Engangsposter er poster som normalt ikke gjentar seg regelmessig, men som kan fremkomme i en fremtidig periode. Likevel er de ikke en del av et normalisert resultat. Postene som utgjorde de største justeringene for Havila og konkurrentene var gevinst/tap ved salg av anleggsmidler og netto valutaeffekter. Effektene fra regnskapsført til normalisert EBITDA vil illustreres grafisk i slutten av delkapittelet.

Komponentene i et regnskap vurderes ofte med skjønn. Dette gjør at selskap ofte bokfører postene forskjellig. Et eksempel kan være valutaeffekter. I noen tilfeller klassifiseres netto valutagevinst/tap som en del av inntjeningen til selskapet. Andre definerer valutaeffekter som en del av netto finansposter. Ettersom valutaeffekter ikke sier noe om selskapenes evne til inntjening, justerer vi dette bort fra drift.

Det er sykkelen i bransjen som bestemmer hvor mange år vi må justere for. Normalt er dette 5 år og mer (Kinsedal, 2014). Vi baserer oss på en periode på 7 år. Slik vil vi kunne se utviklingen fra finanskrisen frem til dagens situasjon. I supplybransjen vil utviklingen i driftsinntektene og driftskostnadene til rederiene være sammenfallende med utviklingen av ratene. Dersom vi står overfor naturlige svingninger, vil det være riktig å beregne et gjennomsnitt over en sykel (Kaldestad & Møller, 2011). I tillegg er det viktig å analysere hvordan sterke fluktuasjoner som finanskrisen påvirker driftsresultatet til selskapet. Vil Havila være mer utsatt for engangsposter og unormale poster i en slik periode? Analysen sitt formål er blant annet å undersøke om fluktuasjoner oppstår med jevne mellomrom i sykkelen til bransjen. Dersom supplyselskapenes bransje påvirkes av jevnlig fluktuasjoner vil slike

poster være mer normale for driften, og bør ikke justeres. Data og informasjon fra de sammenlignbare selskapene vil være et viktig supplement for å danne en god trendanalyse.

Vi bruker tallene som er hentet fra de offentlige årsregnskapene til selskapene. *International Financial Reporting Standards* (IFRS) har som formål å regulere regnskapsopplysninger som internasjonale selskaper legger frem (IFRS.org). Dette gjør at regnskapsinformasjonen blir mer gjennomskuelig, åpen og troverdig. Fordi konsernregnskapene som analyseres er avlagt i samsvar med internasjonale regnskapsstandarder, anser vi disse som pålitelige og gyldige.

5.3.1 Justering av komponentene

Avskrivninger og nedskrivninger

Avskrivningstid kan ha mye å si på verdien til selskapet. Ifølge regnskapsloven § 5-3 (2) skal anleggsmidler som har begrenset økonomisk levetid avskrives etter en fornuftig avskrivningsplan (Lovdata.no). Havila benytter lineære avskrivninger for alle varige driftsmidler. Den økonomiske levetiden for driftsmidlene er beregnet til 20-30 år for bygninger, 10-15 år for maskiner/utstyr og 3-5 år for transportmidler/inventar (Havila, 2013). Gjennomsnittlig levetid for et fartøy antas å være ca 30 år. Likevel beregner selskapet en kortere, såkalt teknisk og økonomisk levetid til henholdsvis 15 år. Avskrivningsperioden baseres på dette estimatet. Historisk har ikke selskapet endret sin avskrivningsperiode. Av den grunn ser vi det ikke nødvendig å undersøke denne posten nærmere. Selskapet har ingen nedskrivninger i perioden vi justerer for. Vi legger avskrivningene til driftsresultatet (EBIT), og finner driftsresultatet før avskrivninger (EBITDA) som vi skal normalisere videre i prosessen.

Tabell 12: EBITDA

NOK 1000	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
EBIT	641 544	315 479	340 651	291 650	431 532	511 391	585 813
(+) Avskrivninger	98 420	132 221	180 288	205 240	161 063	187 716	268 689
EBITDA	739 964	447 700	520 939	496 890	592 595	699 107	854 502

Resultat fra tilknyttet selskap

Inntjeningen fra tilknyttet selskap er knyttet til samarbeidspartner Posh PTE Ltd i Singapore og Havila Charisma IS. Havila har 50 % eierandel i begge de tilknyttede selskapene, og vi anser virksomhetene som knyttet til Havila sin hovedbeskjeftigelse. På bakgrunn av dette

velger vi å flytte resultatet fra tilknyttet selskap opp under driftsresultatet. Tabell 13 viser beløpene som legges til EBITDA.

Tabell 13: Justering av resultat fra tilknyttet selskap

NOK 1000	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Resultat fra tilknyttet selskap	9 426	757	-42 130	-2 913	-14 830	-6 683	3 278

Driftsinntekter

Under den strategiske analysen i kapittel 4 kom vi inn på ulike faktorer som påvirket ratene i supplybransjen. Ratene til rederiene vil svinge fra år til år. Således kan inntektene endre seg mye over en kort periode (Kaldestad & Møller, 2011). Postene som vi ser det nødvendig å justere for omhandler hovedsakelig gevinst/tap ved salg av anleggsmiddel og netto valutagevinst/tap. Disse postene er ikke en del av den underliggende inntjeningen til selskapet, og må derfor trekkes ut av drift.

Annen driftsinntekt inkluderer disponenthonorar, inntekter fra måltid og passasjerer ombord og andre inntekter. Fordi dette er poster som er normale i forhold til driften velger vi ikke å foreta noen nevneverdige justeringer her. Vi vil kun justere disponenthonoraret i 2011 som er av betydelig størrelse sammenlignet med de andre årene. Denne størrelsen mener vi ikke er representativ. Av den grunn justerer vi disponenthonoraret i 2011 ned mot et mer normalt nivå.

Tabell 14: Justering av annen driftsinntekt

NOK 1000	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Disponenthonorar	0	2 061	3 654	17 020	1 275	400	300
(+/-) Justering				-12 952			
Justert honorar	0	2 061	3 654	4 068	1 275	400	300

Gevinst/tap ved salg av anleggsmiddel er en post som varierer mye i perioden vi normaliserer. Denne posten har sammen med netto valutaeffekter størst utslag på justert EBITDA. Markedsverdien på et skip er avhengig av forventningene til fremtiden, mens den bokførte verdien av et skip er avhengig av det tidspunktet når skipet ble kjøpt (Kaldestad & Møller, 2011). Ettersom markedsverdien på skipene ved salgstidspunktet stort sett fraviker den bokførte verdien, og fordi posten svinger mye fra år til år, vil det være hensiktsmessig at

denne justeres som en engangspost. Gevinst ved salg av anleggsmiddel trekkes av den grunn ut av drift.

Tabell 15: Justering av gevinst ved salg anleggsmidler

NOK 1000	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Regnskapsført	311 813	0	154 402	54 038	1 738	1 606	0
(-) Justering	-311 813	0	-154 402	-54 038	-1 738	-1 606	0
Justert gevinst	0	0	0	0	0	0	0

Havila opererer i et internasjonalt marked og er eksponert for valutarisiko i forhold til USD, GBP og EUR. Hovedsakelig inngår aktørene i supplybransjen faste kontrakter med kundene sine. Valutarisikoen oppstår fordi en vesentlig del av disse kontraktene er i utenlandsk valuta. Selskapet har norske kroner som funksjonell valuta og regnskapet rapporteres i NOK (Havila, 2013). Endringer i verdien av den norske kronen målt mot de ulike valutaene vil variere og dermed påvirke selskapets resultater. Havila inngår valutaterminkontrakter for å sikre en fremtidig vekslingskurs på eksisterende balanseførte fordringer og gjeld, eller for å sikre fremtidige inn- og utbetalinger i fremmed valuta. Selskapet har ført netto valutagevinst/tap som en del av driftsinntektene. Ifølge Kinserdal (2014) bør valutaeffektene fjernes fra drift ettersom de ikke sier oss noe om inntjening eller tap i fremtiden. Fra tabell 16 ser vi at Havila har hatt en positiv netto valutagevinst hvert år bortsett fra 2014. Dette skyldes hovedsakelig en styrking i USD mot slutten av 2014. Vi fjerner effektene fra netto valutagevinst/tap i hele perioden.

Tabell 16: Justering av netto valutagevinst/tap

NOK 1000	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Regnskapsført	0	172 527	15 532	8 636	55 095	2 454	-37 342
(+/-) Justering	0	-172 527	-15 532	-8 636	-55 095	-2 454	37 342
Justert gevinst/tap	0	0	0	0	0	0	0

Driftskostnader

Under driftskostnader er det spesielt poster under andre driftskostnader som kan virke unormale (Kinserdal, 2014). Her inngår blant annet revisjonshonorar, tap på fordringer og andre kostnader. Ved revisjonshonorar justerer vi for ekstraordinære rådgivningskostnader. Disse postene eksisterer kun i årene 2008-2010, og er ikke av betydelig størrelse. Vi anser dette for å være engangsposter.

Videre er tap på kundefordringer noe varierende i perioden. Selskapet har avsatt midler til dette de siste årene. Likevel er det relevant å være oppmerksom på omfanget av denne posten. Kundefordringene er i hovedsak knyttet til større internasjonale aktører. I supplybransjen generelt er det ikke vanlig med store tap på kundefordringer, og kredittrisikoen anses som liten (Havila, 2014). Normalisering av resultatregnskapene fra de sammenlignbare selskapene understreker dette. På bakgrunn av skjønsmessige vurderinger justeres tap på kundefordringer ned til et mer *normalt* nivå i perioden. Vi justerer antatt tap på kundefordringer med en størrelse som er noe under snittet.

Tabell 17: Justering av tap på kundefordringer

<i>NOK 1000</i>	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Tap kundefordringer	2 880	13	12 276	17 136	4 302	2 841	4 859
Antatt tap KF per år	-4 500	-4 500	-4 500	-4 500	-4 500	-4 500	-4 500
Justert tap fordringer	-1 620	-4 487	7 776	12 636	-198	-1 659	359

Det er ingen informasjon som forklarer hva som inngår i andre kostnader. Ofte dreier dette seg om unormale størrelser som bør undersøkes nærmere (Kinserdal, 2014). Fordi posten er forholdsvis stabil i analyseperioden velger vi ikke å foreta noen justering.

Pensjonskostnader kan inndeles i flere poster. Flere av disse er av finansiell karakter og burde være en del av netto finansinntekter. For et selskap som har signifikante pensjonsplaner vil det være viktig å justere netto renteinntekter/kostnader bort fra driften (Koller et al. 2010).

Rentekostnad av påløpte pensjonsforpliktelse, forventet avkastning på pensjonsmidlene og resultatførte estimatavvik justeres bort. Det er verdt å merke seg at Havila endret regnskapsprinsipp ved føring av pensjonsmidlene i 2013. Som følge av anvendelsen av IAS 19 R estimerer selskapet ikke lenger en langsiktig forventet avkastning på pensjonsmidlene, men beregner netto verdi av pensjonsmidlene med samme avkastning som man bruker på diskonteringsrenten på pensjonsforpliktelsen.

Tabell 18: Justering av pensjonskostnader

NOK 1000	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Rentekostnad	-291	-514	-778	-989	-1 147		
Forventet avkastning	387	623	928	1 188	1 459		
Netto rentekostnad						-440	-329
Estimataavvik	-61	-483	-357	-419	-513		
Netto finans	35	-374	-207	-220	-201	-440	-329
Årets pensjonskostnad	2 838	6 401	7 267	10 143	12 449	11 897	11 798
(+/-) Justering	-35	374	207	220	201	440	329
Justert pensjonskostnad	2 803	6 775	7 474	10 363	12 650	12 337	12 127

Økonomiske forutsetninger for beregning av pensjonsforpliktelsen er hovedsakelig basert på fire ulike faktorer; diskonteringsrenten, lønnsveksten, G-reguleringen og pensjonsreguleringen. Norsk Regnskapsstiftelse (NRS) beregner disse faktorene ut ifra markedssituasjonen. De angitte beregningene er usikre, og de utgir kun et utgangspunkt for selskapenes egne vurderinger (Regnskapsstiftelsen.no). Det foreligger et visst spillerom ved fastsettelsen av forutsetningene som rederiene tar når de estimerer fremtidige pensjonsutbetalinger. Estimeringene er særlig sensitive for lønnsreguleringer og diskonteringsrate (Kaldestad & Møller, 2011). Dersom det foreligger unøyaktige forutsetninger kan pensjonskostnadene gi utslag på verdien til selskapet. Tabellen nedenfor viser hvordan Havila og konkurrentenes forutsetninger sammenfaller med NRS.

Tabell 19: Forutsetninger pensjon

	Havila	Farstad	DOF	Siem	NRS 2015
Diskonteringsrente	2,30 %	2,30 %	2,30 %	2,30 %	2,30 %
Lønnsvekst	2,75 %	2,75 %	2,75 %	2,75 %	2,75 %
G-regulering	2,50 %	2,50 %	2,50 %	2,50 %	2,50 %
Pensjonsregulering	0,00 %	1,50 %	0,00 %	0,00 %	0 % / 2.5 %

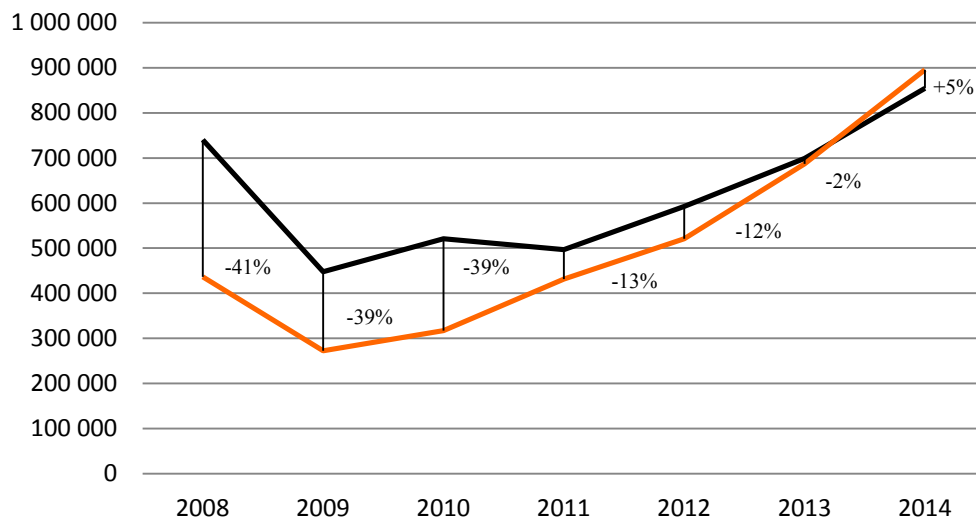
Vi kan bemerke oss at de økonomiske forutsetningene til Havila og konkurrentene er sammenfallende med NRS sine estimater. På bakgrunn av dette kan vi konkludere med at rederienes forutsetninger for estimering av netto pensjonskostnad er akseptable.

Oppsummering

Innledningsvis ble det forklart at det vil være hensiktsmessig å normalisere de historiske resultatregnskapene for å finne den underliggende inntjeningen. Etter å ha normalisert resultatregnskapet til Havila og konkurrentene ser vi at justert EBITDA stort sett er lavere sammenlignet med rapportert EBITDA. For Havila er differansen størst i årene etter finanskrisen. I 2008 justeres rapportert EBITDA ned med hele 41 %. I 2009 og 2010 justeres rapportert EBITDA ned med 39 % i begge årene. Effektene fra justeringene er særlig på grunn av postene gevinst ved salg av anleggsmidler og netto valutagevinst/tap. Differansen flater ut de to påfølgende årene. Resultatene fra analysen fremkommer i figur 24 nedenfor. Korreksjoner av engangsposter, finansielle elementer og unormale poster bidrar dermed til å fjerne de største svingningene i inntjeningen til selskapet.

De normaliserte EBITDA-tallene vil videre danne utgangspunktet for våre fremtidige prognoser i kapittel 6, prognostisering av kontantstrøm.

Figur 24: Rapportert og normalisert EBITDA (NOK 1000)



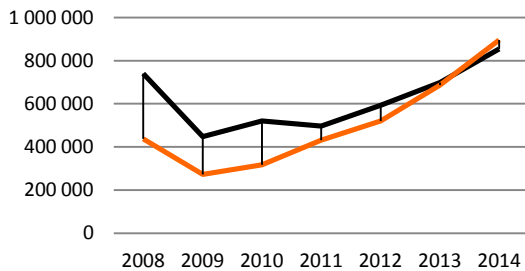
Tabell 20: Rapportert og normalisert EBITDA

NOK 1000	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Rapportert	739 964	447 700	520 939	496 890	592 595	699 107	854 502
Normalisert	436 719	272 168	316 977	431 207	520 935	687 145	895 810

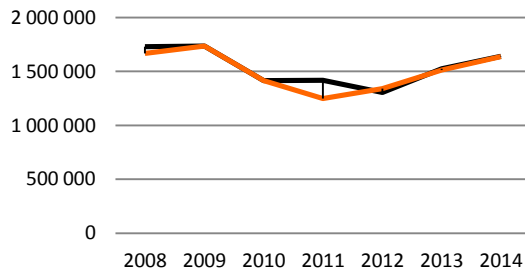
Nedenfor presenteres Havila sine rapporterte og normaliserte EBITDA-tall sammen med konkurrentene.

Figur 25: Sammenligning mellom rapportert og normalisert EBITDA

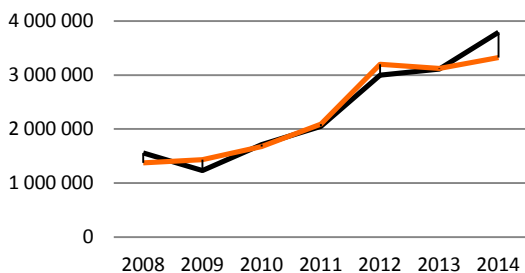
Havila (NOK 1000)



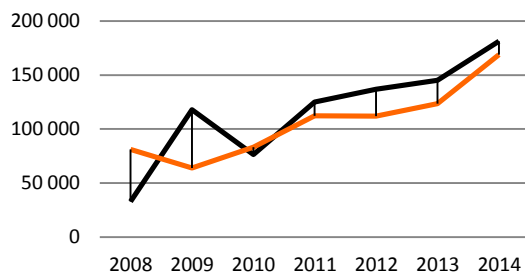
Farstad (NOK 1000)



DOF (NOK 1000)



Siem (USD 1000)



Figur 25 viser at endringen mellom rapportert og normalisert EBITDA er størst hos de minste aktørene, Havila og Siem. Det kan dermed se ut til at selskapene som er i vekst er mer påvirket av engangshendelser og unormale poster sammenlignet med de modne aktørene i bransjen, Farstad og DOF. I appendix 4 og 6 fremkommer konkurrentenes omgrupperte balanse og normaliserte EBITDA.

5.4 Nøkkeltallsanalyse

Nøkkeltallsanalysen skal være med på å gi oss en innsikt i underliggende økonomiske forhold for Havila (Kristoffersen, 2013). Fra nøkkeltallene vil vi kunne se hvordan Havila klarer seg i forhold til bransjen og hvorvidt selskapet beveger seg i en gunstig eller ugunstig retning. Analysene vil være med på å underbygge våre fremtidige prognoser i kapittel 6, prognostisering av kontantstrøm. Vi baserer oss på nøkkeltall som ser på lønnsomhet, soliditet og likviditet. EBITDA-tallene vil ta utgangspunkt i de justerte verdiene som fremkom i normaliseringen. I hovedsak vektlegges tall som man kan se i forhold til en overordnet verdi ettersom absolutte tall kan gi et noe skjevt bilde.

5.4.1 Bransje

Innledningsvis introduserte vi de sammenlignbare selskapene som vil danne grunnlaget for bransjen; Farstad, DOF og Siem. Det er viktig at selskapene som vi sammenligner med er relativt like verdsettelsesobjektet. For oss var det vanskelig å finne selskaper i tilsvarende størrelsesorden som Havila. Ut ifra markedssegmentene mener vi likevel at disse tre selskapene representerer bransjen godt. Sammen med Havila vil selskapene benyttes som en proxy for bransjen i nøkkeltallsanalysen. Vi vil benytte oss av et ujustert gjennomsnitt ettersom utliggere også er en del av bransjen (Kaldestad & Møller, 2011). Selskapene vektet av den grunn med $\frac{1}{4}$ hver.

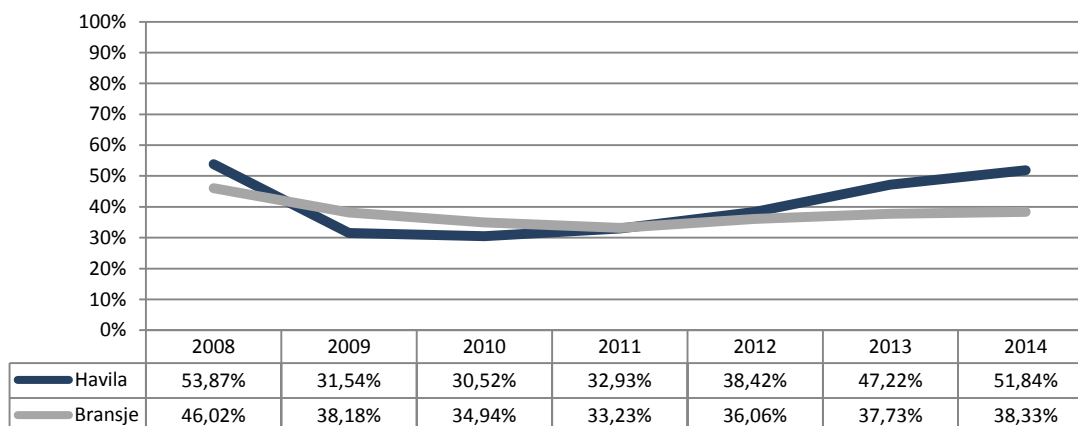
5.4.2 Lønnsomhet

Lønnsomhets- eller inntjeningsbaserte nøkkeltall sier oss noe om bedriftenes evne til å skape overskudd (Kristoffersen, 2013). Absolutte tall gir som nevnt tidligere lite informasjon i seg selv og vi bør kunne relatere nøkkeltallet mot en målestokk eller *benchmark*. Det eneste forholdstallet som har en teoretisk riktig målestokk er rentabilitetstall som kan ses i forhold til selskapets avkastningskrav. Likevel er det lite hensiktsmessig å bruke rentabilitetstall på grunn av de ulike regnskapsprinsippene etter IFRS. Rentabilitetstall vil derimot være et godt måltall for lønnsomhet på en enkeltinvestering. På bakgrunn av dette velger vi å se nærmere på EBITDA-marginer som ser på et selskaps evne til å skape kontantstrømmer.

$$EBITDA \text{ margin} = \frac{EBITDA * 100\%}{Omsetning}$$

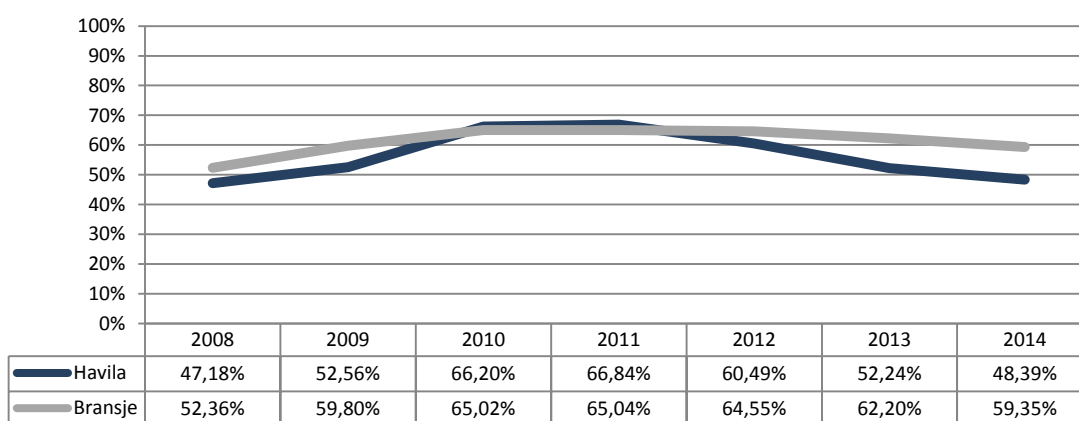
Formel 10: EBITDA-margin (Kristoffersen, 2013)

Figur 26: Historisk EBITDA-margin



EBITDA-marginer viser hvor stor kontantstrøm som er skapt i forhold til hver krone i salg. Historisk gjennomsnittlig EBITDA-margin i bransjen har vært på 38 %. Havila har hatt en positiv utvikling og ligget noe over bransjen i årene 2012-2014. Dette skyldes en nedgang i kostnadsnivået sammenlignet med konkurrentene (figur 27). Ved avslutningen av nybyggingsprogrammet utførte Havila en omfattende restrukturering av 7 fartøy i flåten som ga dem langt lavere total kostnader i 2013. Havila hevder selv at økningen i EBITDA skyldes en bedring av rater og færre innleide fartøy (Havila 2013).

Figur 27: Kostnader i prosent av omsetning



Som illustrert i kapittel 4 har Havila oppnådd en høy historisk utnyttelsesgrad på fartøyene sammenlignet med konkurrentene og selskapet besitter en av de yngste flåtene i markedet beregnet ut ifra verdijustert flåtealder. Dette mener vi vil kunne påvirke kostnadsnivået og EBITDA-marginen positivt.

5.4.3 Soliditet

Soliditet sier noe om et selskaps evne til å tåle finansielle tap. Vi skal se nærmere på to sentrale begrep for å danne oss en forståelse av soliditeten til Havila og bransjen. I den forbindelse har vi valgt å legge vekt på et nøkkeltall fra balansen og et fra resultatregnskapet. De benyttede nøkkeltallene er henholdsvis egenkapitalandel og rentedeckningsgrad.

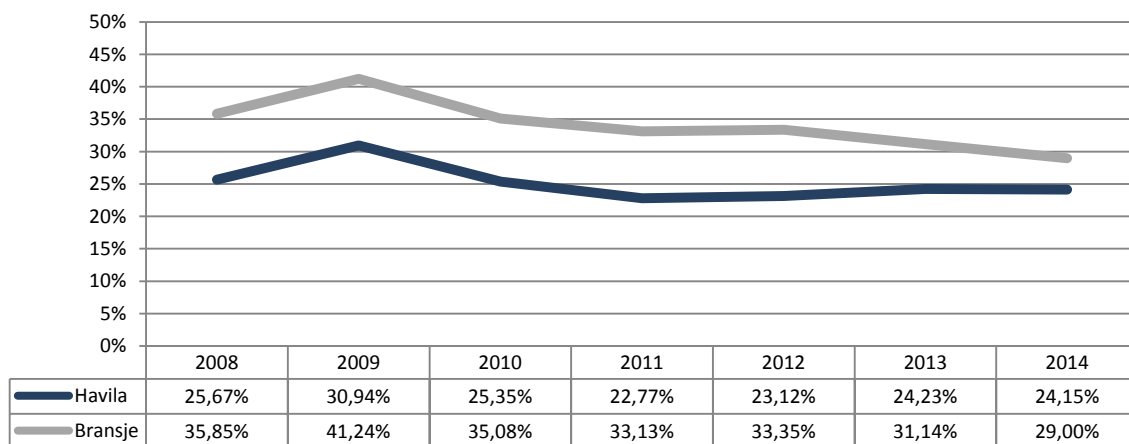
Egenkapitalandel

Egenkapitalandelen viser hvor stor del av eiendelene som er finansiert med egne midler og uttrykkes ved å dividere selskapets egenkapital på samlet kapital (Kristoffersen, 2013). Forholdstallet indikerer hvor mye selskapet kan tape før det går utover selskapets evne til å betjene sine forpliktelser. Soliditeten til selskapet vil altså øke desto større egenkapitalandelen er.

$$\text{Egenkapitalandel} = \frac{\text{Egenkapital} * 100\%}{\text{Totalkapital}}$$

Formel 11: Egenkapitalandel (Kristoffersen, 2013)

Figur 28: Historisk egenkapitalandel



Ifølge Kristoffersen (2013) er det ingen klare retningslinjer for hvor stor egenkapitalandelen bør være, men en egenkapitalandel på 30-35 % vil i de fleste virksomheter være tilfredsstillende. Egenkapitalen vil også variere fra bransje til bransje. Ved utgangen av fjerde kvartal 2014 lå gjennomsnittlig egenkapitalandel på Oslo Børs på 40,2 % (SSB.no). Gjennomsnittet for bransjen er estimert til 34 %, og vi ser fra figur 28 at Havila og konkurrentene befinner seg noe under snittet i forhold til Oslo Børs.

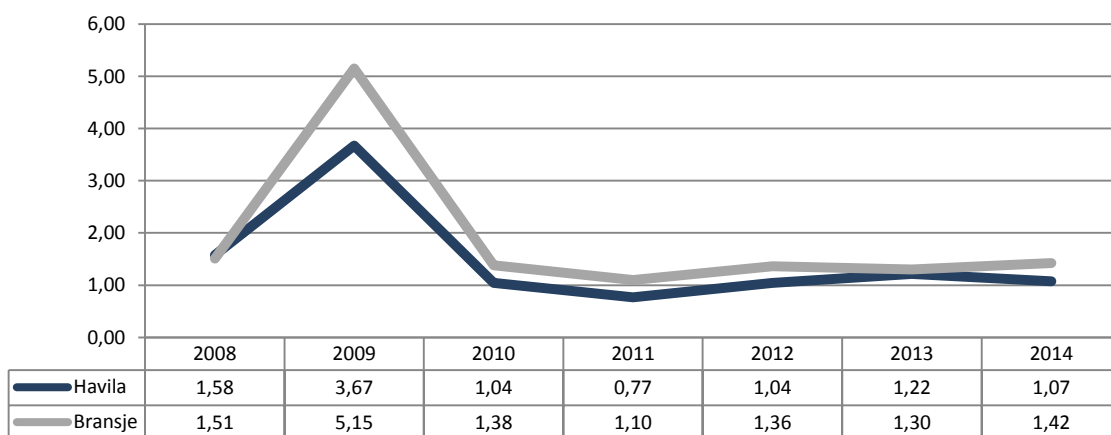
Rentedekningsgrad

Forpliktelsene til et selskap er knyttet til å betale renter og avdrag på gjeld. For å analysere et selskaps evne til å betale sine rentekostnader benytter man seg ofte av måltallet rentedekningsgrad (Kristoffersen, 2013). En svakhet ved måltallet er at det kun tar høyde for rentekostnader, og ikke hensyntar avdrag (Knivsflå, 2015). Rentedekningsgraden avhenger således av lønnsomheten og rentekostnaden på gjelden i selskapet.

$$\text{Rentedekningsgrad} = \frac{\text{Ordinært resultat før skatt} + \text{Rentekostnader}}{\text{Rentekostnader}}$$

Formel 12: Rentedekningsgrad (Kristoffersen, 2013)

Figur 29: Historisk rentedekningsgrad



God lønnsomhet for et selskap vil gi en høy rentedekningsgrad. I 2009 var lønnsomheten i bransjen på et toppnivå når det smalt under finanskrisen og oljeprisen falt markant. I likhet med egenkapitalandelen finnes det ingen generelle krav til størrelsen på rentedekningsgraden, men mange hevder den bør være større enn 3 (Kristoffersen, 2013). Intuitivt ser man at en rentedekningsgrad under 1 implisitt gir selskapet et underskudd. Således bør rentedekningsgraden være noe over 1. Historisk har Havila ligget noe under bransjen, men selskapet følger trendnivået jevnt. I dag fokuserer Havila stadig på å ta steget fra det usikrede obligasjonsmarkedet over til ordinær bankfinansiering. En bedring i rentemarginen vil gi selskapet bedre lønnsomhet og penger spart i løpet av årene som kommer (Havila, 2013).

Samlet sett ser det ut til at Havila ligger noe under snittet sammenlignet med bransjen, men at selskapet tenderer mot et trendnivå både på egenkapitalandel og rentedekningsgrad. Bransjen som helhet er svært konjunkturutsatt og vi ser klare tegn på en svekket soliditet i

perioden etter finanskrisen. Likevel ser vi at måltallene holder seg forholdsvis stabile og vi kan ikke trekke noen konklusjon om en svekket soliditet i fremtiden.

5.4.4 Likviditet

Likviditetsanalyser ser nærmere på et selskaps betalingsevne, med den hensikt å avdekke hvorvidt selskapet betaler forpliktelsene sine innen forfall (Kristoffersen, 2013). For å analysere selskapenes likviditet vil vi benytte oss av likviditetsgrad 1 og likviditetsgrad 2 som begge tar utgangspunkt i balanseverdier.

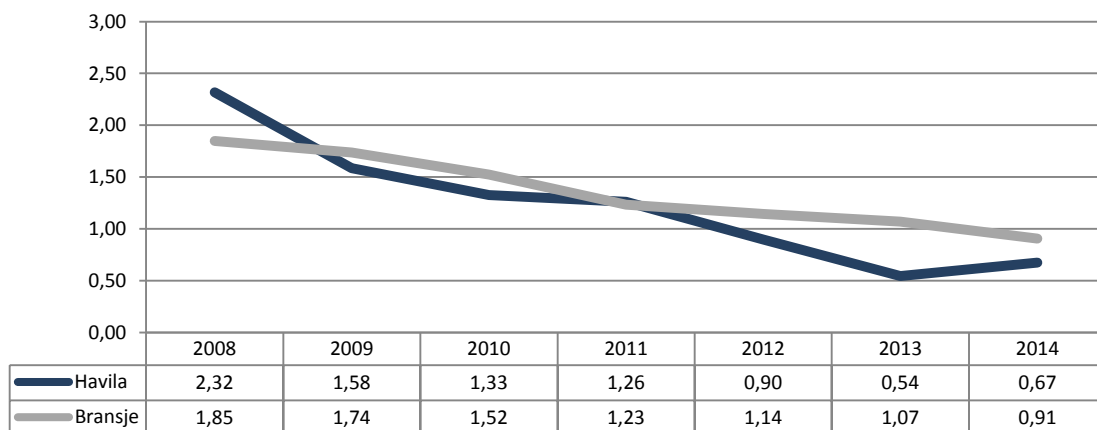
$$\text{Likviditetsgrad 1} = \frac{\text{Omløpsmidler}}{\text{Kortsiktig gjeld}}$$

$$\text{Likviditetsgrad 2} = \frac{\text{Mest likvide omløpsmidler}}{\text{Kortsiktig gjeld}}$$

Formel 13: Likviditetsgrad 1 (Kristoffersen, 2013)

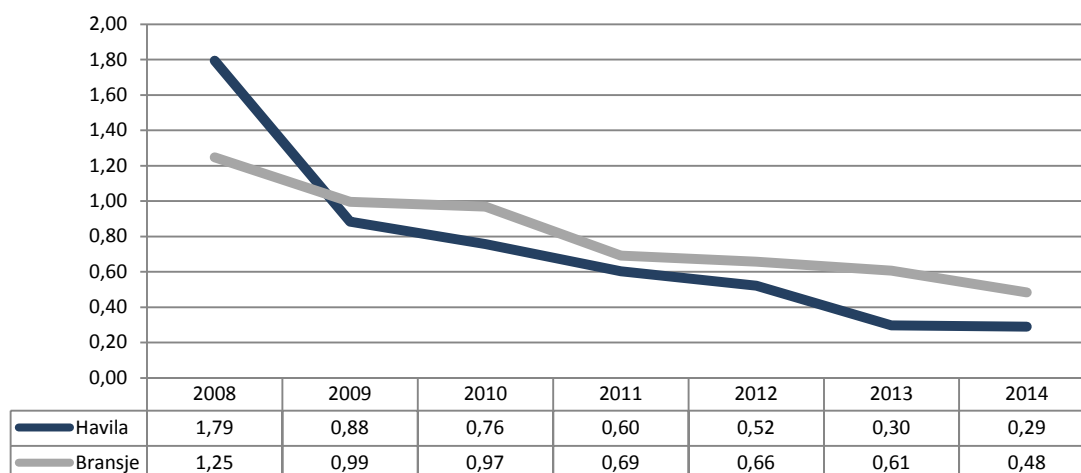
Formel 14: Likviditetsgrad 2 (Kristoffersen, 2013)

Figur 30: Historisk likviditetsgrad 1



Likviditetsgrad 1 ser på selskapets evne til å finansiere sin kortsiktige gjeld med selskapets omløpsmidler. Historisk har academia argumentert at kravet for en tilfredsstillende likviditetsgrad 1 er en verdi større enn 2. I praksis hender det svært sjelden at et selskap har så høye verdier. Følgelig vil dette også variere ut ifra hvilken bransje man tilhører. Sammenligningen mellom Havila og bransjen vil derfor være det avgjørende i analysen og ikke normtallene. Som vi ser fra figur 30 har likviditetsgrad 1 hatt en negativ trendutvikling gjennom hele perioden foruten et lite oppsving for Havila i 2013-2014. Historisk har gjennomsnittlig likviditetsgrad for bransjen vært 1,35.

Figur 31: Historisk likviditetsgrad 2



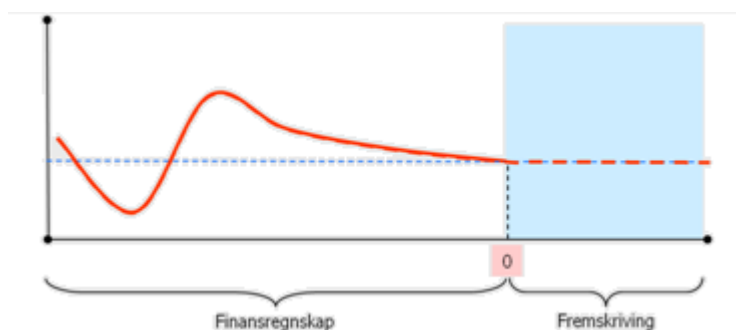
Likviditetsgrad 2 skiller mellom de ulike omløpsmidlene. Vi benytter oss av den omgrupperte balansen og bruker finansielle omløpsmidler som mål på de mest likvide omløpsmidlene (appendix 4). Historisk har det vært vanlig å si at likviditetsgrad 2 bør være større enn 1. I likhet med likviditetsgrad 1 hender dette sjelden i praksis. Fra figuren ser vi her en noe flatere trend, men tilsvarende likviditetsgrad 1 er Havila noe under snittet. Gjennomsnittlig likviditetsgrad 2 for bransjen har vært 0,81 som er relativt nærmere normtallet enn for likviditetsgrad 1.

Totalt sett ser det ut til at Havila har en noe svakere likviditet sammenlignet med bransjen. Selskapet ligger jevnt lavere enn konkurrentene i samtlige år utenom 2008. Reduksjonen i likviditeten skyldes i hovedsak en kraftig reduksjon i likvide midler (bankinnskudd), og en økning i kortsiktig del av langsiktig gjeld i perioden. Bakenforliggende årsaker for denne likviditetssituasjonen var det kostbare nybyggingsprogrammet og finanskrisen i 2008. Da Goldman Sachs gikk over ende satt fem år gamle Havila på 13 nybygg uten finansiering. I denne perioden hadde selskapet betydelige forpliktelser til nybyggingsprogrammet og skaffet finansiering på løpende bånd (Havila, 2013). Vi ser en bedring både i likviditetsgrad 1 og 2 i perioden etter 2012 hvor nybyggingsprogrammet ble avsluttet. Ettersom Havila ikke har planlagt noen nybygg i nærmeste fremtid antas det at den positive trenden fra 2013-2014 vil fortsette og bedre deres likviditetssituasjon ytterligere.

6. Prognostisering av kontantstrøm

Den strategiske analysen og regnskapsanalysen danner grunnlaget for budsjettering av Havila sine fremtidige kontantstrømmer. Valg av eksplisitt periode med prognoser avhenger av hvilken type bransje man befinner seg i og forhold internt i bedriften (Kaldestad & Møller, 2011). Vi er nødt til å følge Havila gjennom en komplett sykel frem til selskapet befinner seg i en konstant steady state. Her må regnskapstallene være stabile slik at det er nærliggende å fremskrive stabiliteten. Budsjettperioden skal bidra med å bygge bro mellom variabel og konstant vekst.

Figur 32: Steady state (Kinserdal, 2014)



Ifølge Kinserdal (2014) og Kaldestad & Møller (2011) er det ideelt med 6-10 års prognoseperiode. Den siste tiden har lavere oljepris resultert i et nedadgående marked, og bransjen kan stå overfor restruktureringskostnader i fremtiden. Dette må vi ta høyde for i våre estimater. Det er viktig å forutsette at selskapet befinner seg i steady state og fortsetter mot evigheten ved slutten av prognoseperioden før vi estimerer terminalverdien. På bakgrunn av dette velger vi å benytte oss av en prognoseperiode på 7 år som tilsvarer en gjennomsnittlig sykel for bransjen.

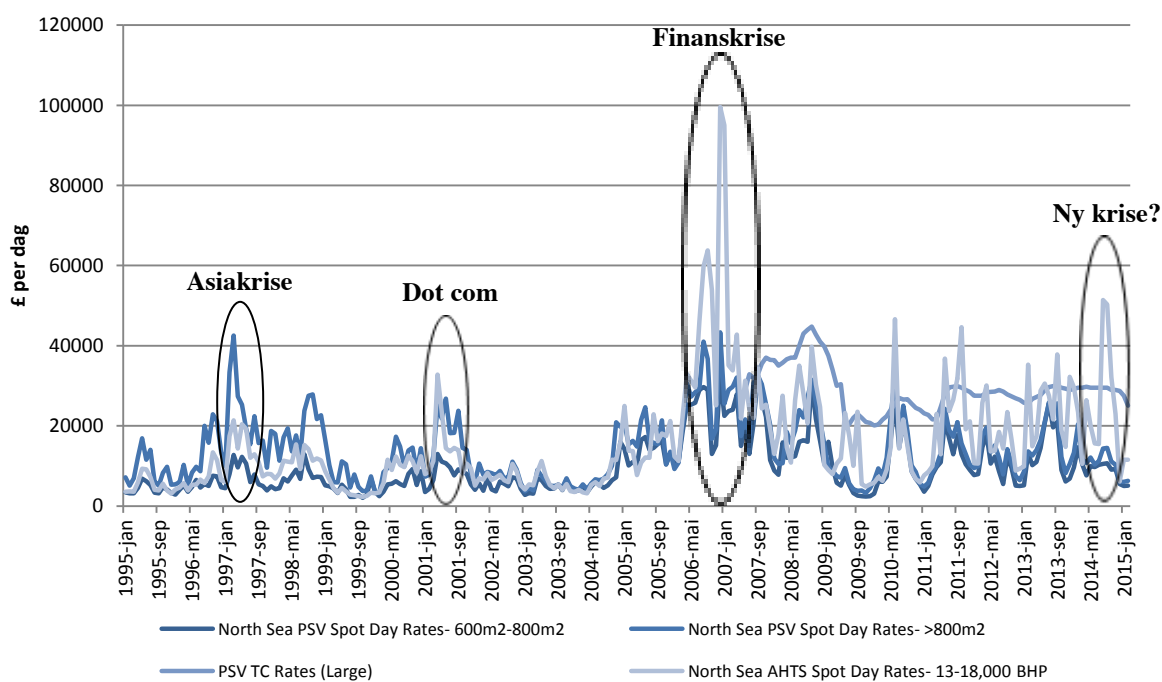
Ettersom det er lett for å bli *biased* når man budsjetterer fremtidige kontantstrømmer har vi valgt å benytte oss av ulike scenario. Vi lager scenario fordi at det er ingen som vet hvordan markedet vil utvikle seg fremover. Verdien til selskapet beregnes ved å vekte de ulike scenarioene til en samlet verdi. Således vil verdien reflektere muligheten for om Havila får en god eller dårlig inntjening i fremtiden. Dagens økonomiske situasjon avhenger av en rekke uromomenter som vi må ta hensyn til. Vi velger å skille mellom et optimistisk, et pessimistisk og et scenario som vi anser som mest sannsynlig, hovedscenario. Vi har valgt å

holde modellen enkel hvor vi fokuserer på de viktigste faktorene og verdidriverne. Alle tall vil bli analysert i prosent av historisk omsetning.

6.1 Analyser og budsjettering

Hoveddriveren som legges til grunn i de ulike scenarioene er nivået på oljeprisen. Dette er den underliggende komponenten som hovedsakelig påvirker resultatene til rederiene. Figur 33 viser historiske spottrater for PSV og AHTS i Nordsjøen. Figuren illustrerer bransjen sin syklikalitet, hvor ratene faller dramatisk ved internasjonale kriser. Et fellestrekk for de økonomiske krisene er fall i BNP og et forstyrret balanseforhold mellom tilbud og etterspørsel etter olje.

Figur 33: Historiske spottrater OSV (Clarksons Research Services, 2015)



Fra figuren ser vi at en sykel i offshore supplybransjen ligger på omtrentlige 7 år, og våre prognoser vil baseres på denne periodelengden. Det kan se ut til at vi nå er inne i en ny nedgangstid hvor presset i økonomien avtar. Ekspansiv pengepolitikk og nedgang i forventet BNP underbygger dette.

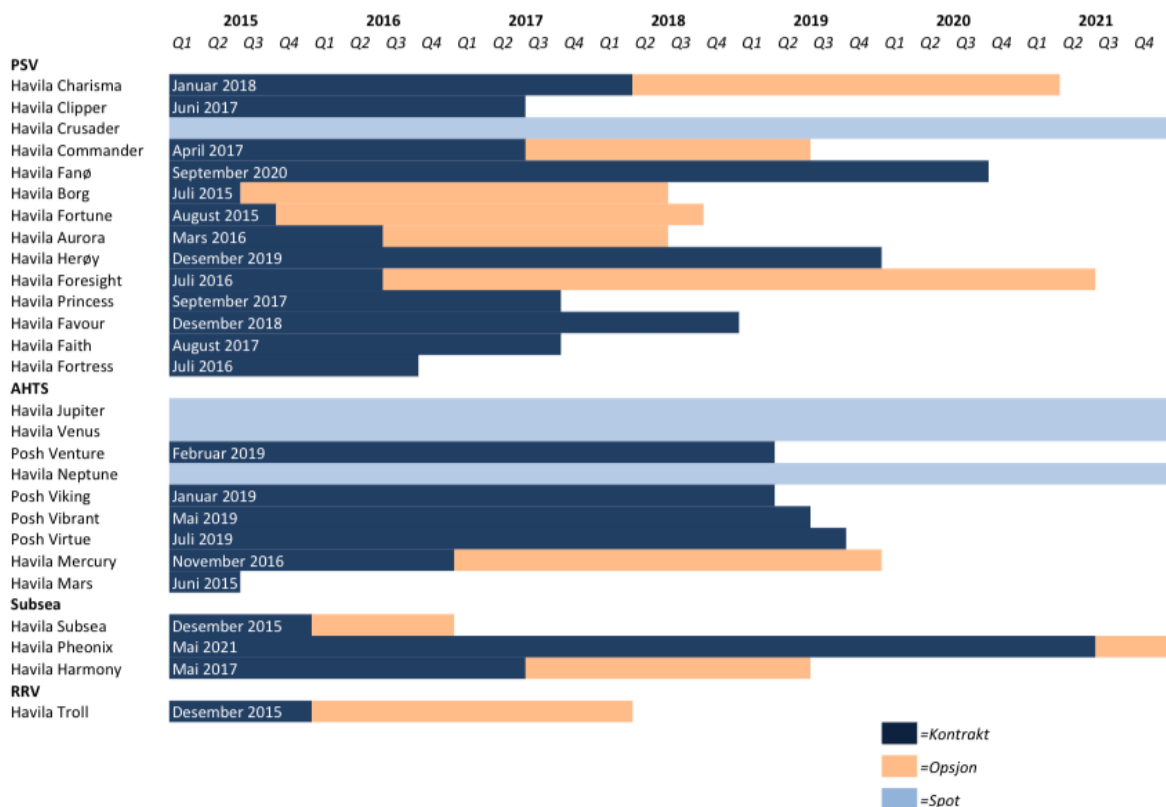
6.1.1 Generelle forutsetninger

Vi har valgt å holde verdsettelsesmodellen enkel ved å fokusere på de viktigste verdidriverne. For å forenkle modellen ser vi på samlet omsetning, og ikke på inntjeningen per segment. Langsiktig vekst drives av omsetningsveksten, og på lang sikt kan ikke veksten være større enn forventet realvekst i den samlede økonomien. Historisk har realvekst i BNP vært tilnærmet 3 %. Basert på prognoser fra IMF (Knoema.com) forventes det en reduksjon i realvekst frem mot 2021. Alle poster som inngår i verdsettelsesmodellen blir beregnet som en prosentvis andel av omsetningen. Slik vil alle kostnader bli justert for inflasjon ettersom omsetningen er justert.

Hovedscenarioene bygger på forutsetninger om oljeprisens langsiktige utvikling. På grunn av at rederiene opererer i en syklisk bransje antar vi at omsetningen i alle scenarioene etter hvert vil flate ut. Spørsmålet er imidlertid hvor fort omsetningen vil flate ut.

Vi legger vekt på at det ikke eksisterer noe varig konkurransefortrinn i offshore supplybransjen. Aktørene i bransjen står overfor samme kostnadsposisjon hvor de fleste kjøper/selger identiske tjenester i samme marked. Vår antagelse er at markedet ikke ser forskjell på tjenestene som rederiene leverer. Oljeselskapene er prisbevisste og velger det rederiet som kan levere tjenesten til lavest mulig pris. De siste to årene har Havila hatt en midlertidig strategisk fordel på kostnadssiden. Vi antar at dette ikke vil vedvare i fremtiden ettersom superprofitt over tid vil forsvinne (Penman, 1991).

Figur 34: Oversikt over kontraktstatus (Havila.no)



Hovedsakelig opererer Havila med langsiktige kontrakter. Dette gjør at selskapets inngåtte kontrakter kan sikre en god fortjeneste ved inngangen til dårligere tider. Historisk har utnyttelsesgraden til Havila sin flåte vært god, og i 2014 oppnådde flåten en utnyttelsesgrad på hele 94,5 %. I bransjen har gjennomsnittlig utnyttelsesgrad fra 2008-2014 vært rundt 90 %. For at et rederi skal være lønnsomt antar vi at utnyttelsesgraden bør ligge rundt dette nivået i fremtiden. Kontraktsdekningen ut 2015 og 2016 gjør at Havila er godt rustet for å dekke sine kostnader de to neste årene. Selskapets kontraktsdekning i figur 34 vil bli hensyntatt i utarbeidelsen av prognosene.

Estimatene i de ulike scenarioene er beregnet med grad av usikkerhet, og vi vil analysere de største usikkerhetsmomentene i kapittel 10, sensitivitetsanalyse. De ulike inputparameterne i verdsettelsesmodellen vil ha stor innvirkning på selskapets verdi, og krever derfor en egen analyse.

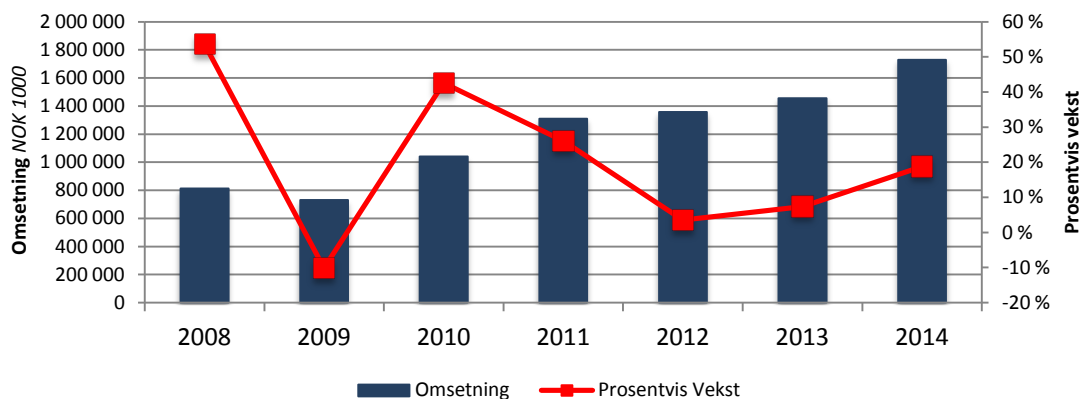
Hovedscenario

Hovedscenarioet bygger på antagelser om at markedet og bransjen for offshore supply står overfor et varig skifte. Basert på dagens terminmarked for olje og anslag fra forskjellige oljeanalytikere, vil oljeprisen ikke stige mot tidligere nivå på rundt USD 100 per fat. Mot slutten av prognoseperioden vil prisen ligge rundt USD 75-80 per fat. For mange av oljeselskapene kan dette bety en mindre margin og lavere lønnsomhet. Det forventes at overkapasitet i OSV- og subsea-markedet fører til hardere anbudsprosesser, samtidig som ratene i spotmarkedet holdes under press.

Historiske driftsinntekter

Omsetningen viser til en stigende trend i analyseperioden etter finanskrisen. I 2010 og 2011 var den prosentvise veksten på henholdsvis 42,5 % og 26,1 %. I 2012 falt veksten markant ned mot 3,5 %, og i de to siste årene har den steget med 7,3 % og 18,8 %. For å underbygge våre prognoser vil vi legge hovedvekt på de tre siste årene i perioden. Vi mener at ettervirkningen av finanskrisen i 2010 og 2011 vil gi oss for ekstreme verdier i anslaget på prosentvis vekst. Et viktig moment er at Havila ferdigstilte sitt nybyggingsprogram i 2012. På bakgrunn av dette kan vi anta at selskapet har gått fra å tilhøre en vekstfase, til å befinne seg i en mer moden del av livssyklusen. Gjennomsnittlig vekst de siste tre årene har vært 10 %. Det kan også nevnes at ved å benytte seg av et geometrisk gjennomsnitt over hele perioden har Havila hatt en vekst på 11,42 %. Denne verdien mener vi gir et mer riktig bilde enn gjennomsnittlig aritmetisk snitt over hele perioden.

Figur 35: Historisk omsetning og aritmetisk vekst



Prognostisering av driftsinntekter

Dagens markedssituasjon tyder på en nedgang i omsetningsveksten. Nedgangen vil vedvare de to første årene i prognosene, men omsetningen vil deretter øke fra 2017 i samsvar med oljeprisen. Selskapet vil være avhengig av å inngå nye langsiktige kontrakter, både med fartøy hvor eksisterende kontrakter er i ferd med å gå ut og i henhold til eventuelle nye fartøy. Ettersom vi legger til grunn et varig skifte i markedet for offshore supply, vil det være nærliggende å tro at selskapet vil ha en mindre prosentvis vekst sammenlignet med forrige sykel. Ved slutten av sykelen i prognoseperioden flater omsetningsveksten ut igjen ned mot 3 %. Nedenfor presenteres våre anslag på vekst i omsetning.

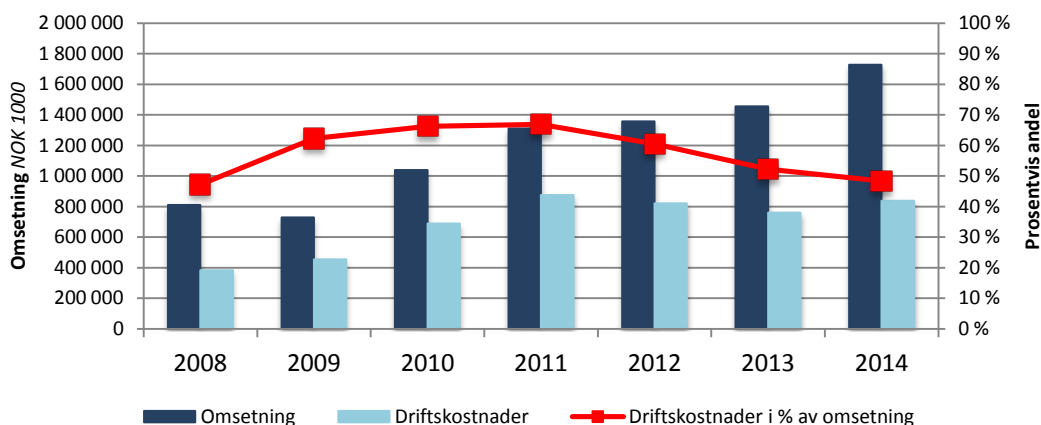
Tabell 21: Prognostisert vekst i omsetning

	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E
Vekst i omsetning	5 %	5 %	8 %	12 %	18 %	3 %	3 %

Historiske driftskostnader

Vi vil nå analysere hver av postene som inngår i Havila sine driftskostnader. Figur 36 presenterer selskapets historiske driftskostnader og en *common size* analyse hvor alle kostnader er definert i prosent av omsetning. I dag ligger driftskostnadene på omtrentlige 50 % av omsetningen. Gjennomsnitt er beregnet ved aritmetisk snitt ($\frac{1}{N} \sum x_i$).

Figur 36: Driftskostnader i prosent av omsetning og *common size* analyse av kostnader



Driftskostnader	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Snitt
Mannskapskostnader	20,57 %	30,22 %	31,01 %	32,87 %	33,64 %	32,08 %	27,60 %	29,71 %
Driftskostnader skip	21,78 %	26,12 %	28,76 %	27,50 %	20,55 %	11,41 %	12,46 %	21,23 %
Leiekostnader	-	-	-	-	-	2,67 %	2,40 %	0,72 %
Andre lønnskostnader	2,41 %	3,02 %	2,37 %	2,21 %	2,56 %	-	-	1,80 %
Andre driftskostnader	2,43 %	2,88 %	4,06 %	4,26 %	3,73 %	6,07 %	5,93 %	4,20 %
Sum driftskostnader	47,18 %	62,24 %	66,20 %	66,84 %	60,49 %	52,24 %	48,39 %	57,65 %

Vi vil nå utdype våre prognoser for mannskapskostnader, driftskostnader skip, leiekostnader og andre driftskostnader. Prognosene bygger på historiske tall fra common size analysen og våre framtidsutsikter basert på den strategiske analysen.

Mannskapskostnader

Mannskapskostnader/lønnskostnader drives av generell lønnsvekst og antall fartøy i flåten. I hovedscenariot blir det ikke lagt til grunn store investeringer i nye fartøy.

Tabell 22: Prosentvis vekst i mannskapskostnader og i prosent av omsetning

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Snitt
Mannskapskostnader (NOK 1000)	166 725	220 220	322 103	430 515	456 064	466 877	476 948	
Vekst %	-	32,09 %	46,26 %	33,66 %	5,93 %	2,37 %	2,16 %	20,41 %
% av omsetning	20,57 %	30,22 %	31,01 %	32,87 %	33,64 %	32,08 %	27,60 %	29,71 %

Nybyggingsprogrammet ble avsluttet i 2012. I perioden 2012-2014 har mannskapskostnadene kun økt 2 % årlig som sammenfaller med gjennomsnittlig inflasjonsvekst. I dag har vi en økning i arbeidsledighet og større press på arbeidsmarkedet i oljebransjen. Likevel ser vi ikke for oss noen store endringer i mannskapskostnadene fremover. I prognoseperioden 2015 og 2016 antar vi at mannskapskostnadene vil holde seg på et nivå lik det historiske snittet på 30 % av omsetningen. De neste årene vil mannskapskostnadene utgjøre 32 % av omsetningen på grunn av press fra oljeselskapene og lavere lønnsomhet.

Tabell 23: Prognostiserte mannskapskostnader

% av omsetning	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E
Mannskapskostnader	30 %	30 %	32 %	32 %	32 %	32 %	32 %

Driftskostnader skip

De to siste årene har Havila hatt effektivitetsgevinster på kostnadssiden som har resultert i en høy EBITDA-margin. Effektivitetsgevinstene skyldes en reduksjon i driftskostnader skip som er knyttet til tilbakekjøp av to fartøy som var på *sale-and-leaseback* kontrakt med Havila Ariel AS. Sale-and-leaseback er en transaksjon hvor man selger eiendeler, for deretter å lease dem tilbake. Leieavtalen som ble inngått i 2008 var på åtte år med en opsjon til å kjøpe fartøyene tilbake til en avtalt pris etter fem år. Konsernet utøvde opsjonen gjennom datterselskapet Havila Ships AS i 2012. Havila har fra 2013 valgt å klassifisere leiekostnader under en egen post som vil presenteres etter driftskostnader skip.

Tabell 24: Driftskostnader skip i prosent av omsetning

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Snitt
Driftskostnader skip (NOK 1000)	176 521	190 310	298 690	360 165	278 701	165 991	215 400	
% av omsetning	21,78 %	26,12 %	28,76 %	27,50 %	20,55 %	11,41 %	12,46 %	21,23 %

Det er usikkerhet knyttet til hvorvidt nivået på driftskostnader skip vil holde seg lik nivået som har vært de to siste årene, eller om det vil tendere mot tidligere nivå. Gjennomsnittet på 21,23 % av omsetning kan være noe høyt. I perioden 2015 og 2016 antas driftskostnader skip å utgjøre 15 % av omsetningen. Etter hvert som skipene blir eldre forventer vi økte vedlikeholdskostnader og teknologiske oppgraderinger. Således vil kostnadene øke mot 20 % av omsetningen ut prognoseperioden.

Tabell 25: Prognostiserte driftskostnader skip

% av omsetning	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E
Driftskostnader skip	15 %	15 %	18 %	20 %	20 %	20 %	20 %

Leiekostnader

Tidligere var leiekostnader inkludert i driftskostnader skip. Per dags dato dreier leiekostnader seg om en operasjonell leasingavtale som Havila har med selskapet Sydvestor Troll AS og deres RRV fartøy Havila Troll. Havila Troll er nå på en sale-and-leaseback avtale som forventes å vare frem til kontrakten går ut i 2018 (Havila, 2014).

Tabell 26: Leiekostnader i prosent av omsetning

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Snitt
Leiekostnader (NOK 1000)	-	-	-	-	-	38 911	41 448	
% av omsetning	-	-	-	-	-	2,67 %	2,40 %	2,54 %

Vi forventer at leieavtalen vil holde seg på tilsvarende nivå frem til kontrakten går ut i 2018. Vi legger derfor til grunn leiekostnader på 3 % av omsetningen i årene frem til 2018. Videre forventes det at selskapet inngår en ny sale-and-leaseback kontrakt, som i tillegg til en utvidelse av avtalen med Havila Troll, vil øke leiekostnaden til 6 % prosent av omsetningen.

Tabell 27: Prognostiserte leiekostnader

% av omsetning	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E
Leiekostnader	3 %	3 %	3 %	6 %	6 %	6 %	6 %

Andre driftskostnader

Andre driftskostnader består i hovedsak av administrasjonskostnader som honorar til revisor/advokater/konsulenter. Denne posten har vært økende i analyseperioden.

Tabell 28: Andre driftskostnader i prosent av omsetning

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Snitt
Andre driftskostnader (NOK 1000)	19 736	20 964	42 177	55 786	50 592	88 358	102 498	
% av omsetning	2,43 %	2,88 %	4,06 %	4,26 %	3,73 %	6,07 %	5,93 %	4,20 %

Ettersom det er vanskelig å spå disse kostnadene direkte ut ifra dagens situasjon vil vi benytte oss av det historiske snittet med små justeringer. Andre driftskostnader har vært økende i analyseperioden. Vi vil legge hovedvekt på de siste årene og anta at den vil være litt høyere enn 4 % i prognoseperioden. Vi har lagt til grunn 6 % de tre første årene og 7 % ut mot 2021 og terminalverdien.

Tabell 29: Prognostiserte andre driftskostnader

% av omsetning	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E
Andre driftskostnader	6 %	6 %	6 %	7 %	7 %	7 %	7 %

Oppsummering hovedscenario

Oppsummert vil hovedscenarioet vise til en slak reduksjon i Havila sin EBITDA-margin på lang sikt. En svakere oljepris og overkapasitet i supplymarkedet vil gjøre at marginen vil falle i hele bransjen. Vi antar at marginen for Havila vil holde seg på et nivå rundt 35 % mot slutten av prognoseperioden. Dette tilsvarer en samlet reduksjon på 17 prosentpoeng fra dagens nivå på 52 %. Sammenlignet med gjennomsnittlig EBITDA-margin for bransjen i perioden 2008-2014 er dette en nedgang på 3 prosentpoeng fra 38 % til 35 %. I tabellen nedenfor oppsummeres våre antakelser om fremtidig utvikling av EBITDA.

Tabell 30: Prognostisert EBITDA-margin

NOK 1000	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E
Omsetning	1 814 546	1 905 273	2 057 695	2 304 619	2 719 450	2 801 033	2 885 064
Mannskapskostnader	544 364	571 582	658 462	737 478	870 224	896 331	923 221
Driftskostnader skip	272 182	285 791	370 385	460 924	543 890	560 207	577 013
Leiekostnader	54 436	57 158	61 731	138 277	163 167	168 062	173 104
Andre driftskostnader	108 873	114 316	123 462	161 323	190 361	196 072	201 955
Sum kostnader	979 855	1 028 848	1 214 040	1 498 002	1 767 642	1 820 672	1 875 292
EBITDA	834 691	876 426	843 655	806 616	951 807	980 362	1 009 773
EBITDA-margin	46 %	46 %	41 %	35 %	35 %	35 %	35 %

6.2 Normalisert operasjonell kontantstrøm

For å komme frem til en normalisert operasjonell kontantstrøm før skatt, må EBITDA justeres for kapital og kapitalvekst. Dette er komponenter som slår inn i verdien til selskapet, og dreier seg hovedsakelig om selskapets investeringer og endring i arbeidskapital (Damodaran, 2012). Formålet med å normalisere historiske investeringer og endring i arbeidskapital er å finne et bedre anslag på prognosen til en fremtidig kontantstrøm. Den enkleste metoden er å beregne et snitt av komponentene over en bestemt periode. På den måten fanger man opp eventuelle fluktasjoner i sykkelen. Videre er dette gunstig for å begrense risikoen for over- eller underestimeringer.

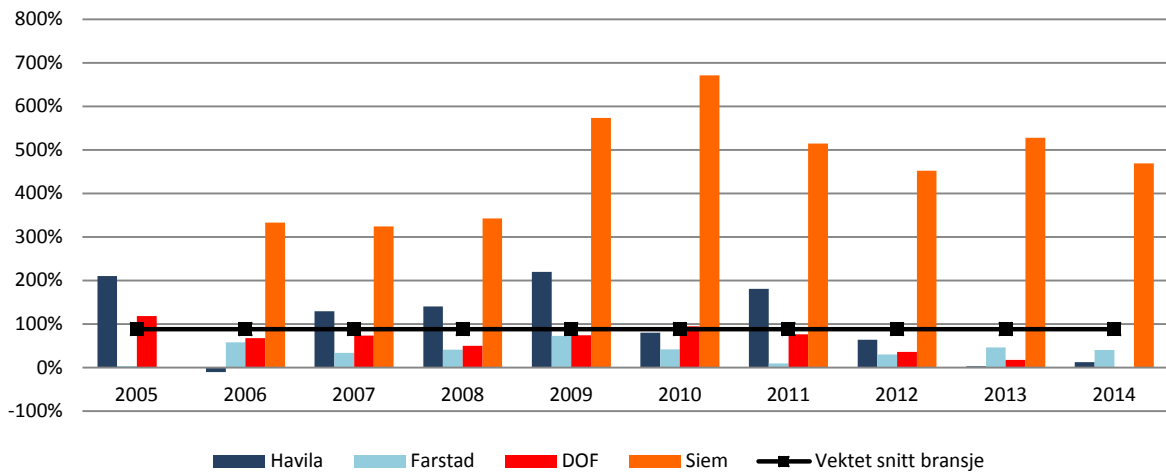
6.2.1 Normaliserte investeringer

Vi må ta utgangspunkt i en periode på 8 til 10 år for å finne selskapets normale investeringer. Dette er en lengre analyseperiode enn hva som ble praktisert under normaliseringen av EBITDA. Her er det viktig å beregne netto investeringer ved å subtrahere avgang fra varige driftsmidler i perioden (Kinserdal, 2014). Eventuelle engangsinvesteringer må justeres bort dersom de ikke gjentar seg med jevne mellomrom i sykkelen. Deretter må vi foreta en referansesjekk ved å diskutere dette mot avskrivningene i perioden. Begge komponentene måles i prosent av omsetning i analysen.

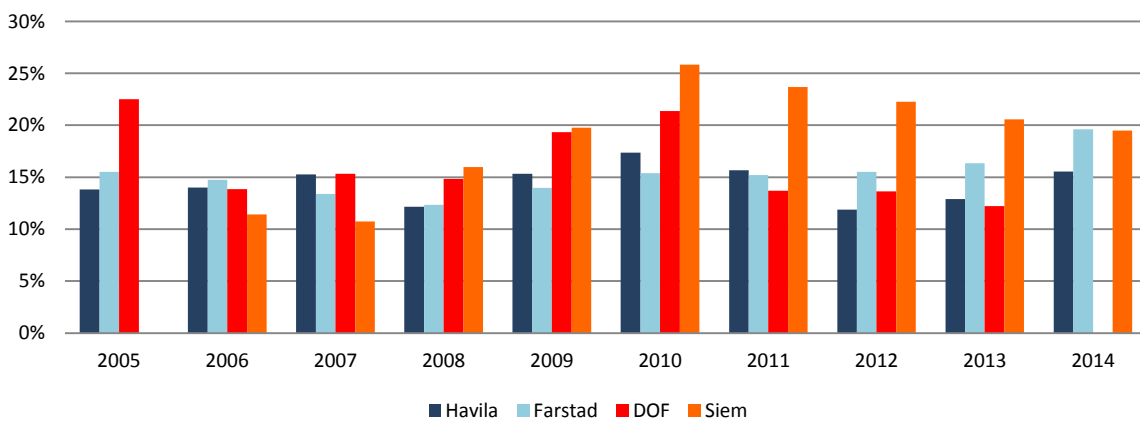
Et selskap som investerer et beløp tilsvarende avskrivningene per år, er ifølge økonomisk teori et selskap i likevekt/steady state. Historiske avskrivninger kan altså brukes som en tilnærming til hvilket investeringsnivå som kreves i fremtiden for å opprettholde den operasjonelle aktiviteten til et selskap. Kinserdal (2014) argumenterer for at dette er urealistisk ettersom teorien forutsetter 0 vekst og 0 inflasjon. Hovedsakelig vil investeringer være rettet mot fremtiden mens avskrivninger vil være rettet mot fortiden. Dersom et selskap bruker avskrivningene som et mål på fremtidige investeringer vil selskapet sannsynligvis undervurdere investeringsbehovet. Historiske avskrivninger er som oftest lavere enn fremtidige nødvendige investeringer.

Over tid er det omsetningen som driver investeringsnivået. Det vil derfor være hensiktsmessig å sjekke bransjen og hvordan konkurrentene til Havila investerer. I figur 37 og 38 er en oversikt over de historiske investeringene og avskrivningene til selskapene i bransjen i perioden fra 2005-2014.

Figur 37: Normaliserte investeringer i prosent av omsetning



Figur 38: Historiske avskrivninger i prosent av omsetning



Fra figur 38 ser vi at gjennomsnittlige avskrivninger ikke er representativt for anslaget på fremtidige investeringer. Dette ser ut til å være aktuelt for alle rederiene. Det kan kommenteres at investeringsnivået til Farstad og DOF i prosent av omsetning er lavere sammenlignet med de to andre aktørene. Siem har en betydelig høyere investeringsintensitet enn de andre rederiene. Hovedsakelig begrunnes dette med at både Farstad og DOF er i en moden fase i livssyklusen ettersom de har vært operative i overkant av 60 og 30 år. Siem har på sin side bare vært operative i ca 10 år og er enda i det vi definerer som en vekstfase. Havila antas å være i en tilnærmet moden fase i livssyklusen sammenlignet med Siem. For å kunne gi en bedre indikasjon på hvordan Havila sitt normaliserte investeringsnivå er i forhold til bransjen som helhet brukes et estimert snitt fra investeringsintensiteten til konkurrentene. Konkurrentene vektet i forhold til størrelse og omsetning, med hovedvekt på

Farstad og DOF. Vi finner at bransjens vektete investeringsnivå i forhold til omsetning er på om lag 88 %.

Havila sine investeringer fluktuerer over analyseperioden. Her er det viktig å kommentere hovedfaktorene til denne utviklingen. Sammenligningen med konkurrentene i bransjen indikerer at det er nødvendig å foreta store investeringer i enkelte år, såkalte engangsinvesteringer. I andre år kan det være et markant lavere investeringsnivå. Vekstfasen som selskapet har vært igjennom gjør at investeringsnivået i enkelte år har ligget høyt på skalaen. Normalinvesteringene ble estimert til 103 % av omsetningen, noe som er nokså likt bransjens vektete investeringsintensitet på 88 %. Vi velger å justere nivået betraktelig ned ettersom Havila avsluttet sitt nybyggingsprogram i 2012, og fordi markedet og bransjen for OSV og subsea antas å stå overfor et varig skifte. Det er verdt å nevne at Havila hadde et investeringsnivå på bare 13 % av omsetningen i 2014. Investeringene forventes å holde seg rundt avskrivningsnivået på 15 % de første årene i hovedscenarioet. Etter hvert som skipene blir eldre forventes økte vedlikeholdskostnader og teknologiske oppgraderinger. En investeringsintensitet på 20 % av omsetning vil derfor legges til grunn i resten av prognoseperioden.

6.2.2 Investering i arbeidskapital

Arbeidskapital kan defineres som differansen mellom kortsiktige eiendeler og kortsiktige forpliktelser. Dette er kapitalen som er bundet opp i selskapets daglige drift. Eiendelene som inngår er omløpsmidler og består typisk av beholdninger og kundefordringer. Forpliktelsene som inngår er kortsiktig rentefri gjeld og består av leverandørgjeld, skyldige offentlige utgifter, påløpte kostnader og lønnsrelaterte poster. Økt omsetning fører ofte med seg tilsvarende økt behov for likviditet. Arbeidskapitalprosenten kan da være en god indikator på hvor mye likviditet som er nødvendig for ekspansjon. Endringer i arbeidskapital utgjør en investering som det må tas hensyn til (Kaldestad & Møller, 2011). Kun endring i netto vekstavhengig arbeidskapital er relevant fremover når en kontantstrøm skal estimeres (Kinserdal, 2014). Denne måles i prosent av omsetningen.

Ettersom kortsiktig gjeld kan overstige nivået på omløpsmidlene kan netto vekstavhengig arbeidskapital også bli negativ (Damodaran, 2012). Det samme gjelder endringen i vekstavhengig arbeidskapital. Dersom komponentene i den kortsiktige gjelden øker

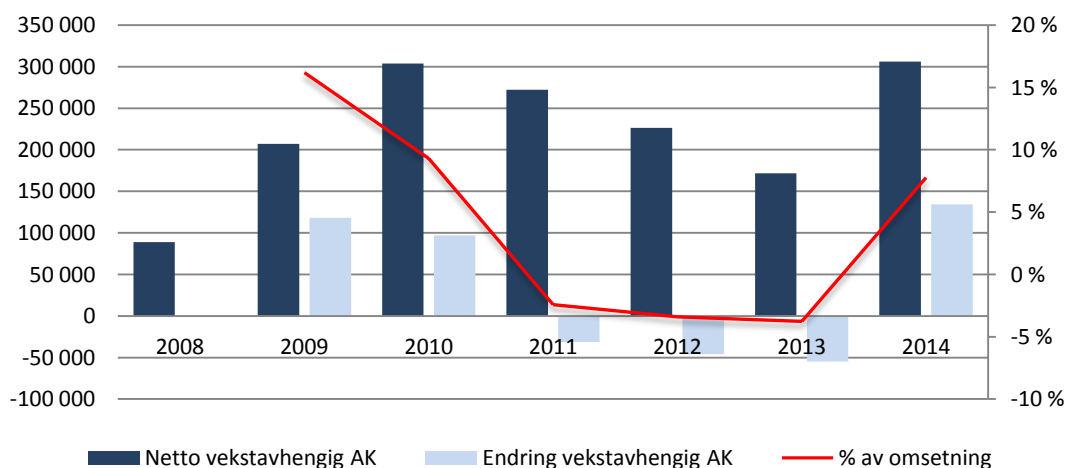
betydelig i forhold til komponentene i omløpsmidlene, vil endringen fra et år til et annet kunne bli negativ.

Som forklart innledningsvis i kapittelet er vi kun interessert i den delen av arbeidskapitalen som påvirker verdien til selskapet. En økning i arbeidskapitalen vil binde mer kapital. Dette vil igjen redusere størrelsen på kontantstrømmen. Motsatt vil en reduksjon i arbeidskapitalen frigjøre mer kapital og øke kontantstrømmen. Vi ønsker å analysere hvorvidt Havila frigjør eller binder opp mer kapital i analyseperioden. I utgangspunktet skal kontanter ikke inkluderes i estimeringen av netto arbeidskapital (Damodaran, 2012). Det finnes likevel unntak av denne regelen. Dersom et selskap opererer i en bransje hvor det er nødvendig å sette av kontanter til den daglige driften, vil kontanter være en del av arbeidskapitalen. Ifølge Kinserdal (2014) er dette en vanskelig problemstilling, og det eksisterer ikke noen spesifikke tommelfingerregler. Som nevnt i kapittel 5 under omgruppering av balansen, klassifiserer vi kontanter og bankinnskudd som en finansiell eiendel. På bakgrunn av dette inkluderes ikke driftslikviditet ved beregning av endring i vekstavhengig arbeidskapital.

Tabell 31: Endring i vekstavhengig arbeidskapital

NOK 1000	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Beholdning/bunkers	5 595	9 965	13 878	15 852	17 610	22 140	18 564
Kundefordringer	234 381	319 710	492 257	393 934	347 085	315 019	446 649
(-) Leverandørgjeld	-128 590	-55 403	-110 385	-49 127	-60 061	-70 688	-77 038
(-) Betalbar skatt	-5 849	-45 293	-59 747	-45 305	-32 619	-48 027	-34 481
(-) Skyldig lønn (10 % av lønn)	-16 673	-22 022	-32 210	-43 052	-45 606	-46 688	-47 695
Netto vekstavhengig AK	88 865	206 957	303 793	272 303	226 409	171 756	305 999
Endring vekstavhengig AK		118 093	96 836	-31 490	-45 894	-54 652	134 243
% av omsetning		16 %	9 %	-2 %	-3 %	-4 %	8 %

Figur 39: Endring i vekstavhengig arbeidskapital i prosent av omsetning



Figur 39 viser Havila sin utvikling av endring i vekstavhengig arbeidskapital i intervallet 2008-2014. Fra 2011, og i de påfølgende årene, har selskapet hatt en negativ endring. Dette kommer av at selskapet har frigjort mer kapital. Her har altså komponentene i den kortsiktige gjelden økt i forhold til komponentene i omløpsmidlene. Spesielt er det økte mannskapskostnader og avtagende kundefordringer som gir denne utviklingen. I analyseperioden har selskapet hatt en gjennomsnittlig endring i vekstavhengig arbeidskapital på 4 %. Denne størrelsen legges til grunn i prognosene.

6.2.3 Estimert skattesats

Ved verdivurdering av et selskap må skattekostnaden trekkes fra de frie kontantstrømmene til drift. Formålet er å finne skatt på prognostisert EBITDA fratrukket normale investeringer. Det eksisterer to ulike skattesatser som benyttes i verdsettelse; en effektiv skattesats og en marginal skattesats. For å beregne den frie kontantstrømmen etter skatt må vi multiplisere den operasjonelle kontantstrømmen med en estimert skattesats (Damodaran, 2012). Dette er den effektive skattesatsen. Den marginale skattesatsen benyttes ved beregning av avkastningskravet til totalkapitalen. Denne kommer vi tilbake til i kapittel 7, avkastningskrav.

Den effektive skattesatsen varierer i forhold til hvilken type virksomhet som analyseres, og hvor mye virksomheten kan skrive av på skatten. Fordi avskrivninger og investeringer ofte er varierende, vil det være vanskelig å beregne en nøyaktig effektiv skattesats for prognoseperioden. Den operasjonelle kontantstrømmen multipliseres derfor med en nominell skattesats som er justert for enkelte tommelfingerregler basert på bransje og forventninger til vekst (Kinserdal, 2014).

Tabell 32: Effektiv skattesats (Kinserdal, 2014)

Beskrivelse	Skattesats
Lav vekst / Service	30 %
Normal vekst	25 %
Høy vekst / Kapitalintensiv	20 %

Havila opererer innenfor en bransje som er svært kapitalintensiv. Selskapets vekst har vært god, og investeringene har de siste 10 årene ligget på ca 103 % av omsetningen. Fremover

vil selskapet gå inn i en mer moden del av livssyklusen, hvor vi antar en redusert vekst. Av den grunn legges en skattesats på 25 % til grunn.

Fri kontantstrøm hovedscenario

Tabell 33: Prognostisert fri kontantstrøm hovedscenario

NOK 1000	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E
Omsetning	1 814 546	1 905 273	2 057 695	2 304 619	2 719 450	2 801 033	2 885 064
Mannskapskostnader	544 364	571 582	658 462	737 478	870 224	896 331	923 221
Driftskostnader skip	272 182	285 791	370 385	460 924	543 890	560 207	577 013
Leiekostnader	54 436	57 158	61 731	138 277	163 167	168 062	173 104
Andre driftskostnader	108 873	114 316	123 462	161 323	190 361	196 072	201 955
<i>Sum kostnader</i>	<i>979 855</i>	<i>1 028 848</i>	<i>1 214 040</i>	<i>1 498 002</i>	<i>1 767 642</i>	<i>1 820 672</i>	<i>1 875 292</i>
EBITDA	834 691	876 426	843 655	806 616	951 807	980 362	1 009 773
<i>EBITDA-margin</i>	<i>46 %</i>	<i>46 %</i>	<i>41 %</i>	<i>35 %</i>	<i>35 %</i>	<i>35 %</i>	<i>35 %</i>
Normalinvesteringer	-272 182	-285 791	-308 654	-460 924	-543 890	-560 207	-577 013
Engangsinvesteringer	0	0	0	0	0	0	0
Vekst arbeidskapital	-3 456	-3 629	-6 097	-9 877	-16 593	-3 263	-3 361
<i>KS til drift før skatt</i>	<i>559 053</i>	<i>587 006</i>	<i>528 904</i>	<i>335 816</i>	<i>391 325</i>	<i>416 892</i>	<i>429 399</i>
Skatt	-140 627	-147 659	-133 750	-86 423	-101 979	-105 039	-108 190
KS til drift etter skatt	418 426	439 347	395 154	249 393	289 345	311 853	321 209

6.2.4 Alternative scenario

Fremtiden er usikker, og det er stor usikkerhet knyttet til våre forutsetninger og estimater i hovedscenarioet. Vi har derfor valgt å benytte oss av andre potensielle scenario som kan inntreffe. Nedenfor presenteres de alternative scenarioene som benyttes i verdsettelsen. De alternative scenarioene vil skildre selskapets antatte opp- og nedsidepotensiale gjennom et optimistisk og et pessimistisk scenario. Scenarioene antas ikke normalfordelt og valg av vekting blir forklart nærmere i kapittel 8, fundamental verdsettelse.

Optimistisk scenario

I dette scenarioet forutsettes det at oljeprisen stiger opp igjen mot et nivå på USD 100 per fat. På lang sikt vil medlemslandene i OPEC redusere sine produksjonskvoter, samtidig som skiferoljeproduksjonen i USA vil avta. Således vil balanseforholdet mellom tilbud og etterspørsel etter olje rettes opp mot tidligere nivå. Dette vil føre til en økning i investeringsnivået for oljeselskapene. Det er press i økonomien og det oppstår en midlertidig underkapasitet i offshore supplymarkedet. Spotratene øker betraktelig og langsiktige kontrakter utvides til gunstige vilkår for rederiene. Rederiene svarer med å bestille nye skip.

Tabell 34: Prognostisert vekst i omsetning

	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E
Vekst i omsetning	7 %	7 %	15 %	20 %	30 %	4 %	4 %

Vi ser for oss at kostnadsnivået vil holde seg på dagens nivå. EBITDA-marginen vil tilnærme seg det historiske gjennomsnittet i bransjen på 38 % mot slutten av prognoseperioden. I 2017 foretar selskapet en engangsinvestering i nye fartøy. Fartøyene finansieres over en fireårs periode frem mot ferdigstilling. Nedenfor presenteres de frie kontantstrømmene til drift for det optimistiske scenarioet.

Tabell 35: Prognostisert fri kontantstrøm optimistisk scenario

NOK 1000	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E
Omsetning	1 849 109	1 978 546	2 275 328	2 730 394	3 549 512	3 691 493	3 839 152
Mannskapskostnader	554 733	593 564	728 105	873 726	1 171 339	1 218 193	1 266 920
Driftskostnader skip	240 384	276 996	341 299	546 079	709 902	738 299	767 830
Leiekostnader	55 473	59 356	68 260	81 912	106 485	110 745	115 175
Andre driftskostnader	110 947	118 713	136 520	163 824	212 971	221 490	230 349
<i>Sum kostnader</i>	<i>961 537</i>	<i>1 048 630</i>	<i>1 274 184</i>	<i>1 665 540</i>	<i>2 200 698</i>	<i>2 288 725</i>	<i>2 380 274</i>
EBITDA	887 572	929 917	1 001 144	1 064 854	1 348 815	1 402 767	1 458 878
<i>EBITDA-margin</i>	<i>48 %</i>	<i>47 %</i>	<i>44 %</i>	<i>39 %</i>	<i>38 %</i>	<i>38 %</i>	<i>38 %</i>
Normalinvesteringer	-406 804	-435 280	-523 326	-627 991	-816 388	-849 043	-883 005
Engangsinvesteringer	0	0	-500 572	-327 647	-425 941	-442 979	0
Vekst arbeidskapital	-4 839	-5 178	-11 871	-18 203	-32 765	-5 679	-5 906
<i>KS til drift før skatt</i>	<i>475 930</i>	<i>489 460</i>	<i>-34 624</i>	<i>91 014</i>	<i>73 721</i>	<i>105 066</i>	<i>569 967</i>
Skatt	-120 192	-123 659	5 688	-27 304	-26 621	-27 686	-143 968
KS til drift etter skatt	355 738	365 800	-28 936	63 710	47 100	77 380	425 999

Pessimistisk scenario

I det pessimistiske scenarioet antas det at oljeprisen holder seg i overkant av USD 60 fatet. Oljeselskapene preges av fusjoner og oppkjøp, og det kan trekkes en parallell til Asiakrisen i 1997-1998. Dette fører til at rederienes kundemasse reduseres markant. Videre reduseres aktivitetsnivået til oljeselskapene og omsetningsveksten til rederiene går ned. Ratene holder seg lave, og tilbudet i spotmarkedet øker ettersom langsiktige kontrakter avsluttes. Rederiene blir nødt til å legge flere skip i opplag og bransjen preges av restruktureringskostnader samt nedbemanninger.

Tabell 36: Prognostisert vekst i omsetning

	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E
Vekst i omsetning	5 %	5 %	1 %	2 %	5 %	2 %	2 %

Her antar vi at lønnsomheten i bransjen faller. EBITDA-marginen vil presses ned mot 34 % ut prognoseperioden. I 2018 og 2019 antar vi at selskapet står ovenfor restrukturingskostnader. Nedenfor presenteres de frie kontantstrømmene til drift for det pessimistiske scenarioet.

Tabell 37: Prognostisert fri kontantstrøm pessimistisk scenario

NOK 1000	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E
Omsetning	1 814 546	1 905 273	1 924 326	1 962 812	2 060 953	2 102 172	2 144 216
Mannskapskostnader	544 364	571 582	635 028	647 728	680 115	693 717	707 591
Driftskostnader skip	362 909	381 055	423 352	431 819	453 410	462 478	471 727
Leiekostnader	54 436	57 158	57 730	58 884	61 829	63 065	64 326
Andre driftskostnader	108 873	114 316	115 460	157 025	164 876	168 174	171 537
<i>Sum kostnader</i>	1 070 582	1 124 111	1 231 569	1 295 456	1 360 229	1 387 434	1 415 182
EBITDA	743 964	781 162	692 757	667 356	700 724	714 739	729 033
<i>EBITDA-margin</i>	41 %	41 %	36 %	34 %	34 %	34 %	34 %
Normalinvesteringer	-244 964	-257 212	-259 784	-294 422	-309 143	-315 326	-321 632
Restruktureringskostnader	0	0	0	-88 327	-92 743	0	0
Engangsinvesteringer	0	0	0	0	0	0	0
Vekst arbeidskapital	-3 456	-3 629	-762	-1 539	-3 926	-1 649	-1 682
<i>KS til drift før skatt</i>	495 544	520 321	432 212	283 069	294 913	397 764	405 720
Skatt	-124 750	-130 988	-108 243	-93 234	-97 895	-99 853	-101 850
KS til drift etter skatt	370 794	389 334	323 968	189 835	197 018	297 911	303 869

7. Avkastningskrav

Et selskap må gi avkastning på den kapitalen som både egenkapital- og fremmedinvestorer har skutt inn i selskapet. Avkastningskravet kan defineres som den forventede avkastningen kapitalmarkedet tilbyr på plasseringer med samme risiko som selskapet (Dahl et al. 1997). Jo høyere risiko en investering har, desto høyere vil avkastningskravet være for å kompensere for den påtatte risikoen. Avkastningen skal i så måte kompensere for inflasjon, tidsverdi og risiko. Vi skiller mellom avkastningskrav til egenkapitalen og totalkapitalen. Ettersom vi verdsetter Havila ved bruk av neddiskonterte kontantstrømmer til totalkapitalen vil vi benytte oss av avkastningskravet til totalkapitalen, *Weighted Average Cost of Capital* (WACC). WACC er selskapets vektete kapitalkostnad, også omtalt som gjennomsnittlig kapitalkostnad for alle prosjektene i et selskap. Et selskap vil finansiere sin virksomhet ved bruk av både egenkapital- og gjeldsfinansiering. Ulike finansieringskilder bærer ulik risiko og må derfor vektet basert på deres verdi og forventede avkastning for å estimere selskapets krav til totalkapitalen (Kaldestad & Møller, 2011). Det er svært viktig at vi benytter markedsverdien av gjeld og markedsverdien av egenkapital ved beregning av WACC.

$$WACC = R_e \frac{EK}{EK + G} + R_d(1 - t) \frac{G}{EK + G}$$

Formel 15: WACC (Kaldestad & Møller, 2011)

R_e = Selskapets egenkapitalkostnad

R_d = Selskapets gjeldskostnad

t = Nominell selskapsskatt

EK = Egenkapitalandel

G = Gjeldsandel

Når man verdsetter totalkapitalen til et selskap og benytter WACC vil man ha en stor fordel ettersom WACC vil være uforandret ved endret EK-andel. Dette fremkommer av Miller & Modigliani sitt teorem som sier at verdien av selskapet er uavhengig av type finansiering (Kaldestad & Møller, 2011). Teoremet forutsetter at vi ikke står overfor konkurrisiko og det eksisterer ingen mulighet for skattearbitrasje. Det er verdt å merke seg at det forutsettes en normal finansieringsstruktur. Ved en høy giring vil selskapene få en høyere andel billig

finansiering ettersom gjeldskostnaden vanligvis er lavere enn egenkapitalkostnaden. Ved for lavt risikopåslag vil man få en kunstig lav WACC og verdiøkning. Havila har en enormt høy gjeldsandel, og denne problematikken vil vi komme nærmere inn på i kapittel 10, sensitivitetsanalyse. Nedenfor presenteres de ulike komponentene som inngår i WACC.

7.1 Egenkapitalkostnad

Det finnes flere ulike modeller for å estimere avkastningskravet til egenkapitalen. Vi har valgt å benytte oss av *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) som er en sentral modell innenfor moderne finansieringsteori. CAPM er den mest anvendte modellen innenfor beregning av avkastningskrav og gjelder både for enkeltprosjekter og for en portefølje av mange prosjekter (Bredesen, 2010). Den sier hvor mye en investor kan forvente å få i avkastning ut ifra en bestemt mengde systematisk risiko.

$$R_e = r_f + \beta(R_m - r_f)$$

Formel 16: CAPM (Kaldestad & Møller, 2011)

R_e = Selskapets egenkapitalkostnad

r_f = Risikofri rente

β = Beta til egenkapitalen

R_m = Avkastning på en markedsportefølje eller index

$(R_m - r_f)$ = Markedets risikopremie

CAPM har i likhet med WACC en rekke strenge forutsetninger. CAPM er en enperiodisk modell som forutsetter at investorene har risikoaversjon og foretrekker sikker inntekt fremfor usikker inntekt. Investorene forutsettes veldiversifisert hvor kun ikke-diversifiserbar risiko er relevant (Kinserdal, 2014). På kapitalmarkedet antas det at det ikke eksisterer transaksjonskostnader, og investorene har lik risikofri rente. All informasjon er fritt tilgjengelig og det finnes ingen innsideinformasjon. Flere av disse forutsetningene kan ikke inntreffe fullt ut i virkeligheten fordi de er meget strenge. Likevel er CAPM den modellen som er mest benyttet i praksis, og til tross for strenge forutsetninger velger vi å basere oss på denne modellen for beregning av egenkapitalkostnaden.

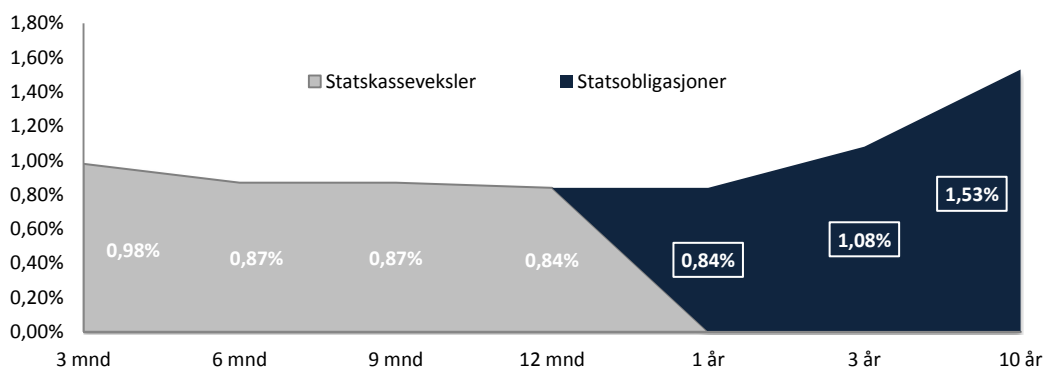
I teorien burde vi justere CAPM for skatt ettersom en investor har ulik skatt på inntekt fra aksjer og renter/obligasjoner. I praksis estimeres CAPM uten skatt som skyldes flere årsaker. Vi måler som regel markedspremien i markedet etter selskapskatt og før investorskatt. I tillegg er majoriteten av Havila sine eiere selskapsaksjonærer som kommer under fritaksmodellen. Fritaksmetoden sier som hovedregel at selskapsaksjonærer fritas fra skatt på aksjegevinster og utbytte jfr. skatteloven § 2-38 (6) (Skatteetaten, 2015).

Elementer som inngår i CAPM vil nå beskrives nærmere.

7.1.1 Risikofri rente

Risikofri rente er avkastningen man får på verdipapirer som ikke har konkurs-, misligholds- eller reinvesteringsrisiko (Damodaran, 2012). Beste tilnærming til risikofrie verdipapirer er statsobligasjoner. For et selskap som opererer internasjonalt vil det være aktuelt og diskutere hvilket lands renter som skal benyttes. Det er viktig å holde konsistens mellom risikofri rente og hvilken valuta som benyttes i kontantstrømmene (Damodaran, 2012). Vi vil derfor benytte oss av norske risikofrie renter ettersom Havila sitt regnskap oppgis i NOK. Dermed vil inflasjonen være korrekt modellert i kontantstrømmene og i avkastningskravet (Koller et al. 2010). Under er norske statskasseveksler og statsobligasjoner illustrert grafisk.

Figur 40: Yield curve 29.04.2015 (Norges Bank, 2015)



Som vi ser har vi en forholdsvis slak rentekurve, med et historisk lavt rentenivå. De korte statskassevekslene holder seg forholdsvis stabile, men statsobligasjonene vil derimot stige desto høyere durasjon man står overfor. Det er ikke entydig hvorvidt man skal legge til grunn en lang eller kort rente (Kaldestad & Møller, 2011). Vi vil nå gå nærmere inn på noen av de ulike alternativene vi har som mål på risikofri rente.

Alternativ 1: Ulik risikofri rente for hver periode

CAPM er som nevnt tidligere en enperiodisk modell som kun fokuserer på avkastningen i en periode og ikke for en rekke kontantstrømmer. I teorien vil man da måtte bruke 1-års renten ett år frem i tid, 2-års renten to år frem i tid osv. Dette vil være svært krevende ettersom kravet vil endres hvert år. Denne fremgangsmåten benyttes sjelden i praksis (Kaldestad & Møller, 2011) og verdien av effektene man får er liten (Damodaran, 2012).

Alternativ 2: Kort rente

Kortsiktige rentepapirer vil være beste estimat på en risikofri investering ettersom forventet og faktisk avkastning vil bli den samme. Korte renter er utsatt for store svingninger og kan gi et noe ustabil krav til egenkapitalen (Kaldestad & Møller, 2011). Ifølge Thore Johnsen (Dahl et al.1997) gir korte renter et bedre statistisk anslag enn lange renter ettersom korte renter nettopp er ustabile. Til tross for dette har stabile avkastningskrav en egenverdi som taler for at vi benytter lengre stabile renter. Når vi utfører analyse av et langstidsprosjekt eller ved verdsettelse av selskaper med forutsetning av going concern, bør renten derfor være en lang rente (Damodaran, 2012).

Alternativ 3: Lang rente

Lange renter varierer mindre enn korte renter og vil gi oss et mer stabilt krav til egenkapitalen. Ulempen med å benytte seg av lange renter er at de inkluderer en likviditetspremie og en premie for inflasjonsrisiko. Til tross for dette velger de fleste praktikere å benytte seg av 10-årige statsobligasjonsrenter som et estimat på risikofri rente (Kaldestad & Møller, 2011).

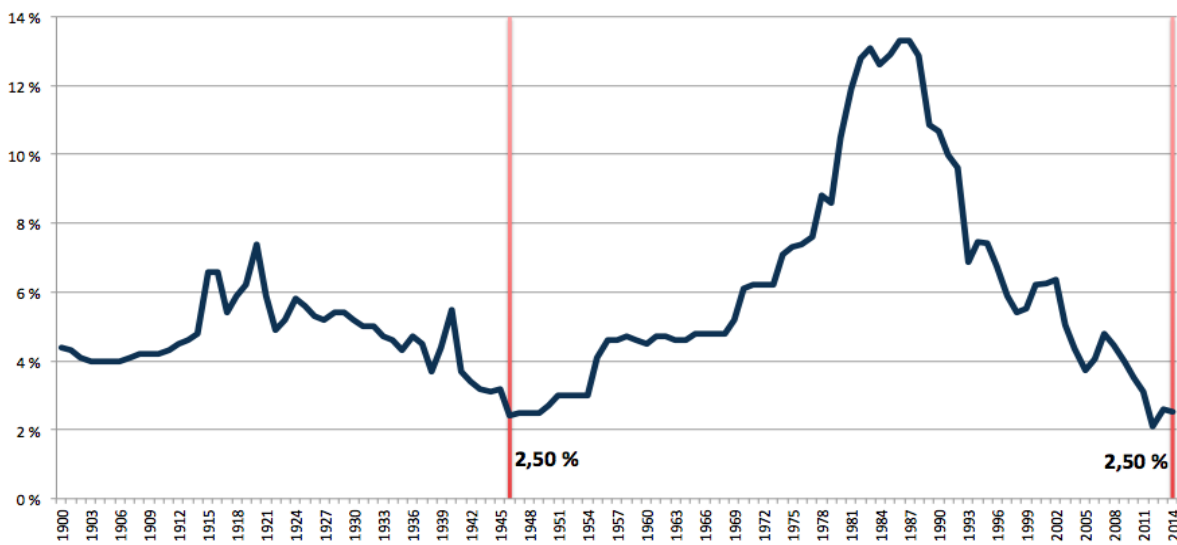
PriceWaterhouseCoopers (PwC) har i samarbeid med Norske Finansanalytikerers Forening (NFF) utført en omfattende undersøkelse rundt *Risikopremien i det norske markedet* de siste fire årene (PwC.no, 2014). Respondentene fra undersøkelsen er analytikere og økonomer med erfaring fra det norske finans- og aksjemarkedet. Formålet med undersøkelsen er å få et innblikk i norske aktørers oppfatning av størrelsen på markedsrisikopremien hvor undersøkelsens funn baserer seg på svar fra 142 av NFF sine 1 082 medlemmer (PwC.no, 2014). Undersøkelsen viser at 48 % av respondentene svarer at 10-årig statsobligasjon bør benyttes som risikofri rente, mens 17 % mener at 5-årig statsobligasjon bør benyttes. De resterende respondentene svarte at de benyttet seg av *andre* som mål på risikofri rente. Disse benyttet seg av ulike swaprenter eller realrente (nøytral rente) i kombinasjon med inflasjonsforventninger.

Blant akademikere er det flere som anbefaler 10-årige statsobligasjoner som estimat på risikofri rente. Damodaran (2012) mener at 10-årige statsobligasjoner er et godt estimat på risikofri rente fordi varigheten til et selskap er godt over 10 år og forventes å øke med vekstpotensialet. Koller et al. (2010) hevder i likhet med Damodaran (2012) at den mest benyttede proxyen for risikofri rente er 10-årige statsobligasjoner. Dersom man bruker en kort rente unnlater man muligheten som en obligasjonseier har for å reinvestere når den kortsiktige obligasjonen forfaller.

Valg av risikofri rente

I Norge har vi generelt hatt høyere statsrenter sammenlignet med resten av Europa som skyldes at vi er høyt oljevektet og at vi står utenfor EU. De siste årene har vi derimot hatt svært lave rentenivåer i likhet med resten av Europa. I dag finner vi negative styringsrenter i blant annet Danmarks nasjonalbank og Sveriges Riksbank, samt en rente på bare 0,05 % i ECB. Dette har bidratt til at rentenivået i Norge ligger under dagens inflasjonsmål på 2,5 %. Ved å benytte seg av en rente under inflasjonsforventningen vil man få en negativ risikofri realrente i terminalverdien (PwC.no, 2014).

Figur 41: Rente på lange statsobligasjoner i Norge (Holter, 2000)¹



¹ Fra 1900-1946 er det benyttet Hypotekbankobligasjoner med mer enn 15 års løpetid. 1947-1980 viser renten på statsobligasjoner. 1986-2014 er det benyttet årsgjennomsnitt på 10-årig statsobligasjoner. Kilde for perioden 1870–1980 er Hali J. Edison and Jan Tore Klovland: «A quantitative reassessment of the purchasing power parity hypothesis: Evidence from Norway and the United Kingdom».

Vi står i dag overfor svært uvanlige tider og vi skal helt tilbake til årene etter 1945 for å finne tilsvarende lave renter (figur 41). Til og med da var ikke rentenivået så lavt som i dag. Forskjellen på korte og lange rentepapirer er minimale, men vi velger å benytte oss av dagens 10-årige statsobligasjon som risikofri rente. Vi får da en risikofri rente på 1,53 %.

7.1.2 Risiko

I finanst teori defineres risikobegrepet som sannsynligheten for at vi vil få en avkastning som er forskjellig fra den som var forventet. Risiko inkluderer dermed både nedside og oppsidepotensialet med en investering (Damodaran, 2012). Et selskaps totalrisiko (varians) består av systematisk og usystematisk risiko.

$$\sigma_i^2 = \beta_i^2 \sigma_m^2 + \sigma^2(e_i)$$

Formel 17: Selskapets totalrisiko (Bodie et al. 2011)

σ_i^2 = Selskapets totalrisiko

$\beta_i^2 \sigma_m^2$ = Selskapets systematiske risiko

$\sigma^2(e_i)$ = Selskapets usystematiske risiko

Systematisk risiko er risiko som en investor ikke kan bli kvitt ved å diversifisere. Det som kjennetegner den systematiske risikoen er at den skyldes usikkerhet rundt makrobegivenheter; for eksempel konjunkturer, oljepris, lovendringer, endrede inflasjonsforventninger og krig eller fred (Bøhren & Michalsen, 2012). Sykliske selskaper har større markedssensitivitet og dermed høyere systematisk risiko. Usystematisk risiko, også kalt bedriftsspesifikk risiko, er usikkerhet i en aksjes avkastning som en investor kan bli kvitt ved å diversifisere (Kaldestad & Møller, 2011). Den tilhører lokale hendelser, mikrobegivenheter. Når en investor er veldiversifisert, vil den usystematiske risikoen være tilnærmet lik 0. Usystematisk risiko kan beskrives som den risikoen som er inkludert i forventningen til kontantstrømmene til selskapet. Systematisk risiko blir derimot hensyntatt under brøkstreken i egenkapitalkravet som inngår i WACC. Det er viktig å ikke blande inn usystematisk risiko i kravet til egenkapitalen, ettersom CAPM forutsetter at alle investorer kan diversifisere og investorene kun kompenseres for systematisk risiko.

7.1.3 Beta

Beta benyttes som mål på den systematiske risikoen og viser aksjens risiko i forhold til markedsporteføljens risiko. Markedsporteføljen har en beta lik 1, mens en vanlig selskapsbeta ligger i intervallet 0,5 – 2 (Kinserdal, 2014). Beta over 1 gir større risiko enn markedsporteføljen, og tilsvarende vil en beta lavere enn 1 gi risiko lavere enn markedsporteføljen. Variasjonen i Havila sin aksje i forhold til totalbevegelsen i hele markedet kan estimeres ved hjelp av formelen under.

$$\beta = \frac{\text{Korr}[R, R_m] * \text{Stdev}[R]}{\text{Stdev}[R_m]}$$

Formel 18: beta (Kinserdal, 2014)

Korr[R, R_m] = Korrelasjonen mellom aksjen og markedsporteføljen

Stdev[R] = Standardavviket til aksjen

Stdev[R_m] = Standardavviket til markedsporteføljen

Det finnes flere ulike måter å beregne selskapets betaverdi på. Betaverdier publiseres daglig i store finansaviser og andre finansforum. Vi kan ikke benytte disse verdiene direkte ettersom det er store variasjoner i valgt observasjonsmengde, og hvorvidt det er ukentlig, månedlig eller årlig observasjoner. Eksempelvis baserer Dagens Næringsliv sine publiserte betaverdier seg kun på de siste 52 ukene (DN.no). Vi er ute etter å følge selskapet gjennom en hel sykel som krever flere observasjoner. Det er viktig å merke seg at målet ikke er å bruke historisk beta ukritisk, men at historisk beta skal brukes som en indikator på fremtidig beta. Ettersom Havila er børsnotert vil vi starte med å kjøre en regresjonsanalyse for betaformål basert på historisk kursdata.

Regresjonsanalyse beta

Ved bruk av en regresjonsanalyse med månedlige avkastningstall for markedsporteføljen og aksjen over et antall år tilbake i tid, kan betaverdien beregnes. For at estimeringen av beta skal være tilfredsstillende, trenger vi minst 50-60 observasjoner (Koller et al. 2010). Vi har benyttet 60 månedlige observasjoner fra de siste fem årene i vår regresjonsanalyse. Månedlige observasjoner har lavere standardavvik sammenlignet med både ukentlige og daglige observasjoner. Dette reduserer systematisk bias. Regresjonsligningen skrives på følgende måte:

$$R_j = a + \beta R_m + \varepsilon$$

Formel 19: Regresjonsligning (Koller et al. 2010)

R_j = Selskapets aksjeavkastning

a = Skjæringspunkt i regresjonen

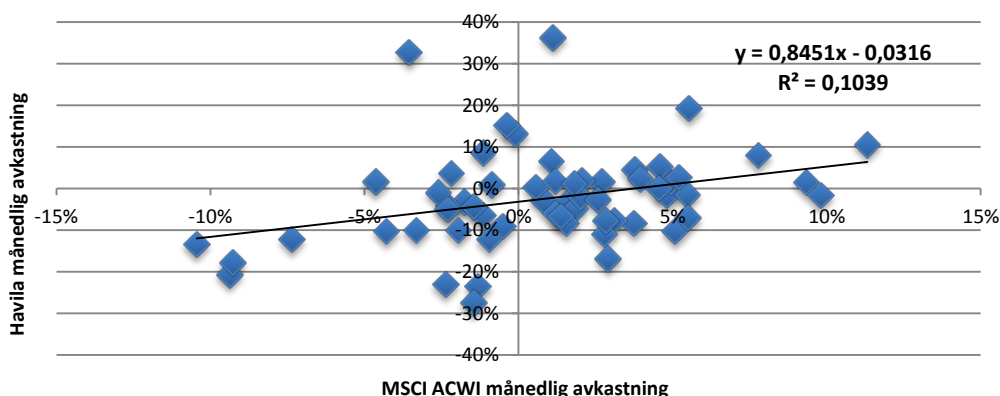
β = Helning på regresjonslinjen

R_m = Markedsporteføljens avkastning

ε = Feilledd

Helningen på linjen i regresjonsanalysen betegnes som beta og måler aksjens systematiske risiko. Markedsindeksen som benyttes bør være en verdivektet og veldiversifisert indeks. På grunn av Oslo Børs og OSEBX sin sterke tilknytning til oljenæringen har vi valgt å ikke benytte oss av denne indeksen. Dersom man benytter lokale indekser som er høyt vektet i en bransje vil man ikke fange opp markedsbred systematisk risiko (Koller et al. 2010). Vi har benyttet oss av *Morgan Stanley Capital International (MSCI) World Index* som et mål på markedets avkastning. Denne indeksen er en verdivektet og veldiversifisert indeks som inkluderer de fleste store aksjemarkedene i verden, og vi mener den egner seg godt til å estimere Havila sine betaverdier (Damodaran, 2012). Avkastning kan beregnes aritmetisk eller geometrisk (logaritmisk) (Johnsen, 2014).² Vi har valgt å benytte oss av aritmetisk avkastning. Resultatet fra regresjonsanalysen er presentert nedenfor i et *scatter* plott.

Figur 42: Regresjonsanalyse HAVI vs. MSCI ACWI mnd. data: 2010-2015 (YahooFinance.com)



² Aritmetisk avkastning = $\frac{R_{t+1} - R_t}{R_t}$, Geometrisk avkastning = $\ln\left(\frac{R_{t+1}}{R_t}\right)$

Stigningstallet til regresjonslinjen er 0,85 og angir Havila sin betaverdi. Dette vil si at selskapets risiko befinner seg under markedsporteføljens risiko på 1. Regresjonsanalysen har en forklaringskraft, R^2 , på 0,10. R-kvadrert gir et mål på hvor god passformen til regresjonen er, altså hvor stor del av svingningene i avkastningen til Havila som kan forklares fra svingningene i markedsindeksen sin avkastning (Damodaran, 2012). Den resterende forklaringskraften ($1-R^2$) kan dermed bli forklart av den usystematiske, bedriftsspesifikke risikoen til selskapet.

Med tanke på offshore supplybransjen sin store grad av syklikalitet er det spesielt å ha en så lav betaverdi. Vi mener dette i hovedsak skyldes Havila sin lave likviditet i markedet. Selskapet sitt holdingselskap sitter på en betraktelig stor eierandel på 50,5 % av selskapets utstedte aksjer og det foreligger en antatt likviditetspremie i aksjens verdi. Dette støtter vi opp med at omtrentlig 3 % av selskapets aksjer ble omsatt på børs i 2014 (Havila, Q4 presentasjon 2014). Dersom selskapets aksje omsettes mindre enn en gjennomsnittsakse vil fluktuasjonene i forhold til indeksen også bli vesentlig mindre. Likviditetsrabatten vil vi komme tilbake til senere i kapittelet.

Industrispesifikk beta

Å estimere beta er en prosess som har store usikkerheter knyttet til seg. Vi mener at en beta for Havila på 0,85 er lavere enn hva man skulle anslå ut ifra selskapets gjeldsgrad og bransje. Vi velger derfor å se nærmere på industrispesifikke betaverdier. Selskaper i samme bransje vil stå overfor de samme risikoene og dermed tilsvarende betaverdier.

For å sammenligne selskaper som står overfor samme risiko må det justeres for gjeldsgrad. Ettersom gjeldskrav har første prioritet vil beta på gjeld være svært lav, og de fleste praktikere anslår beta på gjeld til å være tilnærmet 0 (Koller et al. 2010). Vi følger denne anbefalingen og benytter oss av følgende formel for å justere selskapets gjeldsgrad:

$$\beta_e = \beta_u \left(1 + \frac{D}{E} \right)$$

Formel 20: Industrispesifikk beta (Koller et al. 2010)

β_e = Egenkapitalbeta

β_u = Forretningsbeta

D = Gjeld

E = Egenkapital

Når vi beregner Havila sin egenkapitalbeta vil vi benytte oss av våre sammenlignbare selskaper; Farstad, DOF og Siem. For å estimere en industrijustert forretningsbeta må vi først utføre regresjonsanalyser for hver av de respektive konkurrentene (appendix 5). Neste steg vil være å justere betaverdiene for gjeldsfinansiering. Her benytter vi oss av markedsverdier på egenkapital og gjeld. Markedsverdien på egenkapital blir estimert ved å multiplisere selskapets børsverdi med antall utestående aksjer. Som et anslag på selskapets markedsverdi på gjeld, netto finansiell gjeld, benytter vi de omgrupperte balansene (appendix 4). De tre selskapenes forretningsbeta vil danne en gjennomsnittlig forretningsbeta som benyttes for å finne Havila sin egenkapitalbeta. Forretningsbeta er den betaverdien selskapet ville hatt dersom selskapet var 100 % egenkapitalfinansiert.

Tabell 38: Industrispesifikk beta (Se appendix 5 for beregning av regresjonsbeta)

	Havila	Farstad	DOF	Siem	Snitt
Regresjonsbeta	0,85	0,76	1,12	0,96	
Børsverdi (29.04.2015)	10,00	36,10	8,54	2,61	
Antall aksjer utstedt	30 179 599	39 000 000	111 051 348	387 591 380	
Markedsverdi egenkapital (NOK 1000)	301 796	1 407 900	948 379	1 011 614	
Markedsverdi gjeld (NOK 1000)	5 628 390	10 202 360	23 005 000	7 103 420 ³	
Gjeldsgrad (G/E)	18,65	7,25	24,26	7,02	
Forretningsbeta	0,04	0,09	0,04	0,12	0,07
Egenkapitalbeta Havila	1,47				

Basert på utregningen ovenfor får vi nå en egenkapitalbeta som er 1,47. Denne verdien er høyere enn hva vi estimerte ved regresjonsanalysen. Vi mener denne verdien gir et bedre anslag på Havila sin systematiske risiko på bakgrunn av deres finansieringsstruktur og bransje.

Marshall E. Blume (1975) har utført empiriske analyser hvor han fant at betakoeffisienten tenderer mot markedsporteføljen over tid. Intuitivt vil selskaper bli større, mer diversifisert og bevege seg mot 1, benchmark (Damodaran, 2012). Kjente nyhets- og markedsbyrå som Bloomberg rapporterer justerte betaverdier i sine analyser. Justeringen baserer seg på *Bayesiansk* justering hvor P utgjør en estimeringsfeil på $\frac{2}{3}$.

³ Markedsverdi gjeld beregnet ved gj.snitt kurs USD 2014 på 6,3 (Norges Bank, 2015) (1 127 527 * 6,3 = 7 103 420)

$$\beta_{adjusted} = \beta_{raw} * P + 1 * (1 - P)$$

Formel 21: Blumejustering av beta (Blume, 1975)

Damodaran (2012) stiller seg kritisk til å justere beta basert på disse vektene. Vi velger å ikke justere beta, og benytter oss av en betaverdi på 1,5 i egenkapitalkravet. Ettersom bransjen er svært konjunkturfølsom og egenkapitalandelen er såpass lav, mener vi at en betaverdi på 1,5 gir et godt estimat på Havila sin systematiske risiko.

7.1.4 Markedets risikopremie

Markedets risikopremie er den meravkastningen en finansiell investor forventer å få ved å gå inn i aksjemarkedet sammenlignet med å investere i risikofri rente (Kaldestad & Møller, 2011). Vi er altså på jakt etter å estimere den forventede avkastningen, ikke hva den historiske avkastningen har vært. Hovedproblemet med måling av historisk risikopremie er at man da måler faktisk avkastningsforskjell mellom risikofri rente og aksjemarkedet (*ex-post*), mens vi er på jakt etter markedsaktørenes krav til avkastning utover den risikofrie renten (*ex-ante*) (Kinserdal, 2014). Markedsrisikopremien drives av investorene sin risikoaversjon og markedets totalrisiko. Intuitivt forstår man dermed at risikopremien kan og vil endres over tid (Damodaran, 2012).

Beregning av markedets risikopremie er et hett tema i academia og økonomene blir ikke enige. Debatten går i hovedsak ut på hvorvidt man tror på *mean reversal* eller *random walk*. Teorien om mean reversal sier at markedet tenderer til å bevege seg mot et snitt, hvor historiske data sier noe om fremtiden. Dette skulle tilsi at aksjerisikoen for lange investeringshorisonter blir noe lavere enn ellers. Tilhengere av random walk mener derimot at markedets bevegelser er helt tilfeldige og at det finnes for lite data for å støtte teorien om mean reversal. Vi vil ikke gå nærmere inn på denne debatten men heller se på noen praktiske tilnærminger for beregning av markedets risikopremie. Damodaran (2012) og Kaldestad & Møller (2011) argumenterer for at det finnes tre ulike metoder for å finne et godt estimat på markedets risikopremie:

1. *Historiske data*
2. *Spørreundersøkelse blant investorer og akademikere*
3. *Estimere en implisitt markedspremie basert på nåværende børskurs*

1. Historisk risikopremie

Denne fremgangsmåten benytter seg av historisk avkastning på aksjer relativt til risikofri rente og er den metoden som er mest utbredt i praksis (Kaldestad & Møller, 2011). Beregning av risikopremien avhenger av hvor lang tidshorisont som benyttes, hvilken risikofri rente som legges til grunn og hvorvidt man benytter aritmetisk eller geometrisk snitt (Damodaran, 2012). Det er svært viktig at en er konsistent med bruken av risikofri rente i markedspremien og i CAPM. Aritmetisk snitt estimerer enkel gjennomsnittlig verdi basert på antall observasjoner, mens geometrisk snitt viser hvordan avkastningen har vært i hele perioden.⁴ Dersom man er tilhenger av mean reversal vil en sannsynligvis benytte geometrisk snitt, mens tilhengere av random walk vil benytte aritmetisk snitt. Desto større variasjonen har vært i historisk risikopremie, jo større vil avviket mellom de forskjellige metodene være.

Ved hjelp av historiske data har Dimson et al. (2011) estimert markedspremien i Norge til å være 5,5 % med aritmetisk snitt og 2,5 % med geometrisk snitt i perioden 1900-2010. Dette viser hvor stor forskjell det er ved de ulike målemetodene. Som basis for markedspremien velger vi å legge hovedvekt på aritmetisk snitt, ettersom vi ser at dette er mest benyttet i praksis. Estimering av markedspremien er utført av en rekke professorer ved NHH og vi velger å se nærmere på deres estimater opp mot Dimson et al. (2011). Gjesdal og Johnsen (1999) estimerte i perioden 1967-1998 en markedsrisikopremie på 6,2 % på Oslo Børs. Knivsflå (2014) estimerte i perioden 1958-2004 en risikopremie på 5,5 %, og i perioden 1900-2006 en risikopremie på 5,1 %. Ut ifra disse kildene mener vi at risikopremien ligger i intervallet 5,1-6,2 %.

2. Spørreundersøkelse blant investorer og akademikere

Ut ifra oppgaves omfang er det ikke hensiktsmessig å utføre noen stor undersøkelse ettersom dette ville være en stor oppgave i seg selv. Vi kan derimot benytte oss av eksterne kilder hvor andre har utført slike spørreundersøkelser. Som nevnt under risikofri rente utfører PwC årlige undersøkelser for å avdekke risikopremien i det norske markedet (PwC.no, 2014). Undersøkelsen følger en ex-ante metodikk knyttet til markedspremien, hvor det er

⁴ Aritmetisk gjennomsnitt = $\frac{1}{N} \sum x_i$, Geometrisk gjennomsnitt = $\left(\frac{x_N}{x_0}\right)^{\frac{1}{n}} - 1$

markedsaktørenes krav og ikke historiske data som vektlegges. Hovedfunnet fra undersøkelsen viser at markedsrisikopremien i det norske markedet ligger på 5 % for 2014. Estimater på 5 % har vært uendret siden undersøkelsens opprinnelse i 2011.

For å underbygge sine analyser og undersøkelser viser PwC til en undersøkelse gjennomført av Fernandez et al. (2014) hvor deres estimat samsvarer godt. Fernandez et al. finner en median på 5 % og et vektet gjennomsnitt på 5,8 %. Anslaget til Fernandez et al. har de siste årene ligget høyere enn anslaget til PwC med 1 prosentpoengs forskjell. Vi mener dette skyldes et bredere utvalg i undersøkelsen hvor det er benyttet professorer og analytikere i 88 ulike land.

3. Implisitt markedspremie

Denne metoden benytter ikke historisk data, men tar utgangspunkt i at markedet i dag er korrekt priset. Ved korrekt prising kan man implisitt finne markedspremien ved å ta utgangspunkt i en vekstmodell og regne baklengs (Damodaran, 2012). Dette kan illustreres ved hjelp av Gordons formel hvor CAPM benyttes som mål på avkastningskravet. Markedets risikopremie (MP) estimeres implisitt gitt korrekt prising i markedet hvor vi er kjent med indeksverdi, utbyttegrad, risikofri rente og markedsbeta (benchmark).

$$Verdi = \frac{Kontantstrøm}{Avkastningskrav - Vekstfaktor} = \frac{Utbytte}{(Rf + \beta * MP) - Vekstfaktor}$$

Formel 22: Implisitt markedspremie (Kaldestad & Møller, 2011)

Dersom vi benytter dagens indeksverdi (29.04.15) på OSEBX lik 638, utbyttegrad OSEBX 4 % (Hermanrud, 2013), risikofri rente på 1,53 %, markedsbeta lik 1 og vekstfaktor lik 3 % vil vi få en markedspremie lik 5,47 %. Utbyttegrad er basert på analyser utført av Swedbank Securitates i 2013 hvor OSEBX lå gjennomsnittlig rundt 4 %. Langsiktig vekstfaktor er satt skjønnsmessig basert på dagens økonomiske situasjon og vil være en stor kilde for mulig feilvurdering.

$$638 = \frac{638 * 4\%}{(1,53\% + 1 * MP) - 3\%}$$

$$MP = 5,47\%$$

Blant de ulike modellene anser vi denne som minst pålitelig ettersom forventninger til fremtiden endrer seg raskt og vil kunne gi grunnlag for en svært volatil risikopremie

(Kaldestad & Møller, 2011). Modellen er svært sensitiv til endringer i de ulike parameterne hvor vekstfaktorestimatet i særdeleshet skaper en stor feilkilde.

Når rentene er lave fordi økonomiutsiktene er dårlige vil aksjemarkedet være svakt og volatil. Her vil markedspremien ha en tendens til å øke. Når økonomiutsiktene er gode og rentene er lave grunnet lite kapasitetsbegrensninger vil aksjemarkedet være sterkt med tilsvarende lav volatilitet. Dette vil derimot ikke være et tegn på økt markedspremie (Kinserdal, 2014). I teorien burde vi bruke en ulik markedspremie hvert eneste år. Men for alle praktiske formål lønner det seg å bruke en gjennomsnittlig lik markedspremie over alle årene. Vi har lagt til grunn en markedspremie på 5 % i vårt estimat for egenkapitalkostnaden.

7.1.5 (II)likviditetsrisiko

Forutsetningen for at en aksje skal omsettes til full pris er at det alltid finnes nok kjøpere og selgere i markedet (Kaldestad & Møller, 2011). Likviditetsrisiko er risikoen for at en aksje ikke blir omsatt til full verdi på grunn av dårlig likviditet i markedet. Dersom det forekommer illikviditet har man et brudd på CAPM sin forutsetning om effisiente markeder. Likviditetsrabatten er ikke en rabatt men defineres som en glideskala mot likviditet (Kinserdal, 2014). Det er flere effekter som bestemmer størrelsen på likviditetsrabatten.

Først av alt avhenger rabatten av bedriftsspesifikke forhold. Likviditetsrabatten er så bedriftsspesifikk at man ikke kan benytte seg av tommelfingerregler som grunnlag. Damodaran (2012) argumenterer for at man her må se på fire ulike faktorer som påvirker rabatten. Disse faktorene ser på hvor likvide eiendelene er i selskapet, hvor god finansiell soliditet selskapet har, størrelsen på selskapet og hvor lenge det er til en eventuell børsnotering. Eiendelene til Havila er i all hovedsak offshorefartøy og antas å være svært likvide. Kontantstrømmene har de siste årene vært positive, og som vist i regnskapsanalysen antas Havila som et gjennomsnittlig finansielt stabilt selskap sammenlignet med bransjen. Selskapet er børsnotert og er av relativ stor størrelse med en omsetning på NOK 1,7 milliarder i 2014.

I tillegg til bedriftsspesifikke forhold er likviditetsrabatten avhengig av konjunkturelle forhold. Ved nedgangstider i økonomien vil aksjen og/eller eiendelene være vanskeligere å omsette. Per i dag ser man en overkapasitet i OSV-markedet som har resultert i lave spottrater. Det kan dermed tenkes at salg av aktivaene til Havila vil være vanskelig ettersom flere rederi nå har hatt fartøy liggende til opplag.

Rabatten er også knyttet til eierstrukturen i selskapet. Minoritetseiere skal ha rabatt dersom det eksisterer majoritetseiere som har mulighet for å overstyre avgjørelser. Motsatt vil det også være aktuelt med rabatt for majoritetseiere, spesielt ved nedgangstider (Kinserdal, 2014). For Havila sitt tilfelle har Havila Holding AS en eierandel på 50,5 % og det kan dermed diskuteres hvorvidt det foreligger en minoritets- eller majoritetsrabatt med dagens økonomiske situasjon tatt i betraktning.

Vi mener at det kan foreligge grunnlag for en likviditetsrabatt for aktuelle investorer ved kjøp av aksjer i Havila. Etter anbefalinger fra Kaldestad & Møller (2011) og Kinserdal (2014) velger vi å komme tilbake til likviditetsrabatten etter at vi har beregnet verdien på egenkapitalen. På denne måten blir justeringen mer synlig og det er lettere å forstå effekten av rabatten.

Nå har vi alle inputparameterne som inngår til å beregne egenkapitalkostnaden.

$$R_e = rf + \beta(R_m - rf)$$

$$R_e = 1,53\% + 1,5 * 5\% = \mathbf{9,03\%}$$

7.2 Gjeldskostnad

Opplysninger knyttet til Havila sin gjeldskostnad er tilgjengelig i deres årsrapporter i notene knyttet til lån. Selv om rentenivåene er tilgjengelig anbefaler Kaldestad & Møller (2011) å legge til grunn markedsrentene ved beregning av gjeldskostnad. Dette skyldes at dersom selskapet har en positiv rentedifferanse mot markedsrentene er det lite trolig at dette vil vedvare. Som investor er vi ute etter alternativkostnaden. Vi legger derfor til grunn markedsrentene. For beregning av Havila sin gjeldskostnad benytter vi oss av følgende formel:

$$R_d = rf + \text{Kredittrisikopremie}$$

Formel 23: Gjeldskostnad (Kinserdal, 2014)

R_d = Selskapets gjeldskostnad

rf = Risikofri rente

Kredittrisikopremie = Forventet kostnad/tap

I teorien eksisterer det også betarisiko på gjeld. Dette kan observeres i dårlige tider hvor bankene taper mer på alle utlån enn hva de gjør i gode tider. Etter anbefalinger fra Johnsen

(Dahl et al. 1997) og Kinserdal (2014) velger vi å sette betarisiko lik 0. I praksis er dette vanlig ettersom betarisikoen er så lav at den tilnærmes lik 0 og antas neglisjerbar. Vi vil nå forklare de ulike komponentene som inngår i gjeldskostnaden.

7.2.1 Risikofri rente

Den risikofrie renten som benyttes ved beregning av gjeldskostnaden bygger på samme rente som vi kom frem til under CAPM. Det er viktig å holde konsistens mellom forutsetningene som legges til grunn for den risikofrie renten under egenkapital- og gjeldskravet. Dette gjelder særlig for tidshorisont eller løpetid (Kaldestad & Møller, 2011). På bakgrunn av dette benytter vi oss av en risikofri rente på 1,53 % i estimeringen av gjeldskostnaden.

7.2.2 Kredittrisikopremie

Kredittrisikopremien reflekterer bankenes forventede tap på utlån. Kredittpåslaget øker som regel når rentene går ned. Dette skyldes dårligere investeringsmuligheter ved lave rentenivå. Hvis derimot markedet og investeringsmulighetene er gode vil kredittrisikoen være lav (Kinserdal, 2014). Per i dag er rentenivået lavt, noe som i praksis skulle tilsi høye kredittrisikopremier. For å estimere kredittrisikopremien benytter bankene seg av ratingbyråer. Vi har derimot ikke tilgjengelig data for ratingen av Havila.

Hovedproblemet med å benytte seg av slike ratingbyråer er at de ikke beregner sine ratinger på gjennomsnittlig lånefinansiering, men på spesifikke lån eller såkalte marginallån. Kreditverdigheten vil derfor kunne gi et noe skjevt bilde ettersom de opererer med ulike rentenivåer for sine lån. Kinserdal (2014) anbefaler derfor å benytte såkalte tommelfingerregler ved beregning av kredittrisikopåslaget. Tommelfingerreglene baserer seg i hovedsak på egenkapitalandel og hvorvidt det foreligger usikkerheter i markedet

Tabell 39: Tommelfingerregel kredittrisikopåslag i Norge (Kinserdal, 2014)

Normalt	Urolige	EK-andel	Beskrivelse
+ 1 %	+ 2 %	> 50 %	Sunn bedrift / bransje
+ 2 %	+ 3-4 %	20-50 %	Mer syklisk / nyere bedrift
+ 1 %	> 5 %	< 20 %	Venture, ny, problemer

Vi har valgt å benytte oss av estimatene til Kinserdal (2014). Ettersom Havila befinner seg i en syklisk bransje som nå står overfor urolige tider, og fordi selskapet har en svært lav

egenkapitalandel med dagens markedsverdi benyttes et noe høyt kredittrisikopåslag. Vi legger til grunn et påslag på 7 %.

Nå kan vi beregne selskapets gjeldskostnad som inngår i WACC.

$$R_d = rf + \text{Kredittrisikopremie}$$

$$R_d = 1,53\% + 7\% = \mathbf{8,53\%}$$

7.2.3 Skatt

Som nevnt tidligere blir ikke egenkapitalkravet justert for skatt. Derimot vil vi justere gjeldskostnaden for skatt. For et selskap som opererer internasjonalt er skatt komplisert ettersom skattereglene varierer mye mellom land. Det er en vanlig praksis å benytte seg av effektive skattesatser som basis for skattesats. Ifølge Kinserdal (2014) er ikke dette en god estimering av skattesats fordi det finnes mange spesielle skatteregler på engangshendelser. Som skattesats i avkastningskravet velger vi å benytte oss av marginalsattesatsen i Norge på 27 %.

7.3 Andel egenkapital og gjeld

Ved beregning av WACC skal man benytte markedsverdier på gjeld og egenkapital ved vektning av finansieringen. Verdien på egenkapitalen finnes ved å multiplisere selskapets børskurs med antall utstedte aksjer. På Oslo Børs er markedsverdien til Havila NOK 10 per aksje (29.04.15). Med 30 179 599 antall aksjer utestående gir dette en markedsverdi på om lag NOK 302 millioner. Det er verdt å merke seg at ved å bruke dagens markedsverdi på egenkapitalen i avkastningskravet, får vi en sirkelreferanse som er en stor svakhet ved denne type verdsettelsesmodell.

Markedsverdien på gjeld tar utgangspunkt i omgrupperingen av balansen som ble utført i kapittel 5. Vi benytter oss av netto finansiell gjeld som et estimat på markedsverdien på gjeld lik NOK 5,6 milliarder. Dette gir oss en samlet totalverdi på NOK 5,9 milliarder.

7.4 Beregning av WACC

Formelen som ble introdusert innledningsvis i kapitlet blir anvendt ved beregning av WACC.

Tabell 40: Markedsverdi egenkapital og gjeld (NOK 1000)

Egenkapital	Gjeld
301 796	5 628 390
5 %	95 %

$$WACC = R_e \frac{EK}{EK + G} + R_d(1 - t) \frac{G}{EK + G}$$

$$WACC = 9,03\% * 5\% + 8,53\% (1 - 0,27) * 95\% = \mathbf{6,37\%}$$

Avkastningskravet på 6,37 % vil benyttes ved neddiskontering av fremtidige kontantstrømmer og inngår videre i selskapets terminalverdi ved slutten av prognoseperioden. Avkastningskravet er innenfor hva som har vært tidligere normtall for WACC, henholdsvis 6-8 % (Kinserdal, 2014). En nærmere analyse av inputparameterne i avkastningskravet vil bli dokumentert i kapittel 10, sensitivitetsanalyse.

8. Fundamental verdsettelse

Vi har så langt beregnet frie kontantstrømmer i alle de ulike scenarioene som er lagt til grunn, og vi kan nå diskontere kontantstrømmene sin verdi tilbake til i dag. Ettersom vi har valgt å benytte oss av en 2-periodisk DCF-modell må vi også estimere verdien på terminalverdien. Terminalverdien er som nevnt innledningsvis verdien for at selskapet skal vare evig, og vi har valgt å benytte oss av Gordons formel ved slutten av prognoseperioden. For å benytte oss av Gordons formel er det viktig at selskapet er i steady state.

$$\text{Enterprise value} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{\text{Kontantstrøm}_t}{(1 + WACC)^t} + \frac{\text{Terminalverdi}_n}{(1 + WACC)^n}$$

Formel 24: Enterprise value

8.1 Terminalverdi

Ettersom terminalverdien er verdien for at selskapet skal vare evig er det ofte slik at store deler av verdiestimatet ved verdsettelse befinner seg i terminalverdien. Vekstfaktoren er en årlig prosentvis endring i kontantstrømmene fremover i evig tid. Verdien er svært sensitiv for endringer i hva man benytter som vekstfaktor. Dette er en stor svakhet ved denne type modell og vekstfaktoren vil analyseres nærmere i kapittel 10, sensitivitetsanalyse.

$$\text{Terminalverdi} = \frac{KS\ 2021E(1 + \text{Vekstfaktor})}{WACC - \text{Vekstfaktor}}$$

Formel 25: Terminalverdi

IMF har anslått en fremtidig vekst i BNP på om lag 3 % fremover. De fleste selskaper har en lavere vekstrate sammenlignet med BNP, samtidig som det avhenger av hvor man er i livssyklusen. Et selskap kan ikke vokse raskere enn økonomien i landet hvor selskapet opererer. Havila anses for å være i en moden del av livssyklusen, og en vekst på 3 % vil derfor være veldig optimistisk og utelukkes. Det er verdt å merke seg at det er en direkte tilknytning mellom vekstfaktoren og den risikofrie renten som inngår i avkastningskravet.

$$\text{Nominell risikofri rente} = \text{Reell risikofri rente} + \text{Inflasjonsforventninger}$$

Formel 26: Nominell risikofri rente (Damodaran, 2012)

På lang sikt vil den reelle risikofrie renten konvergere mot realveksten i økonomien og den nominelle risikofrie renten vil nærme seg den nominelle veksten i økonomien. På bakgrunn av dette hevder Damodaran (2012) at en tommelfingerregel vil være å benytte seg av en vekstfaktor som ikke er høyere enn den risikofrie renten som benyttes i verdsettelsen. Vi velger derfor å benytte oss av en vekstfaktor på 1,5 % ved beregningen av terminalverdien.

8.2 Enterprise value

Vi har valgt å vekte hovedscenarioet med 50 % ettersom vi intuitivt anser dette som det mest realistiske utfallet. På grunn av at vi ikke har stor tro på at oljeprisen vil komme opp mot tidligere nivåer på USD 100 per fat vil det optimistiske scenarioet ha lavest vektning med 20 %. Det pessimistiske scenarioet har i følge vårt skjønn en større mulighet for å inntreffe i realiteten og vektet med 30 %. Den vektete virksomhetsverdien presenteres nedenfor.

Tabell 41: Vektet enterprise value

<i>NOK 1000</i>	Optimistisk scenario		Hovedscenario		Pessimistisk scenario	
<i>NV av kontantstrøm</i>	1 047 968	15 %	1 941 088	31 %	1 657 751	29 %
<i>Terminalverdi</i>	5 763 200	85 %	4 345 532	69 %	4 110 952	71 %
Estimert enterprise value	6 811 168	100 %	6 286 620	100 %	5 768 703	100 %
Vekting	20 %		50 %		30 %	
Vektet enterprise value	6 236 155					

8.3 Egenkapitalverdi

For å estimere selskapets egenkapitalverdi må vi trekke fra markedsverdien av selskapet sin gjeld. Vi benytter oss av verdien på netto finansiell gjeld som ble estimert ved hjelp av omgrupperingen i kapittel 5, regnskapsanalyse. Markedsverdien på Havila sin gjeld ble beregnet til NOK 5,6 milliarder. Nedenfor presenteres selskapets egenkapitalverdi og verdi per aksje.

Tabell 42: Egenkapitalverdi

<i>NOK 1000</i>	
Vektet enterprise value	6 236 155
Netto finansiell gjeld	5 628 390
Egenkapitalverdi	607 765
Antall aksjer utstedt	30 179 599
Verdi per aksje	20

Vi estimerte Havila sin egenkapitalverdi til NOK 608 millioner. Dette tilsvarer en verdi på NOK 20 per aksje. Som nevnt under beregning av avkastningskravet er Havila sin aksje lite omsatt i markedet og vi antar at det foreligger en likviditetsrabatt.

8.3.1 Likviditetsrabatt

På grunn av Havila Holding sin store eierandel på 50,5 % og nedgangstidene innenfor oljesektoren foreligger det en likviditetsrabatt. Aksjene og aktivaene til Havila er vanskelig å selge i dagens marked. Vi legger til grunn en likviditetsrabatt på 20 %.

Tabell 43: Likviditetsrabatt

<i>NOK 1000</i>	
Egenkapitalverdi	607 765
Likviditetsrabatt	20 %
Justert egenkapitalverdi	486 212
Antall aksjer utstedt	30 179 599
Verdi per aksje	16

Ved å benytte oss av en likviditetsrabatt på 20 % får vi en verdi på NOK 486 millioner. Dette tilsvarer en verdi på NOK 16 per aksje. På bakgrunn av dette mener vi at aksjen er underpriset i dagens marked.

Vi vil nå etterprøve vårt verdiesimat ved bruk av en multipelbasert verdsettelse.

9. Multiplbasert verdsettelse

Ved markedsbasert verdsettelse estimerer man verdien til selskapet basert på lignende selskapers prising i markedet (Kaldestad & Møller, 2011). Vi har valgt å benytte oss av multiplvurderinger som et supplement til vår DCF-modell for å etterprøve verdiestimatet. Ved å se på sammenhengen i prisingen hos andre selskaper kan vi få et grovt anslag på intervallet hvor verdien til Havila bør være. I motsetning til vår DCF-modell vil nåverdien av de fremtidige kontantstrømmene nå estimeres indirekte gjennom konkurrentenes relative prising. Bruk av multipler er enkelt, lite tidkrevende og således en nyttig benchmark i forhold til kontantstrømbasert verdsettelse (Kaldestad & Møller, 2011).

Ved utarbeidelse av de ulike multiplene har vi valgt å benytte oss av både ujustert og justert gjennomsnitt. Ujustert gjennomsnitt er ifølge Kaldestad & Møller (2011) den beste løsningen dersom man har tilgang til bransjetall. Noen multipler er svært sensitive for engangshendelser og vi har her valgt å justere gjennomsnittet. Nedenfor presenteres de ulike regnskapstallene som vil anvendes i den multiplbaserte verdsettelsen. EBITDA og EBIT er basert på de normaliserte regnskapstallene, mens netto finansiell gjeld baseres på de omgrupperte balansene for selskapene (appendix 4 og 6).

Tabell 44: Utvalgte regnskapstall 2014 (Årsrapporter 2014)

<i>NOK 1000</i>	Havila	Farstad	DOF	Siem⁵
Egenkapital bokførte verdier	2 022 103	6 624 758	6 869 000	5 188 982
Antall utstedte aksjer	30 179 599	39 000 000	111 051 348	38 759 138
Aksjepris (29.04.2014)	10,00	36,10	8,54	2,61
Markedsverdi egenkapital	301 796	1 407 900	948 379	1 011 614
Netto finansiell gjeld	5 628 390	10 202 360	20 909 000	7 103 420
Enterprise value	5 930 186	11 610 260	21 857 379	8 115 034
Omsetning	1 728 138	4 368 938	10 681 000	3 095 266
EBITDA	895 810	1 635 746	3 322 000	1 063 182
EBIT	627 121	779 603	2 195 000	270 119
Resultat etter skatt	3 593	-8 341	500 000	70 709

⁵ Ved bruk av utvalgte regnskapstall benyttes gj.snitt kurs USD 2014 på 6,3 (Norges Bank, 2015).

Vi har i den multiplbaserte verdsettelsen valgt å utdype de fire mest relevante multiplene vi vil benytte i den markedsbaserte verdsettelsen. Til slutt oppsummerer vi de ulike multiplene i en figur sammen med vårt DCF-estimat.

P / B

$$\frac{Price}{Book} = \frac{Markedsverdi\ av\ egenkapital}{Bokført\ verdi\ av\ egenkapital}$$

Formel 27: P / B (Kaldestad & Møller, 2011)

P/B kan gi en indikasjon på selskapets verdiskapning. En høy P/B gir signaler om at markedet forventer at selskapet skaper merverdier på sine eiendeler (Kaldestad & Møller, 2011). En P/B under 1 betyr implisitt at markedsverdien på egenkapitalen er under den bokførte verdien. Dette betyr enten at selskapet gir en lav avkastning, at markedet mener at selskapets eiendeler er overvurdert eller at selskapet er underpriset (Koller et al. 2010).

Tabell 45: P / B

	Havila	Farstad	DOF	Siem
P / B	0,15	0,21	0,14	0,19
Snitt	0,18			
Aksjepris	12,18			

Fra de sammenlignbare selskapene ser vi at samtlige prises under bokførte verdier. Selskapene er således i en presset situasjon hvor de ikke skaper verdier for sine aksjonærer. Fra et ujustert gjennomsnitt får vi en aksjeverdi for Havila på NOK 12,18 per aksje.

P / E

$$\frac{Price}{Earnings} = \frac{Markedsverdi\ av\ egenkapital}{Resultat\ etter\ skatt}$$

Formel 28: P / E (Kaldestad & Møller, 2011)

P/E er en av de mest brukte multiplene i praksis. Likevel er P/E multiplene ikke anvendelig som et absolutt verdimål ved verdivurdering siden den er svært utsatt for ulike regnskapsregler sammenlignet med andre resultatstørrelser. Finansposter og verdikorreksjoner vil her få stort utslag ved selskapets resultat. Multiplene tar heller ikke

høyde for ulik vekstforventning og risikoprofil (Kaldestad & Møller, 2011). Som vi ser fra tabellen nedenfor er det store sprik i de ulike selskapenes P/E multiplum.

Tabell 46: P / E

	Havila	Farstad	DOF	Siem
P / E	84,00	-168,79	1,90	14,31
Snitt	8,10			
<hr/>				
Aksjepris	0,96			

Vi har valgt å ikke inkludere Farstad sin P/E multiplum ved beregning av gjennomsnittet ettersom selskapet hadde et negativt resultat i 2014 og negativ P/E multiplum. Ved beregning av et justert snitt basert på de to andre sammenlignbare selskapene får vi en aksjepris på NOK 0,96 per aksje.

EV / EBIT

$$\frac{\text{Enterprise value}}{\text{EBIT}} = \frac{\text{Enterprise value}}{\text{Driftsresultat}}$$

Formel 29: EV / EBIT (Kaldestad & Møller, 2011)

EBIT-multiplum fanger opp selskapets underliggende drift og vil være justert for engangshendelser. Denne multiplum tar høyde for investeringsbehovet ved å inkludere avskrivninger.

Tabell 47: EV / EBIT

	Havila	Farstad	DOF	Siem
EV / EBIT	9,46	14,89	9,96	30,04
Snitt	18,30			
<hr/>				
Aksjepris	193,72			

Fra tabellen ovenfor ser vi at Siem skiller seg sterkt ut fra de tre andre selskapene. Dette skyldes i hovedsak selskapets høye investeringsnivå. Ved å benytte ujustert gjennomsnitt får vi en aksjepris på NOK 193,72 per aksje for Havila. Vi mener at denne prisen ikke er

representativ på grunn av det høye investeringsnivået til Siem som gir en kunstig høy aksjepris.

EV / EBITDA

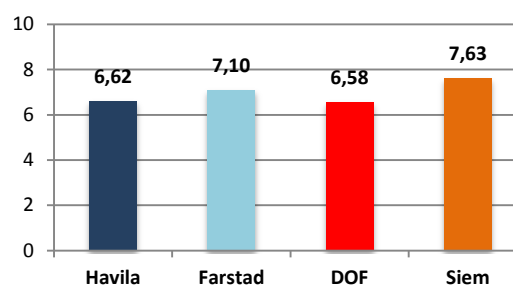
$$\frac{\text{Enterprise value}}{\text{EBITDA}} = \frac{\text{Enterprise value}}{\text{Driftsresultat før avskrivninger og nedskrivninger}}$$

Formel 30: EV / EBITDA (Kaldestad & Møller, 2011)

EBITDA-multipler benyttes mye i praksis ettersom de har en fordel ved at de er uavhengige av avskrivningsprofil, goodwill, opp/nedskrivning og tilfeldige finansinntekter (Kinserdal, 2014). Det er viktig at tallene man benytter seg av er normaliserte. Våre konkurrenter har blitt normalisert på samme måte som Havila i kapittel 5 (appendix 6). Vi mener dette vil gi oss et godt sammenligningsgrunnlag. Gjennomgående for denne verdsettelsen er bruk av EBITDA-tall ettersom vi mener dette representerer selskapets underliggende inntjeningssevne. Det er verdt å merke seg at denne multippelen ikke tar høyde for investeringsnivået slik som EBIT-multiippelen gjør. Den bør derfor brukes sammen med flere andre multipler.

Tabell 48: EV / EBITDA

	Havila	Farstad	DOF	Siem
EV / EBITDA	6,62	7,10	6,58	7,63
Snitt	7,10			
Aksjepris	24,35			

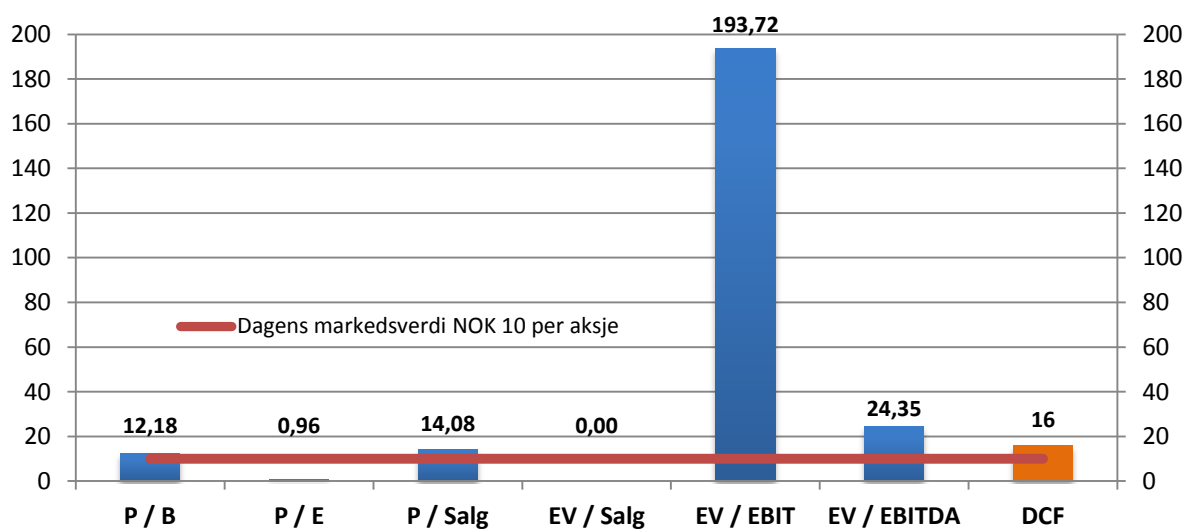


EBITDA-multipler er som regel mellom 5-10, og vi ser fra tabell 48 at alle selskapene befinner seg i dette intervallet. Ved å benytte oss av et ujustert gjennomsnitt får vi en aksjepris på NOK 24,35 per aksje for Havila. Vi mener at EBITDA-multiippelen gir et av de bedre estimatene, og støtter vår konklusjon om at Havila sin aksje er underpriset i dagens marked.

Oppsummering

Figuren nedenfor presenterer verdiestimatene basert på de ulike multiplene. Havila sin aksjepris befinner seg i intervallet NOK 0,00 - 193,72. Vi mener at P/E, EV/EBIT og EV/Salg ikke er representative for verdiestimatet, men at P/B, EV/EBITDA og P/Salg er de meste relevante multiplene. Aksjen befinner seg dermed i intervallet NOK 12,18 - 24,35 per aksje.

Figur 43: Sammenligning multiplbasert verdsettelse med DCF



I multiplvurderingen av Havila sin aksjepris har vi benyttet seks ulike multipler, og i likhet med vårt DCF-estimat tyder resultatene på at aksjen er underpriset i dagens marked. I neste kapittel vil vi utføre en sensitivitetsanalyse med formål om å analysere hvordan de ulike inputparameterne påvirker vårt verdiestimat i DCF-modellen.

10. Sensitivitetsanalyse

Det eksisterer stor usikkerhet rundt nøkkelfaktorene som er anvendt for å komme frem til verdien av egenkapitalen til Havila. I kapittel 8, fundamental verdsettelse, kom vi frem til en verdi på NOK 16 per aksje. Dette er 60 % økning sammenlignet med dagens markedsverdi på Oslo Børs, noe som gjør det interessant å undersøke denne verdien nærmere. For å undersøke hvor følsom selskapets verdi er overfor potensielle endringer i inputparameterne utfører vi en sensitivitetsanalyse. Komponentene som vi vil vurdere nærmere i analysen er den risikofrie renten, markedspremien, betaverdien, kredittrisikopremien på gjeld og vekstfaktoren. Ettersom selskapet har en såpass høy gjeldsfinansiering antar vi at kredittrisikopåslaget vil ha størst påvirkning på selskapets verdi. I tillegg er ofte den mest vesentlige komponenten terminalverdien. Terminalverdien er svært sensitiv for endringer i evige vekstforutsetninger.

Nedenfor analyseres hvor følsom verdien per aksje er ved endringer i nøkkelfaktorene. Sammenligningsgrunnlaget er forutsetningene vi har lagt til grunn i den fundamentale verdsettelsen av Havila. Vi vil først utføre en sensitivitetsanalyse hvor vi endrer en og en parameter for å se hvordan det slår ut i vårt verdiestimat. Deretter vil vi kjøre en *Monte Carlo simulering* ved bruk av tilleggsprogrammet til Excel, *Oracle Crystal Ball*. Denne simuleringen kjører et stort antall simuleringer og endrer flere variabler samtidig.

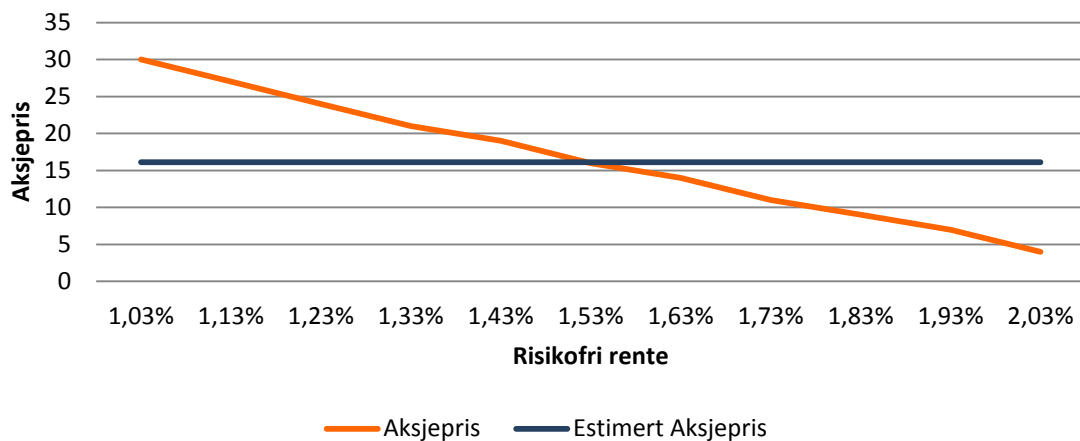
Risikofri rente

Som forklart tidligere er dagens nivå på risikofri rente historisk lavt. Vi har valgt å øke/reducere renten med totalt 0,50 prosentpoeng for å analysere hvilke utslag renteendringer gjør på aksjeprisen til selskapet.

Tabell 49: Endring av risikofri rente

RF	1,03 %	1,13 %	1,23 %	1,33 %	1,43 %	1,53 %	1,63 %	1,73 %	1,83 %	1,93 %	2,03 %
WACC	6,00 %	6,07 %	6,15 %	6,22 %	6,30 %	6,37 %	6,44 %	6,52 %	6,59 %	6,67 %	6,74 %
Aksjepris	30	27	24	21	19	16	14	11	9	7	4

Figur 44: Endring av risikofri rente



Figuren viser at aksjeprisen endrer seg markant når vi endrer nivået på risikofri rente. Dersom man øker renten til 2,03 % reduseres prisen per aksje fra NOK 16 til NOK 4. Dette tilsvarer en reduksjon i aksjeprisen på 75 %. Tilsvarende øker prisen per aksje fra NOK 16 til NOK 30 når risikofri rente reduseres til 1,03 %. Dette tilsvarer en økning i aksjeprisen på 88 %. Selskapets verdi er med andre ord mer sensitiv overfor en reduksjon i risikofri rente.

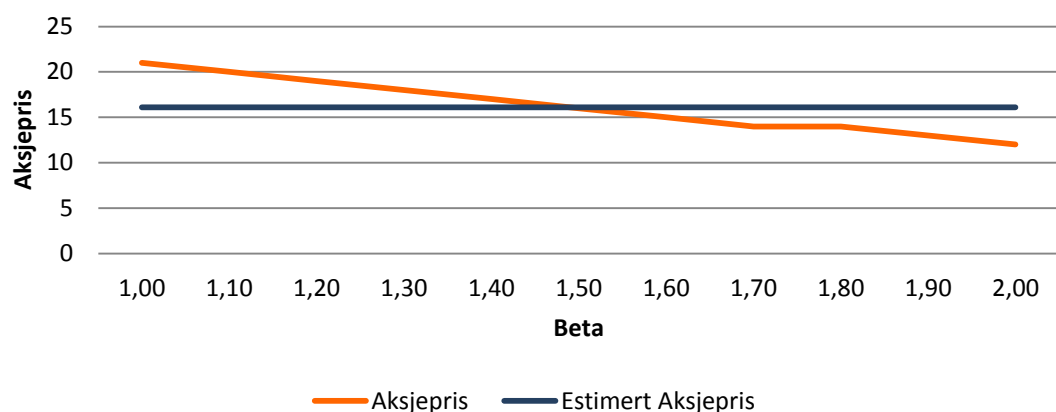
Beta

Beta inngår i kravet til egenkapitalen. Vi har en relativt høy betaverdi som skyldes Havila sin lave egenkapitalandel og selskapets konjunkturfølsomhet. Ettersom Havila har en høy andel gjeldsfinansiering vil endringer i beta ha liten effekt på aksjeprisen.

Tabell 50: Endring av beta

Beta	1,00	1,10	1,20	1,30	1,40	1,50	1,60	1,70	1,80	1,90	2,00
WACC	6,24 %	6,27 %	6,29 %	6,32 %	6,34 %	6,37 %	6,39 %	6,42 %	6,45 %	6,47 %	6,50 %
Aksjepris	21	20	19	18	17	16	15	14	14	13	12

Figur 45: Endring av beta



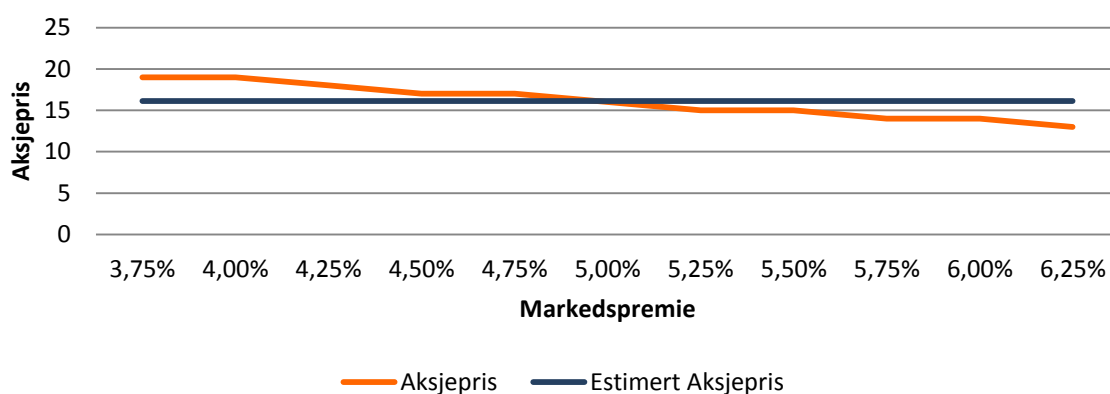
Fra figuren ovenfor ser vi at en økning i egenkapitalbeta på 0,5 reduserer aksjeprisen med 25 %. Tilsvarende vil en reduksjon på 0,5 øke aksjeprisen med 31 %. Ved perfekt korrelasjon med markedet og beta på 1, får vi en verdi på NOK 21 per aksje.

Markedets risikopremie

Tabell 51: Endring av markedspremien

MP	3,75 %	4,00 %	4,25 %	4,50 %	4,75 %	5,00 %	5,25 %	5,50 %	5,75 %	6,00 %	6,25 %
WACC	6,27 %	6,29 %	6,31 %	6,33 %	6,35 %	6,37 %	6,39 %	6,41 %	6,43 %	6,45 %	6,46 %
Aksjepris	19	19	18	17	17	16	15	15	14	14	13

Figur 46: Endring av markedspremien



I likhet med beta ser vi at endringer i markedspremien har svært liten påvirkningskraft på vårt verdiestimat. Endringer i markedspremien på 1,25 % vil øke/redusere aksjeprisen med 19 %.

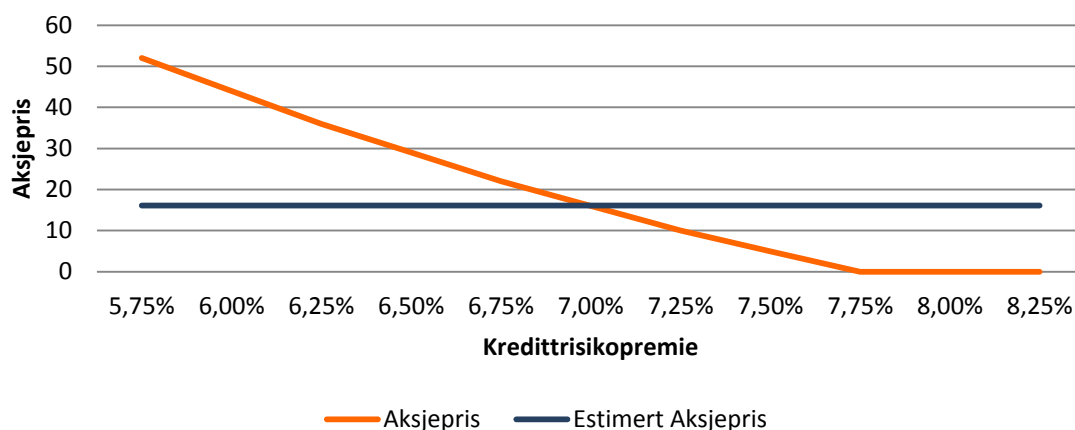
Kredittrisikopremie

I bransjen for offshore supply tar man høyde for en nokså høy kredittrisikopremie på gjeld. Mange selskaper finansierer deler av gjelden sin ved bruk av obligasjonsmarkedet. På grunn av dagens markedssituasjon er obligasjonsmarkedet tilnærmet stengt for selskaper innen oljeservice (Havila, Q1 2015). Vi har lagt til grunn et relativt høyt påslag ettersom vi antar at bankene krever en høy kredittrisikopremie for selskaper innen oljeservice i dagens marked. Nedenfor presenteres endringer av kredittrisikopremien og dens påvirkningskraft på aksjeprisen.

Tabell 52: Endring av kredittrisikopremie

Kredittrisikopremie	5,75 %	6,00 %	6,25 %	6,50 %	6,75 %	7,00 %	7,25 %	7,50 %	7,75 %	8,00 %	8,25 %
Gjeldskostnad	7,28 %	7,53 %	7,78 %	8,03 %	8,28 %	8,53 %	8,78 %	9,03 %	9,28 %	9,53 %	9,78 %
WACC	5,50 %	5,68 %	5,85 %	6,02 %	6,20 %	6,37 %	6,54 %	6,72 %	6,89 %	7,06 %	7,24 %
Aksjepris	52	44	36	29	22	16	10	5	0	0	0

Figur 47: Endring av kredittrisikopremie



Vi ser at kredittrisikopremien har svært stor effekt på vårt verdiestimat. Figuren ovenfor kan sammenlignes med en opsjonsprofil. Ved en økning i kredittrisikopremien på 0,75 prosentpoeng får vi en verdi lik 0. På den andre siden ser vi at en reduksjon i kredittrisikopremien gir en markant verdiøkning på aksjeprisen. Illustrasjonen viser at et lavt risikopåslag vil gi en lav WACC og en markant verdiøkning.

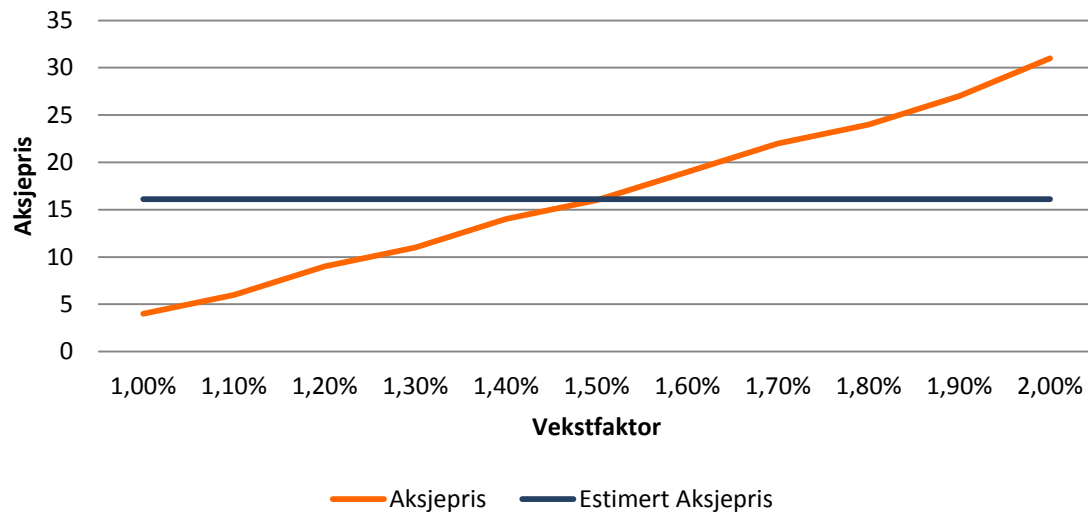
Vekstfaktor

Ettersom terminalverdien utgjør ca 70 % av selskapets enterprise value i alle scenarioene vil endringer i vekstfaktoren ha stor innvirkning på vårt verdiestimat.

Tabell 53: Endring av vekstfaktor

Vekstfaktor	1,00 %	1,10 %	1,20 %	1,30 %	1,40 %	1,50 %	1,60 %	1,70 %	1,80 %	1,90 %	2,00 %
Aksjepris	4	6	9	11	14	16	19	22	24	27	31

Figur 48: Endring av vekstfaktor



En økning av vekstfaktoren på 0,5 prosentpoeng vil øke selskapets aksjepris med hele 94 %. Motsatt vil en reduksjon av vekstfaktoren på 0,5 prosentpoeng redusere aksjeprisen med 75 %. Vi mener at vårt anslag på vekstfaktoren er fornuftig. Dette begrunnes med at langsiktig vekstfaktor ikke kan være høyere enn nominell risikofri rente.

Monte Carlo simulering

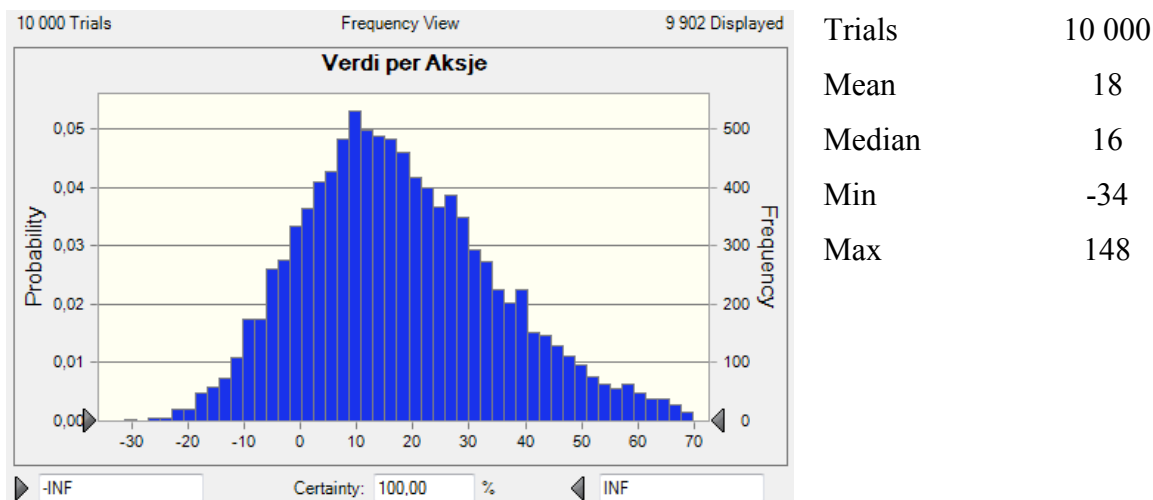
Vi bruker de samme nøkkelfaktorene ved Monte Carlo simulering som ble analysert i sensitivitetsanalysen ovenfor. Andre faktorer som kunne vært hensiktsmessige å teste er vekst i omsetning og kostnadsnivå i de ulike scenarioene. Ettersom vi har benyttet oss av tre ulike scenario med forskjellige forutsetninger har vi valgt å fokusere på hoveddriverne for alle scenarioene, nemlig avkastningskravet og vekstfaktoren. I motsetning til sensitivitetsanalysen hensyntar Monte Carlo alle mulige sammensetninger av usikkerhetsfaktorene samtidig. Slik vil vi kunne få en bedre indikasjon på hvilke variabler som er de mest sensitive i verdsettelsen av Havila.

Alle variablene som inngår i modellen er normalfordelt. Våre tester viser at det er de samme inputparameterne som har størst påvirkningskraft på verdiestimatet.

Resultat av Monte Carlo simulering

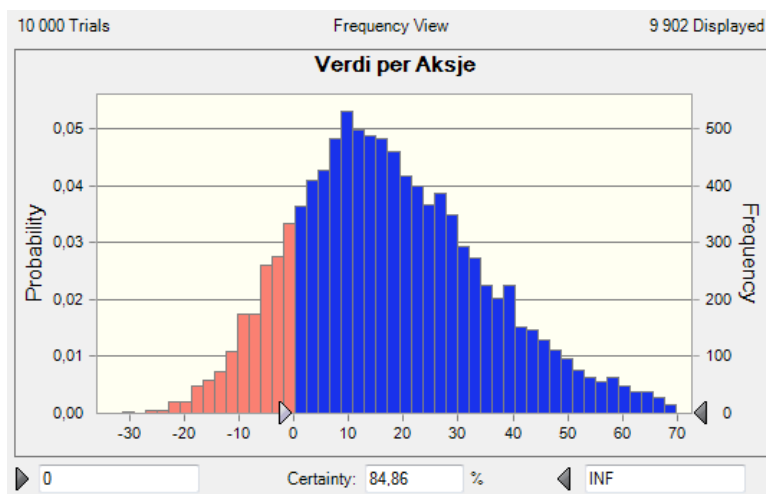
For å få et hensiktsmessig bilde av hvor mange kombinasjoner som er mulig valgte vi å utføre 10 000 simuleringer. Nedenfor presenteres resultatet fra simuleringen.

Figur 49: Verdiestimat med 100 prosent sannsynlighet



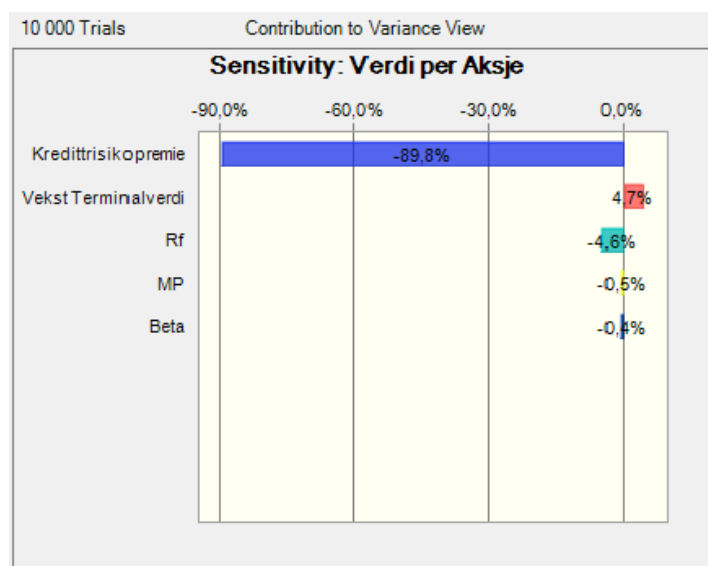
Simuleringen resulterte i et verdiintervall mellom -34 og 148. Verdien kan naturligvis ikke være negativ, men estimat under 0 kan gi oss en indikasjon på selskapets potensielle konkursrisiko.

Figur 50: Konkursrisiko



Fra figuren ovenfor kommer det frem at selskapet har ca 15 % sannsynlighet for å gå konkurs. På bakgrunn av våre analyser utført i denne utredningen mener vi at dette kan være rimelig å anta.

Figur 51: Tornadodiagram Monte Carlo simulering



Som figuren ovenfor illustrerer er selskapets verdi mest sensitiv for endringer i kredittisikopremien på gjelden. Kredittisikopremien har hele 89,8 % forklaringskraft på verdiestimatet. Vekst i terminalverdien og risikofri rente gir oss også en indikasjon på usikkerheter i vårt verdiestimat. Disse resultatene samsvarer godt med våre analyser i sensitivitetsanalysen.

11. Konklusjon

I denne masterutredningen har vi benyttet to metoder for å verdsette Havila. Det er lagt hovedvekt på en fundamental verdsettelse ved bruk av en inntjeningsbasert tilnærming. I tillegg har vi utført en markedsbasert tilnærming ved bruk av multiplikatormodellen som et supplement. Den fundamentale metoden estimerer verdien til selskapet ved å neddiskontere fremtidige kontantstrømmer basert på et fremtidsregnskap. Fremtidsregnskapet sine forutsetninger bygger på en strategisk analyse og en regnskapsanalyse. I den strategiske analysen ble det avdekket at oljeprisen og aktiviteten i oljesektoren er hoveddriverne for selskapets fremtidige lønnsomhet. På grunn av fremtidig usikkerhet i oljesektoren har vi bygget opp vår verdsettelsesmodell rundt tre ulike scenario.

Ved den fundamentale verdsettelsesmodellen ble det beregnet en verdi på egenkapitalen lik NOK 486 millioner, eller verdi på NOK 16 per aksje. Sammenlignet med dagens børskurs på NOK 10 per aksje, 29.04.2015, tilsier dette at aksjen er underpriset i dagens marked. Multiplikatormodellen understøtter vårt anslag om at selskapets aksje er underpriset.

I utredningen har vi basert oss på skjønsmessige vurderinger og forutsetninger. Sensitivitetsanalysen avdekket stor usikkerhet rundt vekstfaktoren, risikofri rente og kreditrisikopremien på gjeld. På grunn av dagens lave aksjepris får vi en uvanlig finansieringsstruktur med svært høy gjeldsandel i WACC. Således er verdiestimatet svært utsatt for endringer i kreditrisikopremien som inngår i gjeldskostnaden.

Litteraturliste

Bøker:

- Barney, Jay og Clark Delwyn N. 2007. *Resource-Based Theory: Creating and Sustaining Competitive Advantage*. Oxford University Press, UK.
- Bredesen, Ivar. 2010. *Investering og finansiering, 3. Utgave*. Gyldendal Norsk Forlag.
- Bodie, Zvi, Alex Kane og Alan J. Marcus. 2011. *Investments and Portfolio Management, 9. Utgave*. McGraw-Hill/Irwin, a business unit of The McGraw-Hill Companies Inc., 1221 Avenue of the Americas, New York, NY 10020.
- Bøhren, Øyvind og Dag Michalsen. 2012. *Finansiell Økonomi, 4. Utgave*. Fagbokforlaget.
- Bøhren, Øyvind og Per Ivar Gjærum. 2009. *Prosjektanalyse: Investering og finansiering*. Fagbokforlaget Vigmstad & Bjørke AS.
- Dahl, Gunnar A, Terje Hansen, Roar Hoff og Arne Kinserdal. 1997. *Verdsettelse i teori og praksis, 1. Utgave*. Cappelen Akademiske Forlag.
- Damodaran, Aswath. 2012. *Investment Valuation, 3. Utgave*. New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.
- Gripsrud, Geir, Ulf Henning Olsson og Ragnhild Silkoset. 2010. *Metode og dataanalyse, 2. Utgave*. Kristiansand, Høyskoleforlaget.
- Kaldestad, Yngve og Bjarne Møller. 2011. *Verdivurdering, 2. Opplag*. Revisorforeningen DnR.
- Koller, Tim, Marc Goedhart og David Wessels. 2010. *Valuation, 5. Utgave*. New Jersey: John Wiley & Sons, inc.
- Kristoffersen, Trond. 2013. *Årsregnskapet – en grunnleggende innføring, 3. Utgave*. Fagbokforlaget Vigmstad & Bjørke AS.
- Løwendahl, Bente R, og Fred E. Wenstøp. 2008. *Grunnbok i strategi, 2. Utgave, 5. Opplag*. Cappelen Damm.

Artikler og tidsskrift:

- Blume, Marshall E. 1975. *Betas and Their Regression Tendencies* – The Journal of Finance, Vol. 30 No 3. Side 785-795. Blackwell Publishing for the American Finance Association.
- Borchgrevink, Henrik. 2011. *Regulering av systemviktige banker – og de nordiske bankene*. Penger og kreditt nr. 1/2011. Norges Bank.
- Clements, Kenneth W & Renée Fry. 2006. *Commodity currencies and currency commodities*.
- Coudert, Virginie, Cécile Couharde & Valérie Mignon. 2014. *On the impact of oil price volatility on the real exchange rate – terms of trade nexus: Revisiting commodity currencies*. Université de Paris Ouest Nanterre La Défense.
- Dimson, Elroy, Paul Marsh & Mike Staunton. 2011. *Equity premia around the world*. London Business School.
- Holter, Jon Petter. 2000. *Historisk Rentestatistikk 1820-1999*. Penger og Kreditt nr. 4/2000. Norges Bank.
- Kilian, Lutz. 2009. *Not all oil price shocks are like: disentangling demand and supply shocks in the crude oil market* – American Economic Review. May 2009, Vol. 99, No. 3: Pages 1053-1069.
- Porter, Michael. 1979. *The five competitive forces that shape strategy* – Harvard Business Review, Harvard Business School Publishing.

Rapporter:

Clarksons Capital Markets. 2014. *Global Offshore Overview*.

<https://www.marinemoneyoffshore.com/sites/default/files/Middleton.pdf>

Clarksons Capital Markets. 2015. *Capital Market Perspectives on Offshore Oil & Gas*.

<http://www.norway.org/Global/SiteFolders/webhou/Jeff%20Spittel.pdf>

DNB Markets. 2015. *Økonomiske utsikter januar 2015*.

<https://www.dnb.no/portalfront/nedlast/no/markets/analyser-rapporter/norske/okonomiske-utsikter/HR150115.pdf>

DOF ASA. Års- og kvartalsrapporter 2008-2014.

<http://www.dof.no/en-GB/Investor-Relations/Reports-Presentations.aspx>

Farstad Shipping ASA. Års- og kvartalsrapporter 2008-2014.

<https://www.farstad.com/business/investors/financial-reports>

Havila Shipping ASA. Års- og kvartalsrapporter 2006-2014.

<http://www.havila.no/investor-relations/reports-and-presentations>

Hermanrud, Peter & Vidar Strat. 2013. *Ny rekord for OSEBX*.

<http://www.naeringsforeningen.no/ShowFile.ashx?FileInstanceId=654ff9c1-34e0-481c-be41-c9ba947a8a47>

Maritimt forum. 2014. *Maritim verdiskapningsbok 2014*.

<http://menon.no/upload/2014/02/17/maritimt-forum-verdiskapningsbok-2014.pdf>

Nordea Markets. 2015. *Uvanlige tider – økonomisk oversikt mars 2015*.

<https://nexus.nordea.com/research/attachment/26156>

Norges Bank. Q4 2014. *Pengepolitisk rapport – med vurdering av finansiell stabilitet*.

http://static.norges-bank.no/pages/102024/PPR_414.pdf?v=11122014092141

Norges Bank. Q1 2015. *Pengepolitisk rapport – med vurdering av finansiell stabilitet*.

http://static.norges-bank.no/pages/102900/PPR_1_2015.pdf?v=19032015132454

Norges Rederiforbund. Konjunkturrapport 2014, Vinner globalt – Skaper lokalt.

<https://www.rederi.no/rapporter/>

Norges Rederiforbund. Norske Offshorerederier – Skaper verdier lokalt vinner globalt.

<https://www.rederi.no/rapporter/>

Norges Rederiforbund. Rapport Offshore 2015.

<https://www.rederi.no/rapporter/>

OPEC. 2015. *Monthly oil market report*.

http://www.opec.org/opec_web/static_files_project/media/downloads/publications/MOMR_April_2015.pdf

Pareto Project Finance AS - Pareto Offshoreinvest AS. 2013. *Pareto 2nd quarter report 2013*.
<http://www.paretoprojectfinance.no/novus/upload/article/Kvartalsrapport%20POI%20Q2%2013.pdf>

PwC. 2014. *Risikopremien i det norske markedet*.

http://www.pwc.no/no_NO/no/publikasjoner/deals/risikopremieundersokelse2014.pdf

RS Platou. 2015. *The Platou Report 2015*.

http://www.platou.com/~/.media/Files/PlatouReport14/ThePlatouReport2015_web_FINAL.pdf

Seabrokers Group. 2015. *Seabreeze, The Seabrokers Monthly Market Report – 2015: A Challenging year ahead*.

<http://www.seabrokers.no/wp-content/uploads/Seabreeze-January1.pdf>

Siem Offshore ASA. Års- og kvartalsrapporter 2008-2014.

<http://www.siemoffshore.com/Default.aspx?ID=9>

Worldbank. 2015. *Commodity markets outlook*.

http://www.worldbank.org/content/dam/Worldbank/GEP/GEPcommodities/GEP2015a_commodity_Jan2015.pdf

Elektroniske artikler:

Dagens Næringsliv (DN.no)

"Dette presser seg frem"

<http://www.dn.no/nyheter/energi/2015/04/08/1818/Universitetet-i-Stavanger/-dette-presser-seg-frem>

[Lastet ned: 09.04.2015]

"Disse tre faktorene skaper størst usikkerhet"

<http://www.dn.no/nyheter/okonomi/2015/04/04/0921/disse-tre-faktorene-skaper-strst-usikkerhet>

[Lastet ned: 08.04.2015]

"Analytiker varsler oppkjøpsrush i olje: - Det første av mange" – John Olaisen

<http://www.dn.no/nyheter/finans/2015/04/08/0900/Olje/analytiker-varsler-oppkjpsrush-i-olje-det-frste-av-mange>

[Lastet ned: 09.04.2015]

"Mangedobling i offshore"

<http://www.dn.no/nyheter/naringsliv/2014/06/01/Shipping/mangedobling-i-offshore>

[lastet ned: 15.02.2015]

European Central Bank (ECB.europa.eu)

- Monetary policy

<https://www.ecb.europa.eu/mopo/html/index.en.html>

[Lastet ned: 03.03.2015]

E24 (E24.no)

"Kinas økonomi har ikke vokst tregere siden finanskrisen"

<http://e24.no/makro-og-politikk/kinas-oekonomi-har-ikke-vokst-tregere-siden-finanskrisen/23434867>

[Lastet ned: 20.04.2015]

Herøynytt (Herøynytt.no)

"Nye skip i opplag"

http://www.herøynytt.no/maritimt_nytt/article10656243.ece

[Lastet ned: 20.02.2015]

IMO (Imo.com)

- Ballast water management

<http://www.imo.org/Pages/home.aspx>

[Lastet ned: 10.03.2015]

Lovdata (Lovdata.no)

- Lov om årsregnskap m.v. (regnskapsloven)

<https://lovdata.no/dokument/NL/lov/1998-07-17-56>

[Lastet ned: 20.02.2015]

Maritime (Maritime.no)

- Oljeprisens utvikling fremover

<http://www.maritime.no/marked/utviklingen-i-oljeprisen-fremover/>

[Lastet ned: 18.01.2015]

Norges Bank (Norges-bank.no)

- Valutakurs for USD

<http://www.norges-bank.no/Statistikk/Valutakurser/valuta/USD/>

[Lastet ned 28.05.2015]

Norsk Regnskapsstiftelse (Regnskapsstiftelsen.no)

- Veiledning pensjonsforutsetninger

<http://www.regnskapsstiftelsen.no>

[Lastet ned: 10.03.2015]

Oilpubs (Oilpubs.com)

- Vessels laid up as market weakens

<http://www.oilpubs.com/oso/article.asp?v1=15584>

[Lastet ned: 20.03.2015]

Skatteetaten (Skatteetaten.no)

- Rederibeskatningsordningen

<http://www.skatteetaten.no/no/bedrift-og-organisasjon/drive-bedrift/spesielle-bransjer/rederi/>

[Lastet ned: 20.03.2015]

Skatteetatens Landsforbund (Skl.no)

- *Oljeprisen og kronekursen faller – hva betyr det?*

<http://www.skl.no/skl-skatteetatens-landsforbund/skl-nyheter/nyheter-2015/oljeprisen-og-k/#.VONFMC6GO8A>

[Lastet ned: 10.03.2015]

Statistisk Sentralbyrå (SSB.no)

- *Olje- og gassvirksomhet, internasjonale markedsforhold, 3. kvartal 2014.*

<http://www.ssb.no/energi-og-industri/statistikker/ogintma>

[Lastet ned: 12.03.2015]

- *Utenrikshandel med varer, 2014, foreløpige tall*

<http://ssb.no/utenriksokonomi/statistikker/muh/aar-forelopige/2015-01-15#content>

[Lastet ned: 23.02.2015]

- *Utenrikshandel med varer, 2015, foreløpige tall*

<http://ssb.no/utenriksokonomi/statistikker/muh/maaned/2015-02-16>

[Lastet ned: 03.03.2015]

- *Nøkkeltall for børsnoterte selskaper*

<https://www.ssb.no/virksomheter-foretak-og-regnskap/statistikker/regnbors/kvartal/2015-03-09?fane=tabell#content>

[Lastet ned: 20.04.2015]

Sysla (SYSLA.no)

”Bergen har den største handelsflåten”

<http://www.sysla.no/2015/03/24/maritim/bergen-har-den-storste-handelsflaten/>

[Lastet ned: 08.04.2015]

”Har tatt større sjanser enn jeg liker å tenke på”

<http://www.sysla.no/2015/04/03/grunderne/har-tatt-storre-sjanser-enn-jeg-likes-a-tenke-pa/>

[Lastet ned: 08.04.2015]

World Economics (Worldeconomics.com)

- *Global growth tracker*

http://www.worldeconomics.com/papers/Global%20Growth%20Monitor_7c66ffca-ff86-4e4c-979d-7c5d7a22ef21.paper

[Lastet ned: 18.03.2015]

Forelesningsnotater:

Doppelhofer, Gernot, Birger Vikøren og Svein Gjedrem. 2014. FIE403 – Konjunkturanalyse. Bergen, NHH.

Forelesning 2. Makroindikatorer, trend og produksjonsgapet

Johnsen, Thore, Francisco Santos og Joachim Høegh-Krohn. 2014. FIE426 – Kapitalforvaltning. Bergen, NHH.

Forelesning 2. Tidshorisonen

Kinsersdal, Finn. 2014. BUS425 – Regnskapsanalyse og verdsettelse. Bergen, NHH.

Forelesning 1. Intro – oversikt over verdsettelse

Forelesning 2. Årsregnskap og omgruppering

Forelesning 3a. Normalisering / Justering av historisk regnskap pga GRS

Forelesning 3b. Ulike verdsettelsesmodeller

Forelesning 4a. Normalisering av historiske resultater

Forelesning 4b. Regnskapsmanipulasjon

Forelesning 5. Regnskapsanalyse og nøkkeltallsanalyse

Forelesning 6. Strategisk analyse

Forelesning 7a. Forecasting / Budsjettering

Forelesning 7b. Continuing value / Langsiktig prognose

Forelesning 8a. Estimering av fremtidige investeringer og arbeidskapital

Forelesning 8b. Skatt

Forelesning 8c. ”Kokebok” i verdsettelse

Forelesning 9. Avkastningskrav

Forelesning 10a. Substansverdimetoden

Forelesning 10b. Opsjonsbasert verdsettelse og verdsettelse av vekstselskaper

Forelesning 11a. Forbedringstiltak og synergier ved oppkjøp

Forelesning 11b. Har vi regnet riktig? Sensitivitet og peer-review

Forelesning 12a. (Il)likviditetsrisiko og konkurserisiko, gearing

Forelesning 12b. Handlestrategi: Er verdien riktig? Er markedet effisient?

Knivsflå, Kjell Henry. 2015. BUS440 - Regnskapsanalyse og verdsettelse. Bergen, NHH.

Forelesning 8. Kredittvurdering

Forelesning 18. Uvisse i verdiestimatet og ”some topics in valuation”

Ådland, Roar. 2014. ENE431 – Shipping and offshore markets. Bergen, NHH.

Forelesning 5. Introduction to offshore markets

Forelesning 6. Offshore operations and chartering

Appendix

1. Tabelloversikt

Tabell 1: Oversikt over de største aksjonærene 31.12.2014 (Havila, 2014)	15
Tabell 2: Oversikt fartøy motorkraft (BHP) og dødvekt tonnasje (DWT)	17
Tabell 3: Inntjening geografisk segment (t.v.) og driftssegment (t.h.) (Havila, 2014)	18
Tabell 4: Ulike multiplikatorer (Kaldestad & Møller, 2011)	27
Tabell 5: Balanseutdrag anleggsmidler Havila	33
Tabell 6: Gjennomsnittlige rater ved januar mnd. år 2014/2015 (Seabrokers.no)	39
Tabell 7: Historisk resultatregnskap Havila	51
Tabell 8: Historisk balanse Havila	52
Tabell 9: Oversikt lån 31.12.2014 (Havila, 2014)	57
Tabell 10: Omgruppert balanse Havila	59
Tabell 11: Netto finansiell gjeld 31.12.2014 (NOK 1000)	60
Tabell 12: EBITDA	62
Tabell 13: Justering av resultat fra tilknyttet selskap	63
Tabell 14: Justering av annen driftsinntekt	63
Tabell 15: Justering av gevinst ved salg anleggsmidler	64
Tabell 16: Justering av netto valutagevinst/tap	64
Tabell 17: Justering av tap på kundefordringer	65
Tabell 18: Justering av pensjonskostnader	66
Tabell 19: Forutsetninger pensjon	66
Tabell 20: Rapportert og normalisert EBITDA	67
Tabell 21: Prognostisert vekst i omsetning	80
Tabell 22: Prosentvis vekst i mannskapskostnader og i prosent av omsetning	81
Tabell 23: Prognostiserte mannskapskostnader	81
Tabell 24: Driftskostnader skip i prosent av omsetning	82
Tabell 25: Prognostiserte driftskostnader skip	82
Tabell 26: Leiekostnader i prosent av omsetning	82
Tabell 27: Prognostiserte leiekostnader	82
Tabell 28: Andre driftskostnader i prosent av omsetning	83
Tabell 29: Prognostiserte andre driftskostnader	83
Tabell 30: Prognostisert EBITDA-margin	83
Tabell 31: Endring i vekstavhengig arbeidskapital	87
Tabell 32: Effektiv skattesats (Kinserdal, 2014)	88
Tabell 33: Prognostisert fri kontantstrøm hovedscenario	89
Tabell 34: Prognostisert vekst i omsetning	90

Tabell 35: Prognostisert fri kontantstrøm optimistisk scenario	90
Tabell 36: Prognostisert vekst i omsetning.....	90
Tabell 37: Prognostisert fri kontantstrøm pessimistisk scenario.....	91
Tabell 38: Industrispesifikk β (Se appendix 5 for beregning av regresjonsbeta)	101
Tabell 39: Tommelfingerregel kredittrisikopåslag i Norge (Kinserdal, 2014)	107
Tabell 40: Markedsverdi egenkapital og gjeld (NOK 1000)	109
Tabell 41: Vektet enterprise value.....	111
Tabell 42: Egenkapitalverdi	112
Tabell 43: Likviditetsrabatt	112
Tabell 44: Utvalgte regnskapstall 2014 (Årsrapporter 2014)	113
Tabell 45: P / B.....	114
Tabell 46: P / E.....	115
Tabell 47: EV / EBIT.....	115
Tabell 48: EV / EBITDA	116
Tabell 49: Endring av risikofri rente.....	118
Tabell 50: Endring av β	119
Tabell 51: Endring av markedspremien	120
Tabell 52: Endring av kredittrisikopremie	121
Tabell 53: Endring av vekstfaktor	122

2. Figuroversikt

Figur 1: Hoveddrivere for offshore supply vessel (OSV) og subsea (Clarkson Capital Markets).....	9
Figur 2: OSV flåteutvikling (Clarkson Capital Markets)	13
Figur 3: Flåtestørrelse og estimerte nykontraheringer (Clarkson Capital Markets)	14
Figur 4: Antall kontraherte fartøy (Havila.no)	16
Figur 5: Oversikt over kontraktstatus (Havila.no).....	18
Figur 6: Flåtesammensetning Havila, Farstad, DOF og Siem	20
Figur 7: Kursutvikling Havila 04.05.2005 – 29.04.2015 (Oslo Børs).....	21
Figur 8: 2-periodisk DCF-modell (Kinserdal, 2014)	30
Figur 9: Porters fem krefter	33
Figur 10: Gjennomsnittlig flåteutnyttelse (Kvartalsrapporter 2008-2014 for Havila, Farstad, DOF og Siem. Beregnet ved ujustert gjennomsnitt)	37
Figur 11: Skip og rigger i opplag per januar 2015 og prognose for desember 2015 (Rederiforbundet, 2015).....	38
Figur 12: Oversikt over kontraheringer av skip og utvikling i oljeprisen (data hentet fra hjemmesidene til Havila, Farstad, DOF, Siem og U.S. Energy Information Administration (EIA)).....	39
Figur 13: Oppsummering Porters fem krefter	40

Figur 14: BNP verdensindeks og oljepris (historisk BNP hentet fra Knoema.com. Prognosene for 2015 er basert på futurepriser for Crude Oil Brent (Barchart.com) og Worldbank.com sin analyse av BNP)	41
Figur 15: Kilder til oljeetterspørsel (Nordea Markets, 2015)	43
Figur 16: Prognose på ny likevektspris (Nordea Markets, 2015)	43
Figur 17: Futurepriser i USD for Crude Oil Brent 25.04.2015 (Barchart.com)	44
Figur 18: Oljeinvesteringer ved ulike segment (Norges Bank, Q4 2014)	45
Figur 19: Oljeinvesteringer i Norge (DNB Markets, 2015)	45
Figur 20: Handelsveide valutakurser, prosentvis endring siden 01.01.2014 (DNB Markets, 2015)	46
Figur 21: Prognoser på rentekurver (Norges Bank, Q4 2014)	47
Figur 22: Utvikling av skiferoljeproduksjon (DNB Markets, 2015)	48
Figur 23: Omgruppering av balansen for analyseformål (Kinserdal, 2014)	53
Figur 24: Rapportert og normalisert EBITDA (NOK 1000)	67
Figur 25: Sammenligning mellom rapportert og normalisert EBITDA	68
Figur 26: Historisk EBITDA-margin	70
Figur 27: Kostnader i prosent av omsetning	70
Figur 28: Historisk egenkapitalandel	71
Figur 29: Historisk rentedekningsgrad	72
Figur 30: Historisk likviditetsgrad 1	73
Figur 31: Historisk likviditetsgrad 2	74
Figur 32: Steady state (Kinserdal, 2014)	75
Figur 33: Historiske spotrater OSV (Clarksons Research Services, 2015)	76
Figur 34: Oversikt over kontraktstatus (Havila.no)	78
Figur 35: Historisk omsetning og aritmetisk vekst	79
Figur 36: Driftskostnader i prosent av omsetning og common size analyse av kostnader	80
Figur 37: Normaliserte investeringer i prosent av omsetning	85
Figur 38: Historiske avskrivninger i prosent av omsetning	85
Figur 39: Endring i vekstavhengig arbeidskapital i prosent av omsetning	87
Figur 40: Yield curve 29.04.2015 (Norges Bank, 2015)	94
Figur 41: Rente på lange statsobligasjoner i Norge (Holter, 2000)	96
Figur 42: Regresjonsanalyse HAVI vs. MSCI ACWI mnd. data: 2010-2015 (YahooFinance.com)	99
Figur 43: Sammenligning multippelbasert verdsettelse med DCF	117
Figur 44: Endring av risikofri rente	119
Figur 45: Endring av β	120
Figur 46: Endring av markedspremien	120
Figur 47: Endring av kredittrisikopremie	121
Figur 48: Endring av vekstfaktor	122
Figur 49: Verdiestimat med 100 prosent sannsynlighet	123

Figur 50: Konkursrisiko	124
Figur 51: Tornadodiagram Monte Carlo simulering	124

3. Formeloversikt

Formel 1: Inntjeningsbasert tilnærming (Kaldestad & Møller, 2011)	22
Formel 2: Gordons formel (Kaldestad & Møller, 2011)	23
Formel 3: Dividendemodellen (Kaldestad & Møller, 2011)	23
Formel 4: Gordons formel (Kaldestad & Møller, 2011)	23
Formel 5: Egenkapitalmetoden (Kaldestad & Møller, 2011)	24
Formel 6: Residualinntekt / Superprofitt (Kinserdal, 2014)	25
Formel 7: Multiplbasert verdsettelse	26
Formel 8: Substansverdi	27
Formel 9: Opsjonsbasert verdsettelse (Kaldestad & Møller, 2011)	29
Formel 10: EBITDA-margin (Kristoffersen, 2013)	70
Formel 11: Egenkapitalandel (Kristoffersen, 2013)	71
Formel 12: Rentedekningsgrad (Kristoffersen, 2013)	72
Formel 13: Likviditetsgrad 1 (Kristoffersen, 2013)	73
Formel 14: Likviditetsgrad 2 (Kristoffersen, 2013)	73
Formel 15: WACC (Kaldestad & Møller, 2011)	92
Formel 16: CAPM (Kaldestad & Møller, 2011)	93
Formel 17: Selskapets totalrisiko (Bodie et al. 2011)	97
Formel 18: β (Kinserdal, 2014)	98
Formel 19: Regresjonsligning (Koller et al. 2010)	99
Formel 20: Industrispesifikk β (Koller et al. 2010)	100
Formel 21: Blumejustering av β (Blume, 1975)	102
Formel 22: Implisitt markedspremie (Kaldestad & Møller, 2011)	104
Formel 23: Gjeldskostnad (Kinserdal, 2014)	106
Formel 24: Enterprise value	110
Formel 25: Terminalverdi	110
Formel 26: Nominell risikofri rente (Damodaran, 2012)	110
Formel 27: P / B (Kaldestad & Møller, 2011)	114
Formel 28: P / E (Kaldestad & Møller, 2011)	114
Formel 29: EV / EBIT (Kaldestad & Møller, 2011)	115
Formel 30: EV / EBITDA (Kaldestad & Møller, 2011)	116

4. Omgrupperte balanser

Omgruppert balanse Farstad

NOK 1000	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Eiendeler							
Goodwill	30 247	30 247	30 247	112 090	100 032	96 778	101 938
Operasjonelle eiendeler							
Skip m.v	7 871 618	10 237 712	11 467 552	11 759 850	12 394 071	14 179 071	15 984 824
Kontrakter nybygg	495 380	191 242	64 149	358 894	527 973	333 620	33 715
<i>Sum operasjonelle anleggsmidler</i>	8 366 998	10 428 954	11 531 701	12 118 744	12 922 044	14 512 691	16 018 539
Kundefordringer fraktinntekter	533 327	473 130	471 567	555 669	624 114	616 853	622 641
Beholdninger	19 665	29 743	40 480	41 319	57 020	61 969	84 278
Andre kortsiktige fordringer	144 245	296 126	176 860	181 273	229 635	281 865	267 003
<i>Sum operasjonelle omløpsmidler</i>	697 237	798 999	688 907	778 261	910 769	960 687	973 922
Sum operasjonelle eiendeler	9 064 235	11 227 953	12 220 608	12 897 005	13 832 813	15 473 378	16 992 461
Finansielle eiendeler							
Andre langsiktige fordringer	14 517	24 977	27 824	35 967	37 509	17 861	16 302
Valuta og rentesikringsavtaler	0	0	0	25 076	26 456	776	0
Aksjer	5 123	5 170	5 204	5 209	5 078	5 071	5 059
<i>Sum finansielle anleggsmidler</i>	19 640	30 147	33 028	66 252	69 043	23 708	21 361
Andre kapitalplasseringer	198 998	188 291	133 338	106 661	71 932	79 028	73 818
Valuta og rentesikringsavtaler	0	15 671	0	0	0	0	0
Likvide midler	1 544 379	1 525 413	2 136 364	1 342 256	1 495 147	1 800 667	2 121 076
<i>Sum finansielle omløpsmidler</i>	1 743 377	1 729 375	2 269 702	1 448 917	1 567 079	1 879 695	2 194 894
Sum finansielle eiendeler	1 763 017	1 759 522	2 302 730	1 515 169	1 636 122	1 903 403	2 216 255
Utsatt skattefordel	54 831	0	16 963	67 894	68 764	63 506	83 865
Sum eiendeler	10 912 330	13 017 722	14 570 548	14 592 158	15 637 731	17 537 065	19 394 519
Egenkapital og Gjeld							
Egenkapital							
Aksjekapital	39 000	39 000	39 000	39 000	39 000	39 000	39 000
Overkurs	198 396	198 396	198 396	198 396	198 396	198 396	198 396
Annen egenkapital	4 201 936	6 014 499	6 344 972	6 582 839	6 612 092	6 640 578	6 387 362
<i>Sum egenkapital før minoritetsinteresser</i>	4 439 332	6 251 895	6 582 368	6 820 235	6 849 488	6 877 974	6 624 758
Minoritetsinteresser	656	0	0	0	0	0	0
Sum egenkapital	4 439 988	6 251 895	6 582 368	6 820 235	6 849 488	6 877 974	6 624 758
Operasjonell gjeld							
Operasjonell gjeld	0	0	0	0	0	0	0
Leverandørgjeld	204 593	177 019	231 161	234 242	224 170	281 623	281 949
Betalbar skatt	99 514	22 325	46 487	38 046	27 158	31 639	26 540
<i>Sum kortsiktig operasjonell gjeld</i>	304 107	199 344	277 648	272 288	251 328	313 262	308 489
Sum operasjonell gjeld	304 107	199 344	277 648	272 288	251 328	313 262	308 489
Finansiell gjeld							
Pensjonsforpliktelse	56 181	60 118	61 901	64 469	71 186	105 431	97 043
Valuta og rentesikringsavtaler	0	0	0	45 791	54 970	40 633	224 694
Langsiktige skattegjeld	508 476	0	9 516	4 758	0	0	0
Rentebærende gjeld	4 719 722	5 466 499	6 287 220	5 855 651	6 595 642	8 702 740	9 932 526
<i>Sum langsiktig finansiell gjeld</i>	5 284 379	5 526 617	6 358 637	5 970 669	6 721 798	8 848 804	10 254 263
Valuta og rentesikringsavtaler	153 134	0	29 221	0	0	0	0
Annen kortsiktig gjeld	220 041	253 193	330 856	468 783	475 595	509 485	781 233
Kortsiktig del av langsiktig gjeld	510 681	771 771	991 818	1 012 058	1 295 915	945 750	1 383 119
<i>Sum kortsiktig finansiell gjeld</i>	883 856	1 024 964	1 351 895	1 480 841	1 771 510	1 455 235	2 164 352
Sum finansiell gjeld	6 168 235	6 551 581	7 710 532	7 451 510	8 493 308	10 304 039	12 418 615
Utsatt skatt	0	14 902	0	48 125	43 607	41 790	42 657
Sum egenkapital og gjeld	10 912 330	13 017 722	14 570 548	14 592 158	15 637 731	17 537 065	19 394 519
Netto finansiell gjeld	4 405 218	4 792 059	5 407 802	5 936 341	6 857 186	8 400 636	10 202 360

Omgruppert balanse DOF

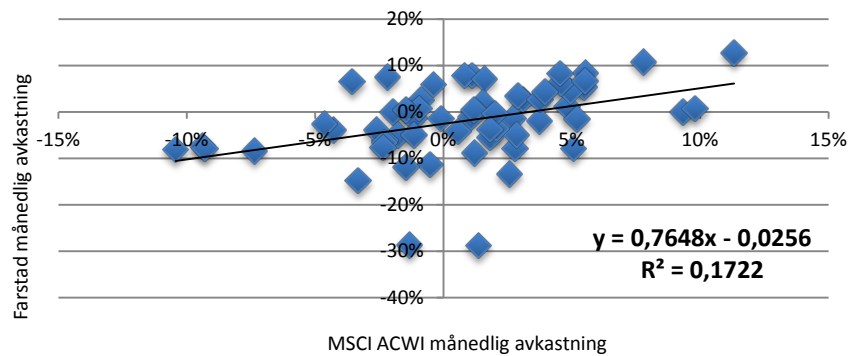
NOK 1000	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Eiendeler							
Goodwill	499 661	441 839	477 646	401 000	409 000	418 000	418 000
Operasjonelle eiendeler							
Andre immaterielle eiendeler	5 500	34 193	0	0	0	0	0
<i>Sum immaterielle operasjonelle eiendeler</i>	5 500	34 193	0	0	0	0	0
Skip	10 057 764	11 218 599	18 148 083	22 312 000	24 794 000	24 898 000	21 887 000
Skip under bygging	3 940 763	4 594 689	1 924 720	1 969 000	423 000	646 000	483 000
Maskiner og annet driftsutstyr	789 813	1 449 291	1 558 804	1 406 000	1 385 000	1 345 000	494 000
Investering i felleskontrollert virksomhet	139 696	77 170	70 687	65 000	73 000	131 000	1 246 000
Andre langsiktige fordringer	269	2 721	205 452	272 000	309 000	122 000	507 000
<i>Sum operasjonelle anleggsmidler</i>	14 928 305	17 342 470	21 907 746	26 024 000	26 984 000	27 142 000	24 617 000
Bunkers og andre beholdninger	13 441	16 116	28 133	51 000	56 000	70 000	84 000
Kundefordringer	1 151 004	1 235 287	1 051 224	1 534 000	1 393 000	1 867 000	2 331 000
Andre fordringer	272 025	492 128	904 858	562 000	466 000	566 000	626 000
<i>Sum operasjonelle omløpsmidler</i>	1 436 470	1 743 531	1 984 215	2 147 000	1 915 000	2 503 000	3 041 000
Sum operasjonelle eiendeler	16 370 275	19 120 194	23 891 961	28 171 000	28 899 000	29 645 000	27 658 000
Finansielle eiendeler							
Investering i aksjer og andeler	5 999	8 910	9 202	7 000	5 000	5 000	5 000
<i>Sum finansielle anleggsmidler</i>	5 999	8 910	9 202	7 000	5 000	5 000	5 000
Bundne bankinnskudd	1 100 190	1 131 044	948 417	984 000	895 000	735 000	639 000
Kontanter og kontantekvivalenter	1 731 312	1 082 698	1 696 434	1 056 000	1 250 000	1 579 000	1 971 000
<i>Sum finansielle omløpsmidler</i>	2 831 502	2 213 742	2 644 851	2 040 000	2 145 000	2 314 000	2 610 000
Sum finansielle eiendeler	2 837 501	2 222 652	2 654 053	2 047 000	2 150 000	2 319 000	2 615 000
Utsatt skattefordel	123 330	0	28 843	211 000	295 000	363 000	638 000
Sum eiendeler	19 830 767	21 784 685	27 052 503	30 830 000	31 753 000	32 745 000	31 329 000
Egenkapital og Gjeld							
Egenkapital							
Aksjekapital	165 536	182 076	182 076	222 000	222 000	222 000	222 000
Overkursfond	454 453	678 340	678 340	1 230 000	1 230 000	1 230 000	1 230 000
Annen egenkapital	2 449 709	3 171 288	3 117 735	2 585 000	2 344 000	1 929 000	1 957 000
<i>Sum egenkapital før minoritetsinteresser</i>	3 069 698	4 031 704	3 978 151	4 037 000	3 796 000	3 381 000	3 409 000
Ikke-kontrollerende eierinteresser	2 429 121	2 777 372	2 749 818	2 633 000	2 953 000	2 965 000	3 458 000
Sum egenkapital	5 498 819	6 809 076	6 727 969	6 670 000	6 749 000	6 346 000	6 867 000
Operasjonell gjeld							
Leverandørgjeld	419 924	216 373	414 537	603 000	683 000	1 058 000	1 192 000
Betalbar skatt	86 841	164 914	100 240	141 000	122 000	143 000	190 000
Skyldige offentlige utgifter	98 170	72 319	79 793	108 000	86 000	92 000	101 000
Annen kortsiktig gjeld	601 507	420 317	922 515	1 043 000	542 000	280 000	409 000
<i>Sum kortsiktig operasjonell gjeld</i>	1 206 442	873 923	1 517 085	1 895 000	1 433 000	1 573 000	1 892 000
Sum operasjonell gjeld	1 206 442	873 923	1 517 085	1 895 000	1 433 000	1 573 000	1 892 000
Finansiell gjeld							
Pensjoner	20 141	11 955	13 245	13 000	6 000	48 000	53 000
Finansielle derivater	228 820	77 202	77 163	256 000	378 000	0	0
Obligasjonslån	1 470 654	2 149 321	2 753 572	2 804 000	4 164 000	4 722 000	4 124 000
Gjeld til kredittinstitusjoner	8 920 720	8 724 597	13 085 211	16 391 000	16 592 000	16 265 000	13 091 000
Finansielle derivater	0	0	0	0	0	359 000	384 000
Langsiktig skattegjeld	173 967	0	0	0	0	0	0
Annen langsiktig gjeld	162 357	496 856	599 624	328 000	271 000	75 000	32 000
<i>Sum langsiktig finansiell gjeld</i>	10 976 659	11 459 931	16 528 815	19 792 000	21 411 000	21 469 000	17 684 000
Kortsiktig del av gjeld til kredittinstitusjoner	1 795 407	2 128 284	1 876 160	2 251 000	2 000 000	3 248 000	5 840 000
<i>Sum kortsiktig finansiell gjeld</i>	1 795 407	2 128 284	1 876 160	2 251 000	2 000 000	3 248 000	5 840 000
Sum finansiell gjeld	12 772 066	13 588 215	18 404 975	22 043 000	23 411 000	24 717 000	23 524 000
Utsatt skatt	353 438	513 472	402 474	219 000	161 000	107 000	49 000
Sum egenkapital og gjeld	19 830 767	21 784 685	27 052 503	30 830 000	31 753 000	32 745 000	31 329 000
Netto finansiell gjeld	9 934 565	11 365 563	15 750 922	19 996 000	21 261 000	22 398 000	20 909 000

Omgruppert balanse Siem

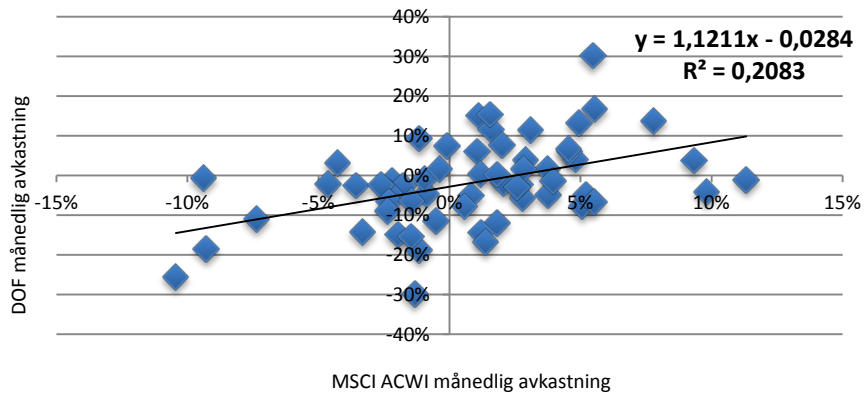
USD 1000	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Eiendeler							
Operasjonelle eiendeler							
Immaterielle eiendeler	9 232	9 232	8 903	29 441	30 020	29 737	25 937
<i>Sum operasjonelle immaterielle eiendeler</i>	9 232	9 232	8 903	29 441	30 020	29 737	25 937
Skip under konstruksjon	161 596	208 511	105 991	105 199	108 430	127 711	130 515
Skip og utstyr	452 402	761 921	1 268 799	1 414 548	1 260 118	1 440 332	1 743 693
Aktiverte prosjektkostnader	1 206	546	19 102	13 570	12 153	11 027	10 965
Investering i tilknyttede selskap	15 432	25 352	28 591	4 218	4 222	20 951	20 222
<i>Sum operasjonelle anleggsmidler</i>	630 636	996 330	1 422 483	1 537 535	1 384 923	1 600 021	1 905 395
Kundefordringer	36 119	47 907	53 290	46 544	44 221	53 198	74 753
Beholdninger	1 215	1 943	4 399	9 249	7 772	7 555	7 481
Andre kortsiktige fordringer	39 279	50 151	23 035	30 730	38 461	32 737	63 877
<i>Sum operasjonelle omløpsmidler</i>	76 613	100 001	80 724	86 523	90 454	93 490	146 111
Sum operasjonelle eiendeler	716 481	1 105 563	1 512 110	1 653 499	1 505 397	1 723 248	2 077 443
Finansielle eiendeler							
CIRR loan deposit	66 482	73 225	65 006	56 469	53 194	41 718	28 453
Langsiktige fordringer	3 287	8 013	9 197	7 674	7 111	6 639	23 432
<i>Sum finansielle anleggsmidler</i>	69 769	81 238	74 203	64 143	60 305	48 357	51 885
Valuta og rentesikringsavtaler	0	401	3 731	0	5 829	0	1 041
Kontanter og kontantekvivalenter	73 371	91 088	115 185	136 635	107 068	101 206	117 623
<i>Sum finansielle omløpsmidler</i>	73 371	91 489	118 916	136 635	112 897	101 206	118 664
Eiendeler holdt for salg	800	800	0	0	53 604	18 121	0
Sum finansielle eiendeler	143 940	173 527	193 119	200 778	226 806	167 684	170 549
Utsatt skattefordel	3 430	4 888	6 254	6 254	6 256	11 770	12 591
Sum eiendeler	863 851	1 283 978	1 711 483	1 860 531	1 738 459	1 902 702	2 260 583
Egenkapital og Gjeld							
Egenkapital							
Innskutt egenkapital	335 598	482 697	537 212	537 664	534 964	526 236	526 236
Andre reserver	-31 200	-8 646	-7 859	-11 628	-11 366	-19 769	-45 491
Opptjent egenkapital	103 415	205 805	215 967	208 676	225 937	250 161	304 237
Sum egenkapital før minoritetsinteresser	407 813	679 856	745 320	734 712	749 535	756 628	784 982
Minoritetsinteresser	18 131	22 872	23 750	35 038	36 976	37 260	38 666
Sum egenkapital	425 944	702 728	769 070	769 750	786 511	793 888	823 648
Operasjonell gjeld							
Leverandørgjeld	5 292	8 148	7 119	7 311	5 377	16 253	10 781
Betalbar skatt	13 351	13 290	14 955	3 160	8 856	3 759	5 005
Annen kortsiktig gjeld	16 215	32 194	32 528	44 874	50 882	44 061	123 072
<i>Sum kortsiktig operasjonell gjeld</i>	34 858	53 632	54 602	55 345	65 115	64 073	138 858
Sum operasjonell gjeld	34 858	53 632	54 602	55 345	65 115	64 073	138 858
Finansiell gjeld							
Pensjonsforpliktelse	480	235	512	199	1 090	2 778	3 812
Rentebærende gjeld	250 410	403 134	739 095	839 031	714 699	863 074	1 087 757
Utsatt CIRR	22 278	3 627	3 259	2 891	2 523	2 155	1 786
CIRR lån	66 482	73 225	65 006	56 469	53 194	41 718	28 453
Langsiktige skattegjeld	4 027	2 589	1 936	13 337	6 799	6 679	6 368
Annen langsiktig gjeld	284	1 772	6 878	17 865	13 902	18 826	26 565
<i>Sum langsiktig finansiell gjeld</i>	343 961	484 582	816 686	929 792	792 207	935 230	1 154 741
Valuta og rentesikringsavtaler	30 801	0	0	10 171	12 339	11 085	16 732
Kortsiktig del av langsiktig gjeld	28 286	43 036	71 125	95 472	82 287	98 426	126 603
<i>Sum kortsiktig finansiell gjeld</i>	59 087	43 036	71 125	105 643	94 626	109 511	143 335
Sum finansiell gjeld	403 048	527 618	887 811	1 035 435	886 833	1 044 741	1 298 076
Sum egenkapital og gjeld	863 851	1 283 978	1 711 483	1 860 531	1 738 459	1 902 702	2 260 583
Netto finansiell gjeld	259 108	354 091	694 692	834 657	660 027	877 057	1 127 527

5. Regresjonsanalyse for betaformål presentert i *scatter plot*

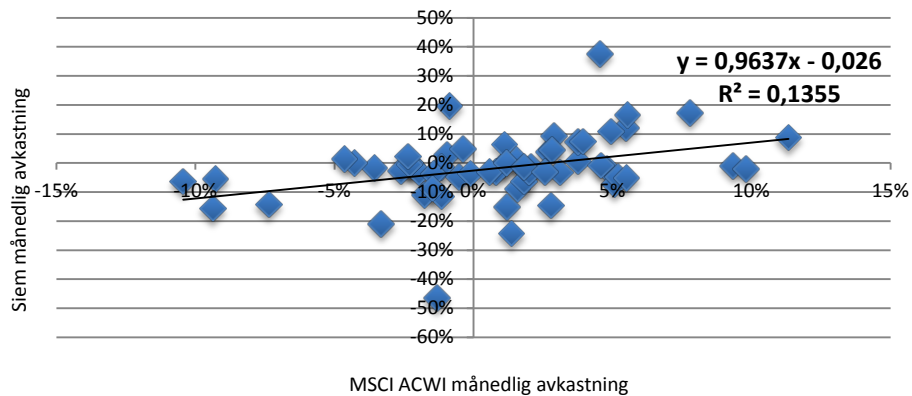
FAR vs. MSCI ACWI mnd. data: 2010-2015. Beta = 0,76



DOF vs. MSCI ACWI mnd. data: 2010-2015. Beta = 1,12



SIOFF vs. MSCI ACWI mnd. data: 2010-2015. Beta = 0,96



6. Normalisering av EBITDA

Normalisering av Havila sitt resultatregnskap

NOK 1000	2014 Justert	2014 Faktisk	2013 Justert	2013 Faktisk	2012 Justert	2012 Faktisk	2011 Justert	2011 Faktisk	2010 Justert	2010 Faktisk	2009 Justert	2009 Faktisk	2008 Justert	2008 Faktisk
EBIT	585 813		511 391		431 532		291 650		340 651		315 479		641 544	
AVS	268 689		187 716		161 063		205 240		180 288		132 221		98 420	
EBITDA	854 502		699 107		592 595		496 890		520 939		447 700		739 964	
<i>Annen driftsinntekt:</i>														
Disponenthonorar		300		400		1 275	-12 952	17 020		3 654		2 061		
Valuta gevinst/tap	37 342	-37 342	-2 454	2 454	-55 095	55 095	-8 636	8 636	-15 532	15 532	-172 527	172 527		
Gevinst/tap ved salg AM			-1 606	1 606	-1 738	1 738	-54 038	54 038	-154 402	154 402			-311 813	311 813
Resultat fra tilknyttet selskap	3 278		-6 683		-14 830		-2 913		-42 130		757		9 426	
<i>Pensjoner:</i>														
Rentekostnad					1 147	-1 147	989	-989	778	-778	514	-514	291	-291
Forventet avkastning					-1 459	1 459	-1 188	1 188	-928	928	-623	623	387	387
Netto rentekostnader (inntekter)	329	-329	440	-440										
Estimatavvik					513	-513	419	-419	357	-357	483	-483	61	-61
<i>Annen driftskostnad:</i>														
Tap fordringer	4 859	-4 859	2 841	-2 841	4 302	-4 302	17 136	-17 136	12 276	-12 276	13	-13	2 880	-2 880
Antatt tap på fordringer	-4 500		-4 500		-4 500		-4 500		-4 500		-4 500		-4 500	
<i>Revisjonshonorar:</i>														
Skatterådgivning													23	-23
Samarbeidende selskap til revisor									119	-119	351	-351		
Justert EBITDA	895 810		687 145		520 935		431 207		316 977		272 168		436 719	
Omsetning	1 728 138		1 455 185		1 355 881		1 309 626		1 038 620		862 850		810 638	
% av omsetning	52 %		47 %		38 %		33 %		31 %		32 %		54 %	

Normalisering av Farstad sitt resultatregnskap

NOK 1000	2014 Justert	2014 Faktisk	2013 Justert	2013 Faktisk	2012 Justert	2012 Faktisk	2011 Justert	2011 Faktisk	2010 Justert	2010 Faktisk	2009 Justert	2009 Faktisk	2008 Justert	2008 Faktisk
EBIT	785 320		869 524		730 270		873 627		899 333		1 281 251		1 363 692	
AVS	856 143		654 407		575 928		544 808		516 237		454 909		365 438	
EBITDA	1 641 463		1 523 931		1 306 198		1 418 435		1 415 570		1 736 160		1 729 130	
Gevinst ved trinnvis oppkjøp (1)							-70 431	70 431						
Gevinst/tap ved salg AM	-15 015	15 015	-7 044	7 044	-10 252	10 252	-16 909	16 909	-1 114	1 114			-61 050	61 050
Betingede forpliktelser (2)			-4 900	4 900										
<i>Pensjon:</i>														
Rentekostnad	1 029	-1 029	1 938	-1 938	11 495	-11 495	13 352	-13 352	12 965	-12 965	11 079	-11 079	11 532	-11 532
Renteinntekt					-12 070	12 070	-13 139	13 139	-12 367	12 367	-11 739	11 739	-12 938	12 938
Avsetning UK pensjonsordning (3)	8 269	-8 269												
Tap fordringer (4)					45 557	-45 557								
Goodwill (5)							-81 843	81 843						
Justert EBITDA	1 635 746		1 513 925		1 340 928		1 249 465		1 415 054		1 735 500		1 666 674	
Omsetning	4 368 938		4 007 167		3 714 024		3 584 889		3 357 109		3 257 579		2 958 624	
% av omsetning	37 %		38 %		36 %		35 %		42 %		53 %		56 %	

- 1) Engangshendelse gevinst ved trinnvis oppkjøp av selskap. Fjernes.
- 2) Betingede forpliktelser i forbindelse med overgangsregler rederibeskatning. Fjernes
- 3) Ekstraordinær avsetning til pensjonsordning for arbeidere i UK grunnet overgang fra bemanningsbyrå. Fjernes.
- 4) Ekstraordinært høyt tap på fordringer. Engangshendelse. Fjernes.
- 5) Utgiftsfører årets aktiverte goodwill.

Normalisering av DOF sitt resultatregnskap

NOK 1000	2014 Justert	2014 Faktisk	2013 Justert	2013 Faktisk	2012 Justert	2012 Faktisk	2011 Justert	2011 Faktisk	2010 Justert	2010 Faktisk	2009 Justert	2009 Faktisk	2008 Justert	2008 Faktisk
EBIT	2 450 000		1 917 000		1 890 000		1 151 000		542 984		217 941		912 454	
AVS	1 045 000		1 193 000		1 110 000		890 000		1 166 380		837 214		643 265	
Nedskrivning							7 000				178 501			
EBITDA	3 495 000		3 110 000		3 000 000		2 048 000		1 709 364		1 233 656		1 555 719	
Resultat fra tilknyttet selskap			1 000		5 000				-4 666		191 749		139 696	
Goodwill (1)					-17 100	17 100								
Gevinst/tap ved salg AM	-468 000	468 000	8 000	-8 000	210 000	-210 000	33 000	-33 000	-36 605	36 605	7 887	-7 887	-317 780	317 780
<i>Pensjon:</i>														
Kapitalkostnad					6 000	-6 000	5 000	-5 000	5 652	-5 652	5 428	-5 428	4 570	-4 570
Forventet avkastning					-7 000	7 000	6 000	-6 000	-6 552	6 552	-5 707	5 707	-4 174	4 174
Estimatavvik									-141	141	-1 717	1 717	-1 450	1 450
<i>Lønn og bonus:</i>														
Ekstraordinært honorar revisor (2)									8 900	-8 900				
Justert EBITDA	3 027 000		3 119 000		3 196 900		2 092 000		1 675 952		1 431 296		1 376 581	
Omsetning	10 196 000		9 754 000		8 136 000		6 503 000		5 462 045		4 327 276		4 339 722	
% av omsetning	30 %		32 %		39 %		32 %		31 %		33 %		32 %	

- 1) Utgiftsfører årets aktiverte goodwill.
- 2) Ekstraordinær post som ikke gjentar seg. Fjernes.

Normalisering av Siem sitt resultatregnskap

USD 1000	2014 Justert	2014 Faktisk	2013 Justert	2013 Faktisk	2012 Justert	2012 Faktisk	2011 Justert	2011 Faktisk	2010 Justert	2010 Faktisk	2009 Justert	2009 Faktisk	2008 Justert	2008 Faktisk
EBIT	84 316		69 261		54 138		43 497		17 213		80 691		680	
Avskrivning og nedskrivning	96 883		75 841		82 749		81 348		59 286		37 191		32 080	
EBITDA	181 199		145 102		136 887		124 845		76 499		117 882		32 760	
Gevinst/tap ved salg av AM	-18 728	18 728	-29 827	29 827	-13 692	13 692	-75	75	-6 281	6 281	-1 047	1 047	8 011	-8 011
Gevinst/tap derivater	-368	368	-368	368	-368	368	-368	368	-368	368	-6 097	6 097	-342	342
Gevinst/tap valutakontrakter	3 023	-3 023	7 756	-7 756	-12 479	12 479	-1 450	1 450	4 789	-4 789	-52 805	52 805	47 308	-47 308
Resultat fra tilknyttede selskap	1 808	1 808	2 046	2 046	463	463	2 367	2 367	10 036	10 036	7 660	7 660	483	483
<i>Pensjon:</i>														
Rentekostnad	506	-506	466	-466	353	-353	344	-344	311	-311	232	-232	180	-180
Renteinntekt	-413	413	-378	378	-388	388	-370	370	-336	336	-217	217	-166	166
Amortisert Estimatavvik					421	-421	156	-156	90	-90	53	-53	-10	10
Curtailment/settlement (1)	-768	768	-1 232	1 232										
<i>Contracts in process:</i>														
Provisions receivables	9 500	9 500	7 000	7 000	7 800	7 800	12 300	12 300	5 400	5 400	5 300	5 300		
Justering provision (2)	-7 000		-7 000		-7 000		-7 000		-7 000		-7 000		-7 000	
Goodwill (3)							-18 433	18 433						
Justert EBITDA	168 759		123 565		111 997		112 316		83 140		63 961		81 224	
Omsetning	491 312		363 955		368 213		340 628		228 302		183 558		192 773	
% av omsetning	34 %		34 %		30 %		33 %		36 %		35 %		42 %	

- 1) Engangshendelser knyttet til lønnsforhandlinger og fallskjerm. Fjernes.
- 2) Finner gjennomsnittlig *normalt* nivå for provision receivables og justerer over hele perioden.
- 3) Utgiftsfører årets aktiverte goodwill.