



Farstad Shipping ASA

Strategisk regnskapsanalyse og verdivurdering

Daniel Leirvik og Mads Goksøyr Sævik

Veileder: Kjell Henry Knivsflå

Selvstendig arbeid innen masterstudiet i økonomi og administrasjon

Hovedprofil: Økonomisk styring

NORGES HANDELSHØYSKOLE



Denne utredningen er gjennomført som et ledd i masterstudiet i økonomi og administrasjon ved Norges Handelshøyskole og godkjent som sådan. Godkjenningen innebærer ikke at høyskolen inntår for de metoder som er anvendt, de resultater som er fremkommet eller de konklusjoner som er trukket i arbeidet.

Sammendrag

Målet med masterutredningen var å beregne vårt verdiestimat på Farstad Shipping ASA's egenkapitalverdi og tilhørende aksjekurs per 31.12.2014. For å estimere egenkapitalverdien valgte vi å benytte den fundamentale verdsettelsesmetoden som hovedteknikk og supplere med den komparative metoden.

Fra den strategiske regnskapsanalysen har vi fått innsikt i Farstad sine underliggende økonomiske forhold. Strategisk analyse ga innsikt i selskaps-, bransje- og makroforhold. Regnskapsanalysen tallfestet den historiske utviklingen, og ga et bilde av Farstad sin situasjon mot krav og relativt til bransjen. Sammen ga disse delene oss oversikt over hvordan selskapet har prestert i analyseperioden i form av risiko, lønnsomhet og hvilken strategisk forfatning selskapet har. Våre analyser viste til at Farstad har en marginal ressursfordel, som vi mener kommer fra fordel i flåte og finansiell styrke, og en marginal bransjeulempe, som henger sammen med at analyseperioden inneholder mer nedgang- enn oppgangskonjunktur. Sammen resulterte dette i en strategisk fordel i drift tilnærmet lik null. Den strategiske fordelen i drift tillagt en marginal finansieringsfordel ga en liten strategisk ulempe for perioden på 0,9 %.

Videre benyttet vi den strategiske regnskapsanalysen som grunnlag for å utarbeide fremtidsregnskap og -krav for Farstad. Vi forventet spesielt dårlige år i 2015 og 2016, hvor Farstad ble antatt å ha en sterk strategisk ulempe. En ny vekstperiode ble budsjettert til å starte i 2017, men bransjen vil ikke oppnå en driftsfordel før i 2021. Fra 2022 ble denne fordelene konvergere mot en svak bransjefordel, som Farstad ble antatt å kunne beholde på lang sikt. Den fremtidige utviklingen i Farstads strategiske fordel ble videre antatt å være hovedsakelig knyttet til bransjeforhold. Etter at fremtidsregnskap og -krav ble utarbeidet, benyttet vi to forskjellige verdsettingsmetoder. Vi fant to ulike verdiestimat som videre ble konvergere mot samme verdiestimat. Usikkerheten rundt egenkapitalverdien ble så analysert gjennom en Monte Carlo simulering og sensitivitetsanalyser.

Vårt endelige verdiestimat vektet etter fundamental- og komparativ verdsettelse er beregnet til 120,88 NOK. Den faktiske kursen den 31.12.2014 var 50,75 NOK, og vår anbefaling er kjøp. Anbefalingen relaterer seg til at aksjemarkedet etter vår mening har overreagert som følge av det kraftige oljeprisfallet. Dette mener vi har skapt negativ og nervøs «stemning» på børsen til oljerelatert næring og at børsen priser inn en konkursrisiko vi ikke anser å være til stede. Vi mener derfor vår verddivurdering fanger opp langsiktige verdier i Farstad som børsverdien ikke reflekterer. Aksjen vurderes dermed kraftig «underpriset» og vi anbefaler kjøp.

Forord

Masterutredningen markerer avslutningen på en toårig mastergrad i økonomi og administrasjon ved Norges Handelshøyskole. Vi har begge fordypning i økonomisk styring, og støtteprofil i henholdsvis strategi og utveksling ved «The University of Western Australia»

Ved å velge strategisk regnskapsanalyse og verdivurdering som tema for vår utredning har vi fått benytte kunnskap på tvers av mange ulike fagområder. Som følge av tidligere bekjentskap om Farstad Shipping ASA fra faget ENE – Shipping and Offshore Markets, ble selskapet et naturlig valg. Masterutredningens fremgangsmåte er hovedsakelig basert på rammeverket fra masterkurset BUS440 - Regnskapsanalyse og verdivurdering. I tillegg til BUS440 har vi hatt stor nytte av BUS402 – Finansregnskap og BUS420 – Strategisk økonomistyring fra hovedprofilen. Fag innen strategi og markedsføring har også vært nyttige, spesielt innenfor strategisk analysedelen i oppgaven. Det har vært verdifullt å få innblikk i hvordan strategisk analyse og regnskapsanalyse henger sammen i praksis. Samtidig har det vært spennende og lærerikt å fokusere på offshorebransjen, spesielt som følge av utviklingen det siste året.

Masterutredningen har krevd veldig mye tid og arbeid, og følgende har det vært nødvendig å sette en grense for hva vi kan inkludere. Selv om utredningen baseres på ekstern informasjon og tar visse avgrensninger, mener vi den bygger på tilstrekkelig informasjonsmengde og kvalitet.

Vi vil rette en stor takk til veileder Kjell Henry Knivsflå for alle innspill, konstruktive tilbakemeldinger og nyttige forelesningsplansjer.

Bergen, juni 2015

Daniel Leirvik & Mads Goksøyr Sævik

Innhold

<i>Farstad Shipping ASA</i>	1
Sammendrag	2
1 Innledning.....	9
1.1 Formål	9
1.2 Bakgrunn og motivasjon	9
1.3 Avgrensing	10
1.4 Struktur.....	11
2. Presentasjon av Farstad Shipping og offshorebransjen.....	12
2.1 Farstad Shipping.....	12
2.1.1 Historie	12
2.1.2 Flåten	13
2.1.3 Farstads posisjon i markedene.....	13
2.1.4 Aksjekurs.....	14
2.2 Offshorebransjen	15
2.2.1 Fartøyene i offshorebransjen	16
2.2.2 Markedene	19
2.2.3 Bransjeutsikter og Makroforhold	21
2.3 Fastsettelse av bransjeutvalg	30
2.3.1 Sammenlignbare selskap	30
2.3.2 Likheter og ulikheter	32
3. Valg av verdsettelsesteknikk	35
3.1 Oversikt: Metoder for verdivurdering	35
3.1.1 Fundamental verdsettelse	35
3.1.2 Komparativ verdsettelse	36
3.1.3 Opsjonsbasert verdivurdering	36
3.2 Valg av hovedteknikk.....	36

3.3	Rammeverk for fundamental verdivurdering	38
4)	Strategisk analyse.....	39
4.1	Rammeverk for strategisk analyse	39
4.2	Ekstern Analyse.....	39
4.2.1	Makroforhold - PESTEL	39
4.2.2	Ekstern bransjeorientert analyse – Porters fem krefter	44
4.3	Intern ressursorientert analyse.....	50
4.3.1	Flåten	51
4.3.2	Lokaliseringen	51
4.3.3	Human kapital	52
4.3.4	Omdømme og merkenavn	52
4.3.5	Finansiell styrke	52
4.3.6	Oppsummering av VRIO	53
4.4	Oppsummering - strategisk fordel og risiko.....	54
4.5	Strategisk innsikt til fremtidsregnskap	55
5.0	Regnskapsanalyse.....	57
5.1	Rammeverk og praktiske valg.....	57
5.1.1	Valg av analysenivå.....	58
5.1.2	Valg av analyseperiode	58
5.1.3	Valg av komparative selskap.....	58
5.2	Presentasjon av rapporterte tall	59
5.3	Omgruppering for investororientert analyse	61
5.3.1	Omgruppering av resultatregnskapet	61
5.3.2	Omgruppering av balansen.....	66
5.4	Analyse av målefeil og justering	68
5.4.1	Operasjonell leie.....	69
5.5	Omgruppert resultatregnskap og balanse	70

5.6 Rammeverk for forholdstallanalyse	71
6. Analyse av risiko	71
6.1 Analyse av kortsiktig risiko.....	72
6.1.1 Analyse av likviditet.....	72
6.1.2 Analyse av finansiell gjeldsdekningsgrad	74
6.1.3 Analyse av rentedekningsgrad.....	75
6.1.4 Analyse av kontantstrøm	76
6.1.5 Oppsummering av kortsiktig risikoanalyse	76
6.2 Analyse av langsiktig risiko – soliditetsanalyse.....	76
6.2.1 Egenkapitalandel	77
6.2.2 Netto driftsrentabilitet	78
6.2.3 Statisk finansieringsmatrise.....	79
6.2.4 Oppsummering soliditetsanalyse.....	80
6.3 Oppsummering risikoanalyse	80
7. Avkastningskrav	81
7.1 Kapitalverdimodellen	81
7.1.1 Risikofri rente.....	81
7.1.2 Markedspremie.....	82
7.1.3 Egenkapitalbeta	82
7.1.4 Illikviditetspremie	84
7.2 Historisk avkastningskrav	84
7.2.1 Netto finansiell gjeldsbeta	85
7.2.2 Beta til netto driftskapital og egenkapital	86
7.3 Krav til egenkapital og netto finansiell gjeld	87
7.4 Krav til netto driftskapital	88
8. Lønnsomhetsanalyse – strategisk fordel	89
8.1 Superrentabilitet til egenkapitalen – strategisk fordel	90

8.2 Strategisk fordel = driftsfordel + finansieringsfordel.....	91
8.3 Driftsfordel – bransje, ressurs og gearing	91
8.3.1 Bransjefordel	92
8.3.2 Ressursfordel.....	93
8.3.3 Gearingfordel i drift	96
8.4 Finansieringsfordel.....	97
8.5 Oppsummering – Historisk superrentabilitet	99
9. Fremtidsregnskap	100
9.1 Rammeverk for fremtidsregnskap	100
9.2 Valg av horisont og detaljnivå	100
9.3 Analyse og budsjettering av driftsinntektsvekst.....	101
9.4 Andre budsjett drivere	102
9.5 Fremtidsregnskap, balanse og fri kontantstrøm	107
9.6 Analyse av fremtidsregnskapet	108
10. Fremtidskrav og strategisk fordel.....	110
10.1 Beregningene av fremtidskrav	110
10.1.1 Krav til egenkapital og netto finansiell gjeld	110
10.1.2 Krav til netto driftskapital – WACC	113
10.2 Analyse av fremtidig strategisk fordel	115
10.2.1 Fremtidig strategisk fordel, ekr - ekk	115
10.2.2 Strategisk fordel i drift, ndr - ndk.....	116
10.2.3 Oppsummering av fremtidig strategisk fordel	117
11. Fundamental verdsetting	118
11.1 Oversikt over metoder og modeller.....	119
11.2 Egenkapitalmetode; FKE og SPE	119
11.2.1 Fri kontantstrøm til egenkapital-modellen:	119
11.2.2 Superprofitt til egenkapital modellen:.....	120

11.3 Selskapskapitalmetode; FKD & SPD.....	121
11.3.1 Fri kontantstrøm fra drift modellen:	121
11.3.2 Superprofitt fra drift modellen:	122
11.4 Første estimat og konvergens mot endelig	123
11.4.1 Pris/Bok forholdet	124
11.5 Usikkerhet: sensitivitet, simulering og konkurs	125
11.5.1 Simulering	125
11.5.2 Sensitivetsanalyse	128
11.5.3 Oppsummering - analyse av usikkerhet	129
11.5.4 Justering av verdiestimat for konkursrisiko	130
12. Supplerende verdivurdering	131
12.1 Komparativ verdivurdering	131
12.1.1 Pris/Bok.....	132
12.1.2 Pris/Fortjeneste.....	132
12.1.3 Enterprise Value/EBITDA & Enterprise Value/ Salg.....	133
12.2 Endelig verdiestimat.....	134
13. Avslutning	135
13.1 Oppsummering	135
13.2 Konklusjon og handlingsstrategi	138
13.2.1 Avvik i verdiestimat	138
13.2.2 Handlingsstrategi.....	141
13.3 Avsluttende kommentarer	145
14. Bibliografi	146
15 Figuroversikt	156
16 Tabelloversikt.....	159

1 Innledning

I dette kapitlet presenterer vi formålet med utredningen, samt bakgrunn og motivasjon for valg av tema. Deretter gjør vi kort rede for oppgavens avgrensninger og dens videre struktur.

1.1 Formål

Formålet med utredningen er å beregne verdien av Farstad Shippings egenkapital per 31.12.2014, og således den tilhørende aksjekursen. Videre vil vi sammenligne vårt verdiestimat opp mot børskursen, og ta for oss mulige årsaker til eventuelle avvik. Deretter vil vi vurdere om aksjen synes å være over- eller underpriset og komme med en anbefaling til handlingsstrategi. Det er imidlertid forventet at det er knyttet stor usikkerhet til verdiestimatet vi kommer frem til. Vi vil derfor være kritiske til verdiestimatet vårt, og usikkerheten vil analyseres.

1.2 Bakgrunn og motivasjon

Vi har valgt å skrive vår masterutredning innen strategisk regnskapsanalyse og verddivurdering. Valget baseres på vår interesse for de fagområdene som inngår i en slik oppgave og hvordan de henger sammen. Vi vil dermed få anledning til å anvende kunnskap og gå i dybden innenfor de områdene vi har funnet mest interessante i løpet av vår studietid. Den strategiske regnskapsanalysen og verddivurderingen vil gjennomføres av Farstad Shipping ASA, heretter omtalt som Farstad. Den norske offshorebransjen er en spennende bransje vi ønsker å lære mer om. I tillegg til at bransjen er en del av den viktige maritime næringen i Norge, har den hatt en oppsiktsvekkende utvikling det siste året. Ifølge Dagens Næringsliv (2015a) har verdien av de ni børsnoterte offshorerederiene i Norge falt med 12,5 milliarder kroner siden januar i fjor. Farstad er et av de seks største offshoreservice rederiene i segmentet for store og mellomstore serviceskip i verden (Farstad Shipping ASA, 2014b). Per 15.01.2015 er Farstad et av de to selskapene i bransjen som er hardest rammet på Oslo-børs siden januar 2014 med en kursnedgang på 69 % (Dagens Næringsliv, 2015a). Vi er klar over utfordringen ved å verdsette et selskap som har hatt en slik utvikling, og tilhører en bransje som for tiden preges av stor usikkerhet. Som følge av vår interesse for bransjen og den seneste tids utvikling velger vi Farstad Shipping og offshorebransjen som fokus for utredningen.

1.3 Avgrensning

Utredningen inneholder begrensninger i form av tid og informasjonsmengde, noe som kan medføre svakheter.

Oppgaven begrenses til ekstern informasjon, kjent som ekstern investors synsvinkel. Dette kan føre til begrenset innsikt i flere faktorer som kan være betydningsfulle for verdivurderingen. Ettersom første kvartalsrapport for 2015 ikke ble tilgjengelig før 12.05 har vi ikke utført "trailing". Dette betyr at regnskapsanalysen og verdsettelsen ikke er basert på helt oppdaterte tall. Den strategiske analysen er basert på markedsinformasjon per 30.03.2015. Etter denne datoen har vi ikke gått tilbake og oppdatert den strategiske analysen for ny markedsinformasjon.

Verdsettelsen er videre gjort på konsernnivå. Dette innebærer at vi ikke analyserer forskjellige virksomhetsområder hver for seg. Det kan imidlertid argumenteres at Farstad kun driver innenfor et virksomhetsområde, og analyse på konsernnivå anses som hensiktsmessig.

Vi har valgt en analyseperiode på 6 år. Perioden kunne potensielt vært lenger for å fått en bedre likevekt av konjunkturer over perioden. Dette hadde imidlertid vært enda mer tidkrevende, og vi mener en analyseperiode på 6 år er tilstrekkelig.

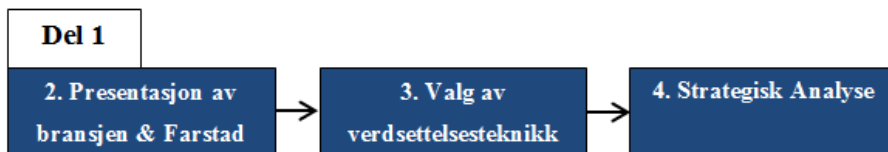
Komparative selskap er begrenset til norske børsnoterte selskaper. Det kunne potensielt vært mulig å finne selskap med flere likhetstrekk enn de som inngår i vårt bransjeutvalg. I tillegg er det flere norske selskaper som ikke er børsnotert, som kunne vært gode alternativ. Vi mener imidlertid de valgte komparative selskapene viser tilfredsstillende likhetstrekk med Farstad, og utgjør et godt sammenligningsgrunnlag.

Vi identifiserte målefeil i Farstads regnskaper knyttet til operasjonell leie. Målefeilen ble justert for i Farstads omgrupperte regnskaper. Imidlertid vurderte vi kostnaden ved å justere målefeil for fire selskaper som større enn nytten. Å justere målefeil for ytterligere tre selskaper vurderte vi til å være for tidkrevende. Vi valgte videre å ikke benytte oss av justeringen av Farstads målefeil, da dette ville gi et dårligere sammenligningsgrunnlag.

Ved analyse av omløpsfordelen valgte vi å ikke gå inn på videre dekomponering ved identifisering av arpu- og effektivitetsfordel. Vurderingen ble tatt som følge av mangel på nødvendig informasjon, i tillegg til tidsbegrensninger.

1.4 Struktur

Utredningen deles videre opp i tre hoveddeler. Del 1 tar for seg kapitlene 2 til 4, hvor Farstad og offshorebransjen blir presentert i kapittel 2, før valg av verdsettelsesteknikk blir gjort rede for i kapittel 3. Ettersom vi har valgt fundamental verdivurdering som hovedteknikk, baseres strukturen i utredningen videre på Penman (2013) sin prosess for fundamental analyse og på Knivsfå (2015a) sitt rammeverk for fundamental verdivurdering. I kapittel 4 utføres en strategisk analyse, både internt av Farstad og eksternt av bransjen, som vil gi strategisk innsikt i underliggende økonomiske forhold.



Figur 1.1- Struktur del 1

I del 2 utføres en regnskapsanalyse i kapittel 5-8 av Farstads finansregnskap. Først omgrupperes regnskapet og justeres for eventuelle målefeil. Deretter vil vi utføre en analyse av Farstads risiko. Avslutningsvis vil historisk avkastningskrav beregnes og den historiske lønnsomheten analyseres.



Figur 1.2 – Struktur del 2

Den strategiske analysen og regnskapsanalysen blir brukt til å utarbeide et fremtidsregnskap og fremtidskrav i kapittel 9-10, som igjen vil brukes i kapittel 11 til å finne et fundamentalt verdiesimat på bedriften. I kapittel 12 vil den fundamentale verdsettelsen bli supplert med en komparativ verdsettelse. Kapitlene 9 til 12 utgjør sammen del 3 av utredningen.



Figur 1.3 – Struktur del 3

Avslutningsvis vil det i kapittel 13 gis en oppsummering, konklusjon og forslag til handlingsstrategi basert på vårt endelige verdiesimat i forhold til Farstad Shippings børsverdi 31.12.2014.

2. Presentasjon av Farstad Shipping og offshorebransjen

Fakta og informasjon som presenteres her vil videre brukes i den strategiske analysen av selskapet. Vi presenterer først en oversikt over Farstads historie, før nåværende flåte, markeder og aksjeutvikling blir presentert. Deretter introduserer vi bransjen, fartøyene og markedene, i tillegg til å ta for oss bransjeutsikter og viktige makroforhold. Til slutt identifiserer vi sammenlignbare selskaper og tar for oss likheter og ulikheter mellom Farstad og bransjeutvalget.

2.1 Farstad Shipping

2.1.1 Historie

Selskapet ble etablert i 1956 under navnet Sverre Farstad og CO. Selskapet opererte i Deep sea segmentet på 60-tallet, men solgte seg ut i begynnelsen av 70-tallet rett før oljekrisen. Dette medførte betydelig kapital til å investere i fire nye AHTS skip, slik de kunne gå inn i det nye og voksende markedet i Nordsjøen. Siden 1974 har Farstad altså operert i offshore-service bransjen. Fra de fire AHTS i 1974, har de i dag en flåte på hele 62 skip. De har i tillegg tre skip under bygging, som leveres i mars og juli i år, og et som leveres i 2017. Fra å operere bare i Nordsjøen i 1974, fikk de tilgang til Australske og Sør-Asiatiske farvann i 1997, som følge av en joint venture avtale med P&O i Australia. De inngikk også en joint venture avtale med Petroserv S.A. i Brasil i 1999. Farstad fikk 100 % eierskap til flåtene i henholdsvis Australia og Brasil i 2003 og 2011 (Farstad.com, 2015d).

Selskapet, som ble børsnotert i 1988 er i dag blant de seks største aktørene i verden innen store og mellomstore supplyskip. Farstad har i hovedsak konsentrert virksomheten i Nordvest-Europa, Brasil og Australia/Asia, hvor tilnærmet 63 % av den globale flåten opererer. Markedsandelen til Farstad i disse markedene målt i antall skip ligger på ca. 6 % (Farstad Shipping ASA, 2014b). Selskapet driver sine aktiviteter fra hovedkontoret i Ålesund, samt i Macaè, Rio de Janeiro, Singapore, Perth og Melbourne. På verdensbasis har Farstad tilnærmet 2200 ansatte på land og på sjø (Farstad.com, 2015d). Farstads forretningsstrategi er å "være en ledende leverandør av spesialiserte offshore tonnasje til den internasjonale olje- og gassindustrien." Selskapet har en langsiktig befraktningsprofil (Farstad Shipping ASA, 2015a, p. 4).

2.1.2 Flåten

Farstad sin flåte består av totalt 62 skip, hvor skipene deles inn i 32 AHTS, 26 PSV og 4 Subsea skip. De har også tre Subsea-skip under bygging. På grunn av dårlige tider i markedet i Nordsjøen har Farstad lagt 3 nyere AHTS i tillegg til et eldre PSV skip i midlertidig opplag. Kontraksdekkningen inklusive befrakters opsjoner for Farstad-flåten er tilnærmet 70 % for 2015, og 52 % for 2016 (Farstad Shipping ASA, 2015a). Driftsinntektene fordeler seg på de forskjellige segmentene med ca. 58 % fra AHTS-, 35 % PSV- og 7 % fra Subsea-segmentet (Farstad Shipping ASA, 2015b). Fakta om skipene og markedene blir presentert i kapittel 2.2.

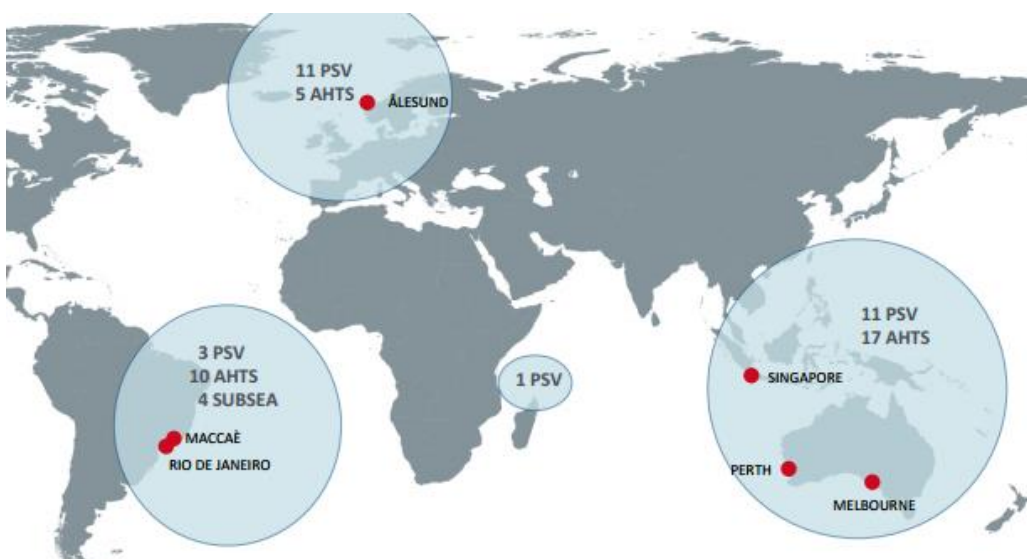
2.1.3 Farstads posisjon i markedene

2.1.3.1 Nordvest-Europa

Som vi ser av figur 2.6 i kapittel 2.2.2.1, var Farstad den 4 største aktøren i Nordvest-Europa i 2014. Skipene i dette markedet fordeles inn i 5 AHTS og 11 PSV. Farstads driftsinntekter har vært rundt 20 % fra Nordvest-Europa både i 2014 og de siste par årene (Farstad Shipping ASA, 2015b).

2.1.3.2 Brasil

Farstad har 17 av skipene sine i markedet i Brasil, og deles opp i 10 AHTS, 3 PSV og 4 Subsea-fartøy. De henter inn 32 % av driftsinntekten fra Brasilmarkedet og var en av de sju største aktørene i det Brasilianske markedet (Farstad Shipping ASA, 2015b). Spesielt innen AHTS har Farstad en sterk posisjon her, hvor de er den tredje største aktøren etter Mærsk og DOF, jmfør figur 2.7 i kapittel 2.2.2.2.



Figur 2.1. - Flåteoversikt. Kilde: (Farstad Shipping ASA, 2015b)

2.1.3.3 Australia/Asia

I det Australske/Asiatiske markedet har Farstad en betydelig posisjon med 16 AHTS, og 11 PSV. Med dette er Farstad den største aktøren innen begge segmentene. Farstad henter inn hele 44 % av driftsinntektene fra Australia/Asia, og dette er derfor et veldig viktig marked. Områdene de opererer i er utenfor Perth og Melbourne i Australia, hvor de har 22 skip, og utenfor Singapore, hvor de har 5 skip (Farstad Shipping ASA, 2015b).

2.1.4 Aksjekurs

Per 31.12.2014 var utestående aksjer i Farstad Shipping ASA 39 millioner, hvor Tyrholm & Farstad AS var den klart største aksjonæren med 40,5 % (Farstad Shipping ASA, 2015b). Figuren nedenfor viser utviklingen til Farstadaksjen de siste fem årene:

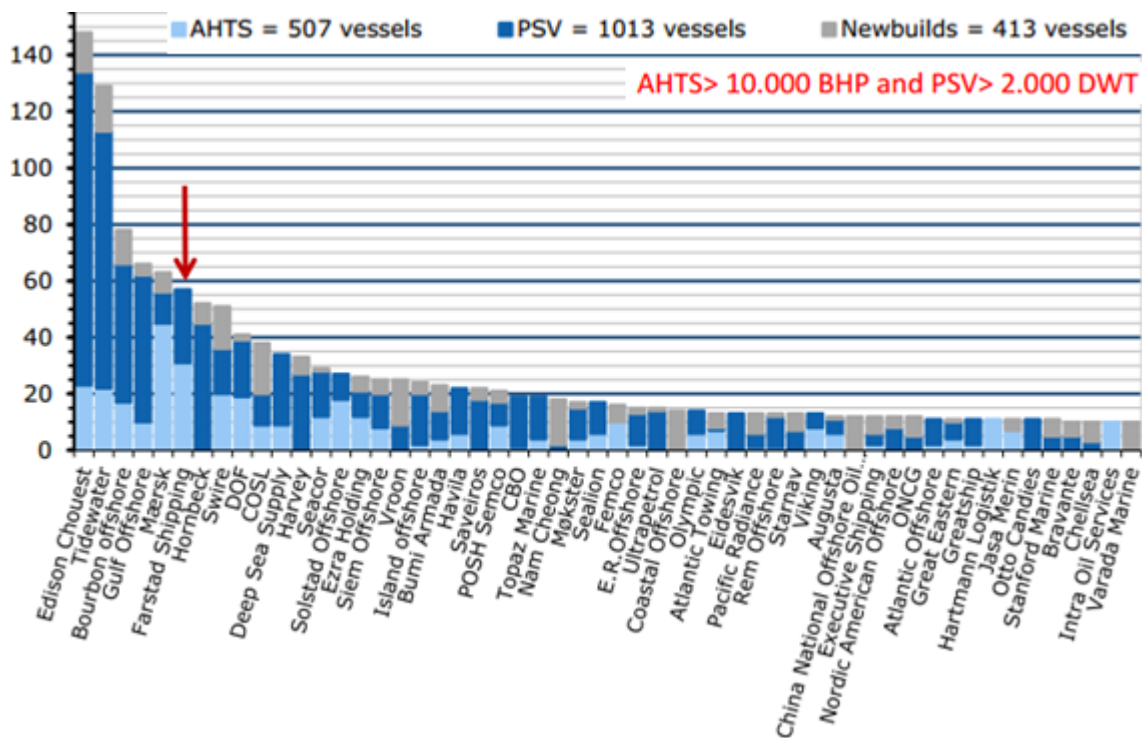


Figur 2.2 – Aksjekurs utvikling Farstad Shipping ASA. Kilde: (Oslo Børs.no, 2015a).

Som vi ser av figuren har aksjeverdien til Farstad Shipping vært relativt stabil de siste fem årene, men falt dramatisk siste halvdel av 2014. Oljeprisfallet har ført til et kursras for offshorerederiene, og Farstad er blant dem som er hardest rammet (Dagens Næringsliv, 2015a). Farstad Shipping avsluttet året 2014 med en aksjekurs på 50,75. Fallet fra en aksjekurs på 133 i starten av 2014 tilsvarer en kursreduksjon på ca. 62 %.

2.2 Offshorebransjen

Ifølge Maritimt Forum (2014, p. 29) omtales et rederi som “eiere og operatører av skip og andre flytende innretninger, som rigger, flytende produksjonsskip, floteller og lektere”. Videre deles rederiene opp i undergruppene: Deepsea, Nærskipsfart, Offshore og Boring og produksjon. Et offshorerederi eier og opererer seismikkfartøy, ankerhåndteringsfartøy, forsyningskip, konstruksjonsfartøy i tillegg til andre offshorerelaterte spesialskip og undervannsentreprenører (Maritimt Forum, 2014). Vi fokuserer på rederier av offshore serviceskip, som bistår offshore oljeinstallasjoner med driften. Farstad (2014b) omtaler bransjen som offshore-service bransjen, innen segmentet store og mellomstore serviceskip. Farstad og mange av rederiene innen offshore-service bransjen har også en andel av flåten sin innen offshore segmentet som omtales av rederiforbundet som undervannsentreprenører. Fra nå av vil vi referere til bare AHTS og PSV når vi snakker om offshore-service bransjen, og til offshorebransjen når vi omtaler AHTS, PSV og SUBSEA. Seismikk segmentet innen offshore, ser vi bort ifra. Nedenfor presenteres en oversikt over de største aktørene for store og mellomstore offshore-supply-skip på verdensbasis (Farstad Shipping ASA, 2015b, p. 35).



Figur 2.3 – De største offshore-service aktørene i verden.

2.2.1 Fartøyene i offshorebransjen

2.2.1.1 AHTS

AHTS kommer fra det engelske uttrykket “Anchor Handling Tug & Supply Vessels”, og er på norsk kjent som et Ankerhåndteringsskip. Oppgaven til et ankerhåndteringsskip er å taue og forankre oljeriggene, i tillegg til å forsyne dem. Et ankerhåndteringsskip er utrustet med vinsjer for ankerhåndteringsoperasjoner og tauing av riggene, og skiller seg fra PSV som ikke har dette. Maskinene ombord er spesialdesignet og tilpasset de operasjonene ankerhåndtereren skal gjennomføre. Hekken på skipene er åpen, slik at skipet kan trekke ankerene om bord (Norges Rederiforbund, 2014b).



Et ankerhåndteringsskip klassifiseres etter samlet motoreffekt, kjent som BHP (Brake horsepower). For at et AHTS skal høre til under segmentet for store og mellomstore supplyskip må skipet ha over 10 000 BHP. Andre egenskaper med skipene som blant annet alder på skipet og trekraften, kan være viktig for hvilke kontrakter man får (Institute of chartered shipbrokers, 2011). Noen AHTS utstyres også med ROV, som er en fjernstyrt undervannsrobot som kan gjøre operasjoner på store dyp (Norges Rederiforbund, 2014b). På verdensbasis finnes det per januar 2015, 507 AHTS-fartøy i tillegg til 85 nybygg i markedet Farstad opererer i. Veksten i verdensflåten for AHTS ble mye lavere enn forventet i året som gikk, men det forventes at den vil øke betydelig i løpet av 2015. Farstad er sammen med Mærsk de to største aktørene innen AHTS på verdensbasis (Farstad Shipping ASA, 2015b).

2.2.1.2 PSV

Formålet med et plattformforsyningsskip (PSV) er å forsyne oljeplattformer og andre offshorekonstruksjoner. Skipet er spesialdesignet for dette, hvor hovedoppgavene er å frakte personell



og gods. I tillegg kan et PSV ta med seg diverse utstyr og kjemikalier for resirkulering på vei tilbake (Norges Rederiforbund, 2014b). For at et PSV skal høre til i segmentet for store og mellomstore supply-skip må det tåle over 2000 DWT. Størrelsen og styrken på dekk, og hvor stort trykket er i pumpene, er også viktige kriterium for et PSV. I tillegg kan man skille skipene i forhold til hvor avanserte dynamisk posisjoneringssystem skipet har. Et slikt system gjør at skipene kan ligge stille i sjøen for å levere og laste, selv om det er dårlig vær og store bølger (Institute of chartered shipbrokers, 2011).

På verdensbasis finnes det per januar 2015, 1013 PSV, i tillegg til 328 nybygg i Farstad sitt marked. Vekten i verdensflåten for PSV ble lavere enn forventet i året som gikk, men det forventes at PSV-flåten vil øke mye i løpet av 2015. De største aktørene er Edison Chouest, Tidewater og Bourbon. Farstad er blant de 7-8 selskapene med størst PSV flåte (Farstad Shipping ASA, 2015b).

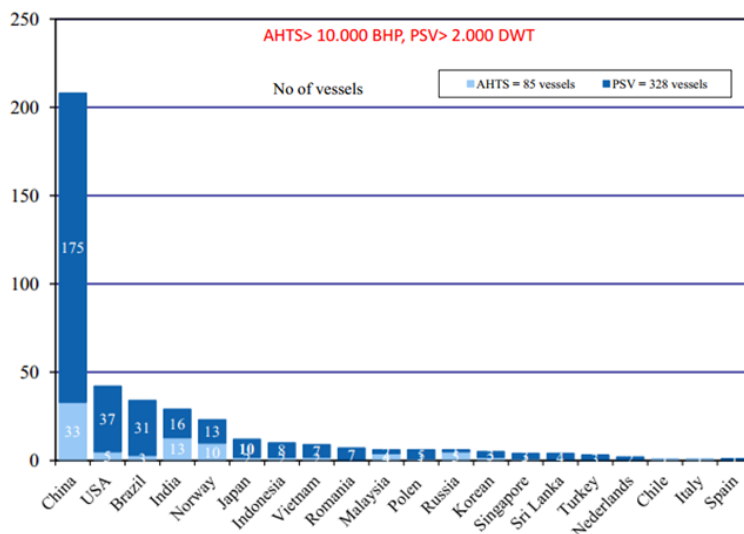
2.2.1.3 SUBSEA

Skip som er spesialdesignet for undervannsoperasjoner kalles SUBSEA-skip. Primæroppgavene til slike skip er installasjon, vedlikehold og reparasjon (IMR) av undervannsinstallasjoner brukt i olje- og gassproduksjon. Vanligvis utstyres også et SUBSEA-skip med fjernstyrte undervannsroboter (ROV). Skipene er generelt større, mer spesialiserte og mye dyrere sammenlignet med offshore-serviceskip (Norges Rederiforbund, 2014b).



Ifølge Maritimt Forum (2014) og Farstad (2014b) forventes en økning i aktiviteten i dypere vann, og behovet for Subsea-tjenester vil derfor øke. Prosjektene vil bli større og mer krevende, og kravene til skipene og utstyret vil også øke. Ifølge Farstads virksomhetsrapport (2014b) finnes det over 5000 Subsea-brønner på verdensbasis, som skal inspiseres og vedlikeholdes. Antallet skip innen Subsea-segmentet befinner seg på ca. 200 skip på verdensbasis, mens bare 100 av skipene er inn mot inspeksjon, vedlikehold og reparasjon (IMR) markedet.

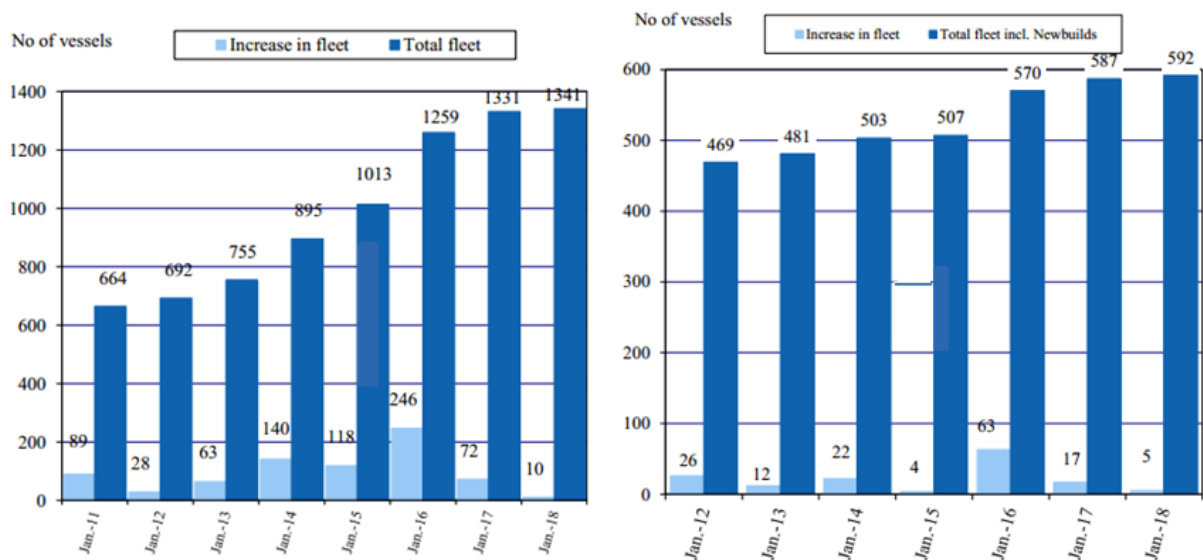
2.2.1.4 Nybygg aktivitet og flåtevekst



Figur 2.4 – Nybygg for AHTS og PSV (januar, 2015). Kilde: (Farstad Shipping ASA, 2015b)

Som vi ser av figur 2.4 foregår mesteparten av nybyggaktiviteten i Kina, hvor det bygges spesielt mange PSV. Fordelingen innen nybygg av AHTS er ikke like Kina-dominert. Her bygger også Norge og India en betydelig andel. For Subsea-segmentet bygges mesteparten av verdens Subsea-flåte i Norge. I 2014 skulle hele 23 Subsea-fartøy bygges i Norge, mens Kina og Nederland skulle bygge 9 hver (Farstad Shipping ASA, 2014a).

De siste 10 årene har det vært en tredobling innen markedet for store og mellomstore AHTS og PSV, som i 2014 besto av 1398 skip totalt. Den største veksten har funnet sted utenfor Nordvest-Europa. Andelen AHTS og PSV i Nordvest-Europa var i 2014 på henholdsvis 14 og 27 prosent av verdensflåten, sammenlignet med 23 og 36 prosent for 10 år siden. Antall skip i ordre ved årsskiftet 2014/2015 var 85 AHTS og 328 PSV. Som man kan se av figuren under forventes det videre vekst i både AHTS og PSV segmentet også i årene som kommer (Farstad Shipping ASA, 2015b). Ved inngangen av 2014 var det 64 subseaskip i ordreboken, noe som også tyder på betydelig vekst i dette segmentet (Farstad Shipping ASA, 2014b).



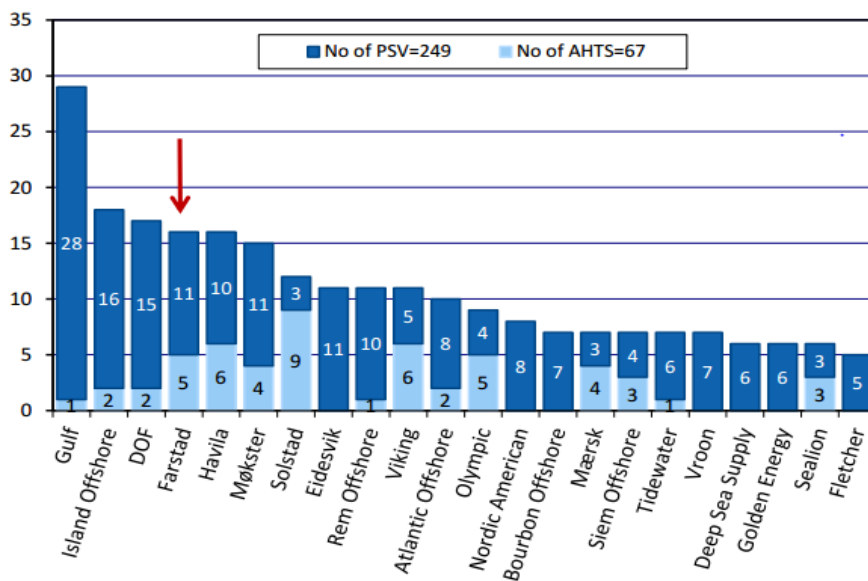
Figur 2.5 – Vekst i verdensflåten for AHTS og PSV. Kilde: (Farstad Shipping ASA, 2014b)

2.2.2 Markedene

I offshoreservice bransjen finnes det i dag 220 aktører på verdensbasis, mot bare 59 aktører i 2004 (Farstad Shipping ASA, 2015b). Siden utredningen omhandler Farstad, fokuserer vi utelukkende på markedene de opererer i. Farstad konsentrerer sin virksomhet til markedene i Nordvest-Europa, Brasil og Australia/Asia.

2.2.2.1 Nordvest-Europa

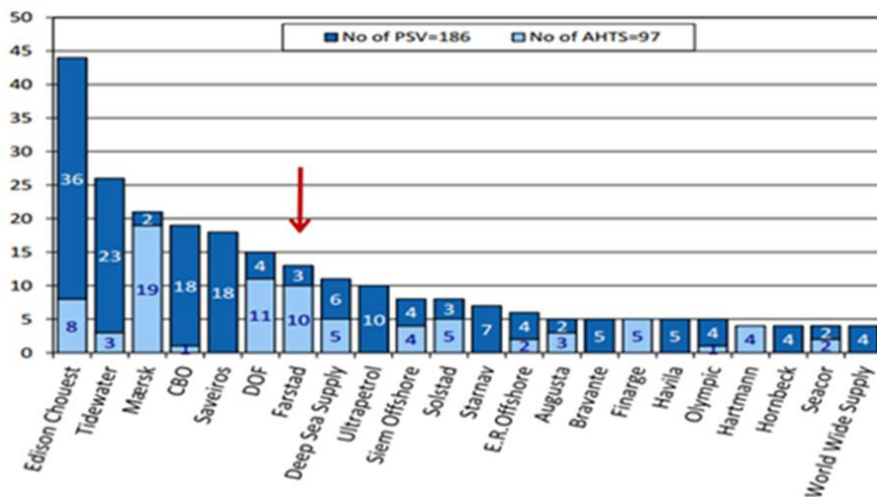
De største aktørene, og deres flåter innen AHTS og PSV presenteres under. Det finnes totalt 316 skip, som fordeler seg på 51 aktører i markedet (Farstad Shipping ASA, 2015b). De fem største kundene i markedet på Norsk side i Nordsjøen er Statoil (50,4 %), ConocoPhillips (6,5 %), BP Norge(4,3 %), Talisman North Sea (4,3 %) og Total E&P Norge (3,6 %). Det finnes totalt 22 kunder i markedet (Offshore.no, 2015a). For hele Nordsjø-området har Statoil størst markedsandel med 14 %, BP plc med 8 %, Peterson med 5 % og ConocoPhillips og Shell med 4 % hver. De resterende 65 % av markedet fordeles mellom aktører med mindre markedsandeler (Clarkson Capital Markets, 2012).



Figur 2.6 – Aktørene i Nordvest-Europa

2.2.2.2 Brasil

Det finnes totalt 283 skip i markedet i Brasil, som fordeler seg ut på 46 aktører. I tillegg finnes det også mange Subsea-fartøy i markedet i Brasil (Farstad Shipping ASA, 2015b). Figuren under viser fordelingen av offshoreservice-skip for brasilmarkedet i 2014. De 2 største kundene i markedet er Petrobras (64 %) og Pemex (17 %), og videre deles markedet opp i flere selskaper med mindre andeler (Clarkson Capital Markets, 2012).

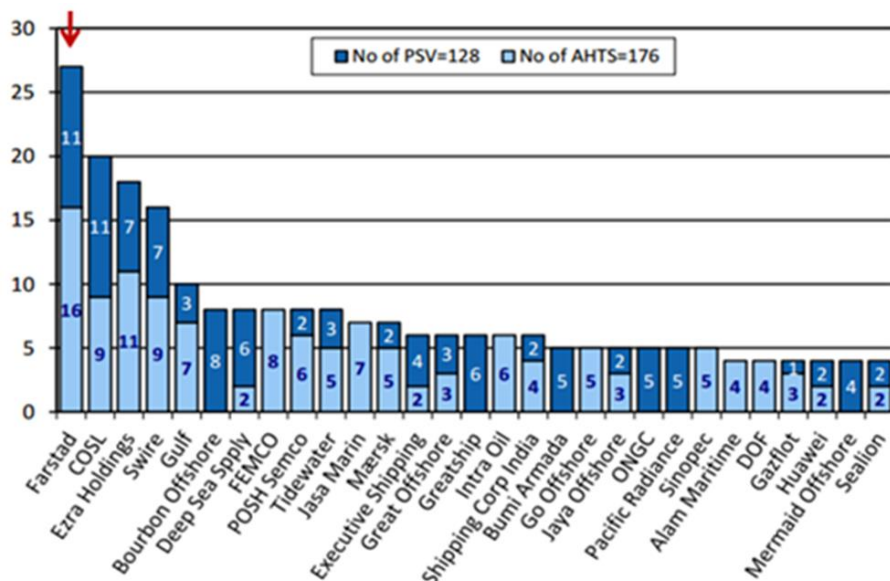


Figur 2.7 - Aktørene i Brasil

En viktig hendelse i Brasil markedet er den nylige korrupsjon skandalen i Petrobras. Det er usikkert hvordan dette vil påvirke rederiene, men det forventes at det vil påvirke kontraktsforhandlingene i markedet. I en artikkel fra SMP (Sunnsmørsposten, 2015) diskuteres det om den nye ledelsen i Petrobras vil sette en høyere standard til HMS og moral. Dette kan komme norske selskaper til gode, fordi de ofte oppfyller disse kravene og er solide.

2.2.2.3 Australia/Asia

Det finnes totalt 72 aktører på markedet i Australia/Asia, med tilsammen 304 skip. Nedenfor vises oversikten over aktørene (Farstad Shipping ASA, 2015b). De 2 største kundene i Australia/Asia markedet totalt sett er CNOOC med 14 %, og Petronas med 9 %, de resterende andelene deles mellom mange andre selskaper (Clarkson Capital Markets, 2012).



Figur 2.8 - Aktørene i Australia/Asia

2.2.3 Bransjeutsikter og Makroforhold

I henhold til Rederiforbundet (2014a) er skipsfart en global næring som vil svinge i takt med flere faktorer, blant dem: verdensøkonomien, demografisk utvikling, fjerne og nære markeder, teknologisk utvikling og endrede rammevilkår. For offshorerederier vil etterspørselen etter deres tjenester først og fremst påvirkes av aktivitetsnivået til oljeselskapene som produserer olje og gass (Farstad Shipping ASA, 2014b). Som følge av det kraftige fallet i oljeprisen fra juni 2014 til inngangen av 2015 er det større usikkerhet i det fremtidige markedet for offshore næringen. Prisfallet har hatt stor innvirkning på oljeselskapenes budsjetterte investeringer. Bransjeutsiktene vil vi komme tilbake til under diskusjon og analyse av makroforhold i kapittel 4.2.1.

2.2.3.1 Nasjonal maritim politikk

I sunnvolden-plattformen (2013a) påpeker regjeringen at Norge har en stolt historie innen sjøfart, og at den maritime næringen skaper arbeidsplasser over hele landet og grunnlag for et mangfold av bedrifter. Regjeringen (2013a) mener at Norge må være på nivå med rammevilkårene i EU for å beholde den maritime kompetansen i Norge. Derfor ønsker regjeringen blant annet å styrke den maritime utdanningen, og vil legge frem tiltak for å realisere dette. Videre vil regjeringen (2013a) beholde rederibeskatningen og lovfeste nettolønnsordningen for å sikre forutsigbarhet og relativt like konkurransevilkår som andre land i Europa.

Nettolønnsordningen er en ordning som kun har vært fastslått ved årlige budsjettvedtak. Denne ordningen gir visse skip i petroleumsnæringen refundering av innbetalt arbeidsgiveravgift og forskuddstrekk mot at en viss andel av ansatte på skipet er fra Norge (Maritimt Forum, 2012). Hensikten er ifølge Maritime.no (2014) at "tilskuddet skal sikre norsk maritim kompetanse og rekruttering av norske sjøfolk, og i tillegg bidra til at norske rederier gis konkurransedyktige rammevilkår i forhold til vilkårene i andre land". En lovfesting av nettolønnsordningen vil føre til en mer legitim ordning og forutsigbarhet, hvor ordningen ikke blir gjenstand for årlig diskusjon (Maritimt Forum, 2012). Nettolønnsordningen har også vært kritisert som følge av at den begrenses av et tak per ansatt som ikke har blitt justert for inflasjon siden 2008. Regjeringen foreslår en prisjustering av taket til nettolønnsordningen i forhold til prisveksten i 2015 (Stortinget, 2014).

Ved statsbudsjettet som ble lagt frem for 2015 ble det foreslått redusert formueskatt (Regjeringen, 2014). Formueskatten har vært gjenstand for kritikk blant den maritime næringen. Norges Rederiforbund (2013) mener formueskatten stimulerer til utenlandsk og offentlig eierskap av norske bedrifter, som videre vil redusere verdiskapning, innovasjon og privat norsk eierskap i bransjen. Ifølge dem er en nedtrapping av formueskatten et steg i riktig retning.

2.2.3.2 Nasjonal olje & energi politikk

Regjeringen ønsker å ivareta fellesskapets interesser gjennom konsesjonsbestemmelser og skatteregler. For petroleumsnæringen ønsker regjeringen å holde et høyt tempo ved tildeling av nye områder, og ved tildeling i forhåndsdefinerte områder. De vil også legge til rette for økt bruk av gass, og styrke forskning inn mot petroleum. Når det gjelder skatteregler, vil de sikre næringen med forutsigbare og langsiktige skatte- og avgiftsregler (Regjeringen, 2013a).

2.2.3.3 Internasjonal politikk

Historisk sett har maritim næring vært en katalysator for velstand og økonomisk utvikling i Europa. Også i dag er maritim næring en viktig kilde til arbeid og lønn i den Europeiske økonomien (European Commission, 2013). EUs maritime strategi frem til 2018 er å tilby kostnadseffektive maritime transport tjenester, oppnå langsiktig konkurranseevne i det Europeiske shippingmarkedet og styrke den maritime næringens evne til å fortsette å skape verdier og sysselsetting i EU (European Commission, 2012).

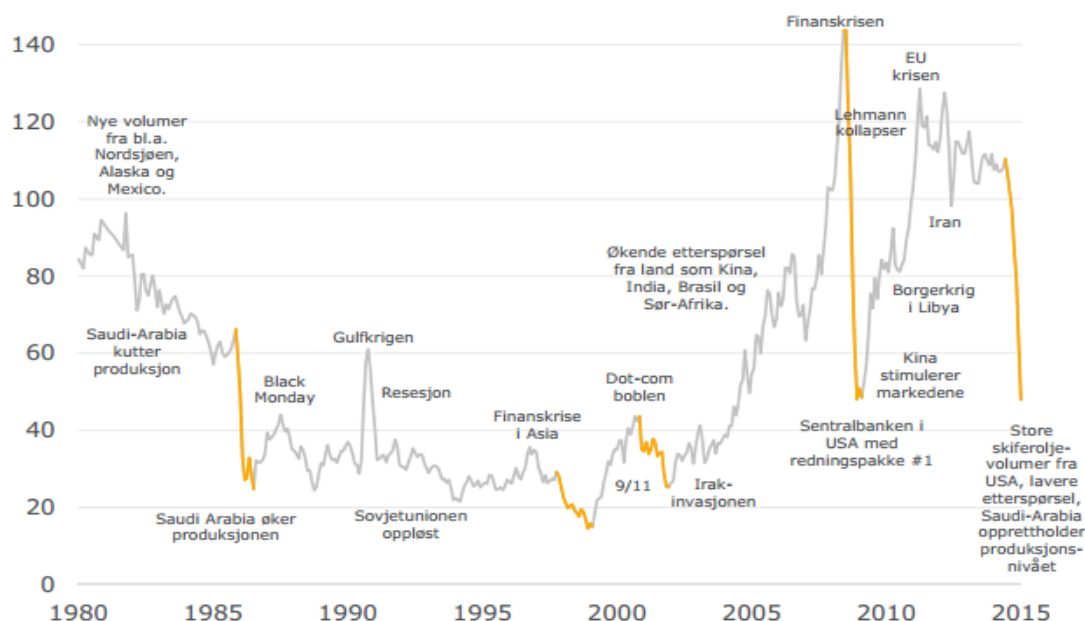
Som følge av situasjonen mellom Russland og Ukraina, har EU i 2014 tatt ut sanksjoner mot Russland, og Russland har på sin side satt inn mot-sanksjoner. Dette har store økonomiske konsekvenser for Norge som blir rammet både i fiskeri, energi, dypvannsboring og for utviklingen i Nordområdene (Dagens Næringsliv, 2015e). Det har også ført til at Norske skip har blitt sendt hjem fra oppdrag i Russland, noe som fører til overkapasitet i Nordsjøen. Letingen etter olje i det arktiske havet på russisk sokkel er skrinlagt, og det forventes ikke at det vil bli noen Europeiske eller amerikanske rigger her i årene som kommer (Maritime.no, 2014b).

Ifølge Norges Rederiforbund (2014b) er det alltid utfordrende å etablere seg i ukjente markeder, da man må forholde seg til andre land sine regelverker, og må takle andre kulturer enn man er vant med. Brasil er et marked norske offshorerederier har opplevd som vanskelig å takle, da det stilles strenge krav om å bruke lokalt mannskap fra Brasil. I Brasil er

det et lavt utdanningsnivå, som gjerne ikke tilfredsstillende de norske rederienes krav. Norges Rederiforbund (2014b) omtaler reglene i det brasilianske markedet som proteksjonistisk.

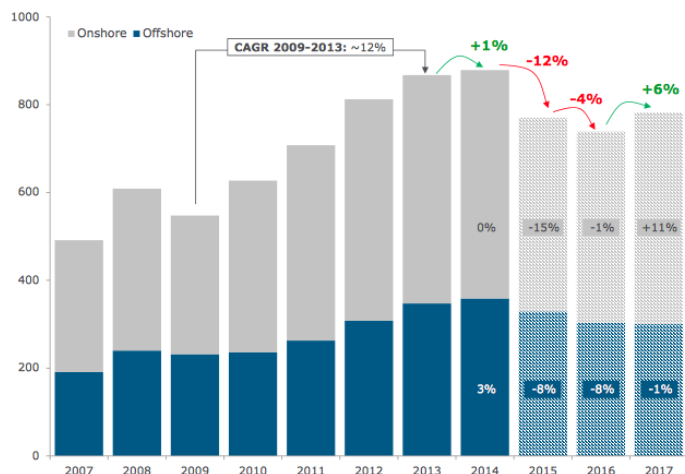
2.2.3.4 Oljepris

Ifølge resultatene av Ringlund et al., (2008) sin studie vil alle markeder, i det minste på lang sikt, oppleve en økt aktivitet på oljerigger ved styrket oljepris. Økt aktivitet på oljerigger vil bety økende bruk av offshorefartøy, dermed vil offshorebransjen også påvirkes av oljeprisen. Dette er også noe som støttes av Kavussanos et al., (2002) som fant signifikante resultater for at aksjekursen i shippingindustrien blir påvirket av oljeprisen. Som vi ser av figuren nedenfor har oljeprisen vært relativt høy de siste fem årene, men i løpet av 2014 opplevde vi at den ble drastisk svekket. Fallet siden juni 2014 tilsvarer ca. 60 % og er omtrent like stort som tidligere store fall i oljeprisen (Norsk Industri, 2015). Ifølge Sysla (2014a) er det i hovedsak to faktorer som kan svekke oljeprisen: mindre etterspørsel eller større tilbud etter olje. Ifølge de fleste eksperter ligger hovedårsaken til prisenfallet på tilbudssiden. Den overraskende veksten av skiferolje i USA har ført til overkapasitet og tilhørende fall i oljeprisen (Teknisk Ukeblad, 2014). Ubalansen har blitt forsterket av en overraskende svak etterspørsel i Europa. OPEC-landene, med Saudi Arabia i spissen, velger heller ikke å gripe inn og redusere sin produksjon, noe som også bidrar til at oljen hopper seg opp (Norsk Industri, 2015). I tillegg til dette spiller markedspsykologien inn, ved at frykt og panikk om fall i oljepris fører til nettopp det (Dagens Næringsliv, 2014b). Blant ekspertene er det delte meninger om oljeprisen kommer tilbake, og hvor lang tid det i tilfellet vil ta (Sysla, 2014a).



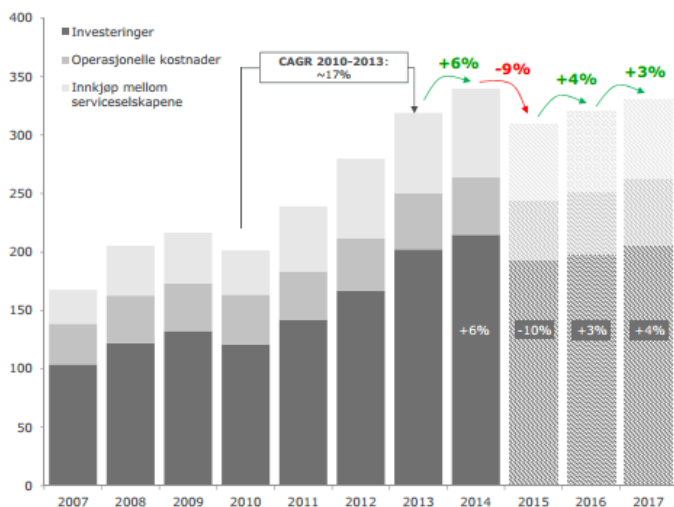
Figur 2.9 – Historisk utvikling i oljeprisen. Kilde: (Norsk Industri, 2015, p. 67)

Ifølge Norsk Industri (2015) sin konjunkturrapport forventes det at oljeprisen vil fortsette å være lav gjennom 2015, for så å passere 70 dollar fatet i 2016 med videre økning fra 2017. Oljeprisfallet har stor innvirkning på oljeselskaperenes investeringsbudsjetter, og det forventes en fremtidig global nedgang i olje- og gassinvesteringer i 2015 og 2016. Det forventes at offshore investeringer vil falle mindre enn onshore, men at det vil ta lengre tid før investeringer innen offshore begynner en ny vekstperiode. Offshoreinvesteringer globalt forventes å flate ut i 2017, før en ny vekstperiode starter i 2018 (Norsk Industri, 2015).



Figur 2.10 – Globale olje og gassinvesteringer. Kilde: (Norsk Industri, 2015, p. 71)

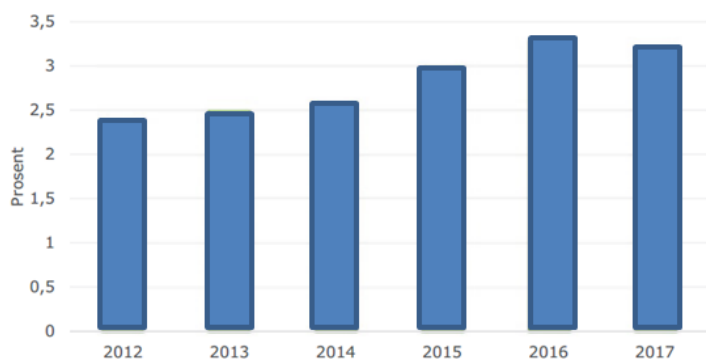
Norsk Industri mener imidlertid at det norske markedet vil avvike fra det globale markedet allerede i 2016. Årsaken er at store kontraktstildelinger til Johan Sverdrup feltet forventes å gi vekst. Forventninger til utviklingen i oljeservicemarkedet i Norge er gitt i figuren under (Norsk Industri, 2015, p. 74).



Figur 2.11 - Oljeservicemarkedet i Norge (Milliarder kroner, nominelle verdier)

2.2.3.5 Konjunktur

Gjennom sykluser og regionale trender bestemmer verdensøkonomien volumet av gods som fraktes på sjøen (Stopford, 2009). Hele 90 % av all varetransport i verden foregår til sjøs, og skipsfart henger tett sammen med internasjonal handel, og dermed også økonomisk vekst (Maritimt Forum, 2014). Kuvassanos et al., (2003) sine resultater tyder på at etterspørselen etter offshoreservice fartøy er høyt korrelert med verdensøkonomien. Dette som følge av etterspørselsforholdene som eksisterer i bransjen. Finanskrisen i 2008 hadde dermed også innvirkning på offshore bransjen, og dens ettervirkninger slo ut i redusert tilgang på kapital og utsatte eller kansellerte prosjekter (Norges Rederiforbund, 2009). Verdensbanken anslår en vekst på 3 % for 2015, som er en markant økning fra fjorårets 2,6 %. Det forventes en ytterligere økning i realveksten for 2016, mens det for 2017 forventes en liten nedgang i veksten.

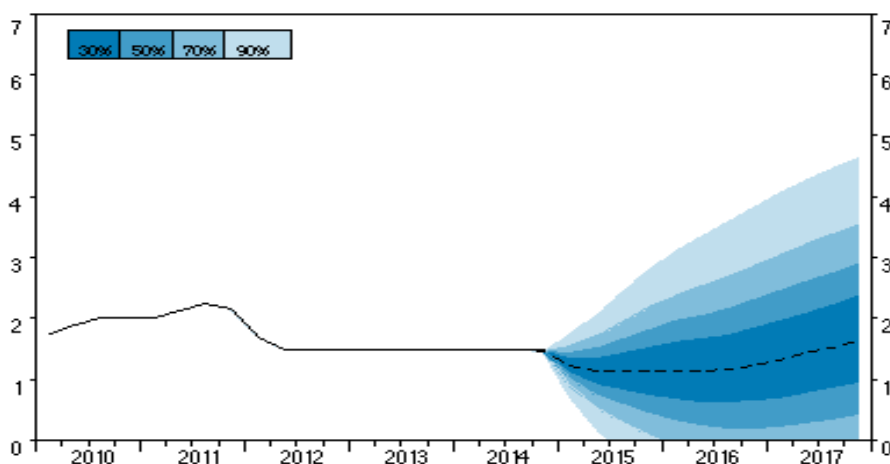


Figur 2.12 – Verdensbankens anslag for realvekst 2012-2017. Kilde: (Norsk Industri, 2015, p. 27)

Rederiforbundet (2014a) har sett på markedsutsiktene som følge av globale utviklingstrekk i årene fremover mot 2030. Deres konjunkturrapport for 2014 viser at man forventer et skifte for de norske rederiene mot Nordområdene, Russland og mot Øst- og Vest-Afrika i årene frem mot 2020. Rapporten viser også til at den globale økonomiske veksten vil være høyest i lav - og mellominntektsland, spesielt i Asia og Afrika. Rederiforbundet (2014b) opplyser om at det er ventet at Brasil vil gå forbi Norge og bli verdens største offshoremarked i perioden 2014-2017. De nevner videre at det er særlig stor vekst i Brasil og Australia markedet.

2.2.3.6 Rentenivå

Offshore bransjen inneholder store materielle verdier. Industrien er kapitalintensiv og består av høye investeringer og høy lånefinansiering (Stopford, 2009). Som følge av dette vil bransjen sannsynligvis bli påvirket av renteendringer. For selskaper med høye lån vil for eksempel en renteøkning kunne gi negative konsekvenser. En lav rente vil virke positivt i forhold til investeringsvilje, mens en renteøkning sannsynligvis vil føre til investeringsutsettelse. Som følge av dårlige tider har rentenivået de seneste årene vært lavt, både i USA og i mange land i Europa. Styringsrenten i Norge har vært stabil på 1,5 % fra 2012 helt til slutten av 2014 da den overraskende ble satt ned til 1,25 % (Dagens Næringsliv, 2014d). Figuren nedenfor viser styringsrenten de siste fem år og anslag fremover basert på siste pengepolitiske rapport (Norges Bank, 2015).

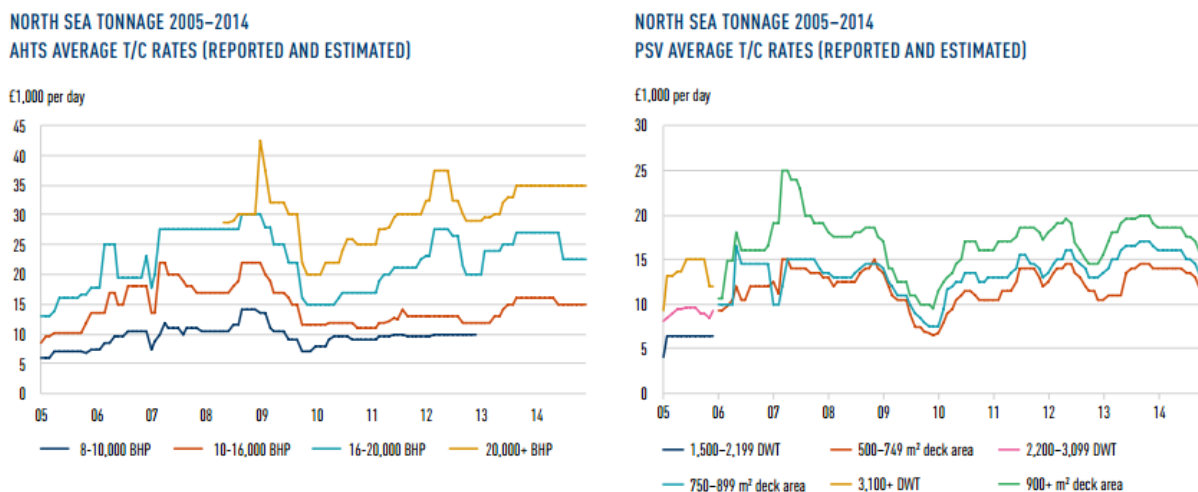


Figur 2.13 – Styringsrenten. Kilde: (Norges Bank, 2015).

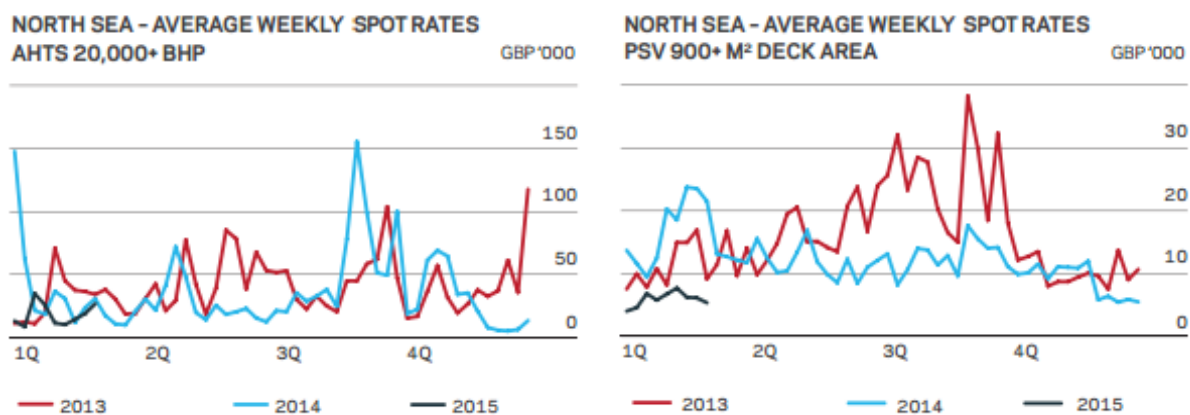
2.2.3.7 Fraktrater

Tilbud og etterspørsel av offshorefartøy har stor betydning for fraktratene i markedet. Ifølge Stopford (2009) er fraktratene veldig volatile og avhengig av tilgangen på skip. Når det forhandles om fraktratene er det vanlig at det gjøres av et skipsmegler-selskap, eller direkte av selskapet som eier skipet. Dette avhenger typisk av om man opererer i spot-markedet eller forhandler om lengre kontrakter. Ratene skal ifølge Stopford (2009) gjenspeile balansen mellom tilbud og etterspørsel. Dersom man har få tilgjengelige skip i markedet, så vil dagraten være høy, dersom det er veldig mange tilgjengelige skip, er dagraten lavere. Dersom dagratene blir lavere enn operasjonelle kostnader, vil det ikke lenger være lønnsomt for skipseier å betale mannskapet, og noen velger derfor å legge skip i opplag for å bedre situasjonen for resten av flåten (Stopford, 2009).

Man må også skille mellom om skipene opererer i spot-markedet, eller med langtidskontrakter. Dersom kontrakten går over mer enn et år, snakker vi typisk om en langtidskontrakt. I spotmarkedet har man kortere kontrakter, og kan oppnå en høyere dag-rate enn om man har en langtidskontrakt. Dette som følge av at usikkerheten til en slik kontrakt er større, og baseres på spekulasjon. Nedenfor vises utviklingen i fraktratene i Nordsjøen fra 2005-2014. Figurene viser historisk hvor volatile fraktratene for både AHTS og PSV har vært i perioden mellom 2005 og 2014 for langtidskontraktene. Historisk kan vi se at fraktratene for langtidskontrakter ble kraftig redusert i 2010, trolig som en ettervirkning av finanskrisen. Over perioden 2009 - 2014 har ratene vært lave, og et nytt fall skjedde i 2014. Dette henger sammen med overkapasitet av skip i både PSV og AHTS segmentet (RS Platou, 2015). Spotmarkedet tenderer til å være enda mer volatilt som vi ser av figur 2.15 og er veldig lave i en nedgangskonjunktur.



Figur 2.14 – Historisk utvikling for fraktratene i Nordsjøen. Kilde: (RS Platou, 2015, p. 38)



Figur 2.15 – Historisk utvikling for fraktratene i spot markedet Kilde: (Farstad Shipping ASA, 2015c)

Ifølge RS Platou (2015) vil etterspørselen etter offshorefartøy svekkes mye og tilbudet øke som følge av at flåteveksten holdes høy. Dette fører til at overkapasiteten fortsetter å øke og dermed vil ratenivået og utnyttelsesgraden svekkes videre i 2015 og 2016. De forventer en nedgang i ratene på 15-20 % i forhold til 2014 nivå. Estimaten vil variere alt etter spesifikasjonene på skipet og markedet man er i, men ingen av markedene vil ha positiv vekst i ratene for 2015. Nordea Markets har på sin side estimert et fall i spot-ratene til AHTS og PSV på henholdsvis 45- og 30 prosent fra 2014-2015 (Maritime.no, 2014a).

2.2.3.8 Maritim kompetanse og kultur

Som vi nevnte i politiske faktorer vil regjeringen ifølge Sundvolden-plattformen styrke den maritime utdanningen og vil gjøre tiltak for å realisere dette. Det er veldig viktig at Norge opprettholder sin posisjon som en ledende aktør. Den norske maritime klyngen i Møre og Romsdal er verdensledende, kjennetegnes av en unik innovasjons- og verdiskapningsevne og sitter med svært mye kunnskap (Norges Rederiforbund, 2014b). Dersom det er skalafordeler og komplementaritet mellom aktørene i en næring, vil det foreligge potensielle synergier mellom dem. Synergieffektene kan dermed komme i form av innovasjon, økt produktivitet, styrket internasjonal konkurransevne og videre til lønnsomhet og vekst. Dette kan man oppnå via konkrete samhandlingsprosesser (Menon Business Economics, 2012).

Verdiskapningen per arbeidstaker i Møre-klyngen er blant de høyeste i Norge, hvor Farstad, Havila, Olympic og Island offshore står for hele $\frac{2}{3}$ av verdiskapningen i regionen. Norge er et lite land med flate organisasjonsstrukturer og med uformelle samarbeidskulturer, som gir gode forutsetninger for idé og kompetansedeling mellom de ulike aktørene i bransjen. Samarbeidet i den maritime klyngen er tett, og kjennetegnes ved effektivt samarbeid på områder hvor felles satsing er av felles interesse (Norges Rederiforbund, 2014b).

2.2.3.9 Verdens energibehov og etterspørsel

Mer enn 1600 milliarder amerikanske dollar blir investert hvert år for å forsyne konsumentene i verden med olje, et tall som har doblet seg siden 2000. Omtrent 1000 milliarder dollar av disse er til drivstoff, i hovedsak olje og gass (IEA, 2014a). De siste 10-15 årene har land som Kina og India gradvis blitt mer integrert i verdensøkonomien, noe som har ført til at hundrevis av millioner har forbedret sin levestandard (Regjeringen, 2013b). Etterspørselen etter olje påvirkes av sosiokulturelle forhold nasjonalt og internasjonalt. Velstanden til hvert enkelt land vil ha stor innvirkning på etterspørselen etter varer og tjenester og dermed også etter olje.

De Asiatiske landene forventes å fortsette sin fremgang og det forventes at dette vil bidra til økt vekst i verdens energietterspørsel de neste 20 årene. Det forventes at den globale energietterspørselen vil øke med 1,4 % per år i perioden fra 2013 til 2035, som til sammen vil utgjøre 37 % vekst (Offshore.no, 2015b).

Økt oppmerksomhet rundt klima og global oppvarming har økt folks interesse for fornybar energi, og myndigheter har iverksatt støttende politikk. Utgifter til fornybare ressurser har økt kraftig siden år 2000 og er i dag på 15 % av totalen (IEA, 2014a). Rollen til fornybar energi vil fortsette å øke raskt, og er forventet å globalt utgjøre 25 % av brutto energigenerering i 2018 (IEA, 2014b). Dersom denne trenden fortsetter kan det tenkes at den vil ta opp en større del av energietterspørselen i årene som kommer.

2.2.3.10 Teknologiske faktorer

De teknologiske utfordringene vil bli annerledes innen olje- og gassindustrien i årene som kommer. Dette som følge av at man må til stadig dypere havområder, mot tøffere klima lenger nord mot Arktis og som følge av at nye ressurser som skifer-olje og gass tar en del av markedet (Offshore.no, 2012).

Statoil som er den største operatøren på norsk sokkel har planer om å utvikle seg innen flere teknologiområder. Sommeren 2014 åpnet Statoil sitt nye forskningssenter for økt oljeutvinning (IOR). Målet er å øke utvinningsgraden fra 50 til 60 prosent i årene frem mot 2020. Økes utvinningsgraden med 1 prosent, betyr dette 300 millioner kroner i økte inntekter på norsk sokkel (Statoil.com, 2014). Den nye teknologistrategien bygger på at de vil øke antall fat per dag fra 1,9 til 2,5 millioner fat oljeekvivalenter per dag fra 2010 til 2020 (Offshore.no, 2012). Statoil ønsker å få til dette med å ha flere brønner, som vil bety at aktiviteten på sokkelen må øke. Dersom aktiviteten øker, vil dette være gunstig for balansen mellom tilbud og etterspørsel for offshorerederiene. For å opprettholde sin posisjon som ledende i verden er det viktig at den norske maritime næringen ikke bare følger den internasjonale teknologi- og innovasjonsutviklingen, men at de er med på å definere denne utviklingen. For å få til dette må man ifølge (Maritimt Forum, 2014) ha en kontinuerlig satsing på kunnskapsutvikling og innovasjon også i årene som kommer.

2.2.3.11 Samfunnsmessige faktorer

Regjeringen støtter DNV GLs initiativ om grønn kyst og samarbeidet skal bidra til å oppfylle både globale og nasjonale klimamål. Ved økt bruk av miljøvennlig drivstoff i den maritime næringen vil regjeringen redusere helse- og miljøskadelige utslipp (Regjeringen, 2015). Videre ønsker de å forbedre miljøkravene for skipene via internasjonalt samarbeid. De vil også legge til rette for at miljøvennlige skip og sikker teknologi og design ikke straffes, ved å endre på gebyrer og avgifter (Regjeringen, 2013a). Noen av innovasjonene det jobbes med i bransjen fokuserer på mer optimale skipsdesign, som kan gi betydelige energibesparelser. Dette gjelder både fasong, skipsmaling og løsninger for motoroptimalisering, proporsjonssystemer og fremdriftssystemer. Det jobbes også med å utvikle elektrisk drevne fartøyer og ladestasjoner for skip (Maritimt Forum, 2014). Norske offshorerederier som har eller skal innrette seg etter strenge norske miljøkrav, vil kunne ha fordeler av dette i senere tid når slike krav eventuelt bli innført i andre markeder.

2.2.3.12 Lovmessige faktorer

Bransjen har utviklet seg til å bli enda mer krevende juridisk, hvor både sjørett, konkurranserett, transportrett og due diligence-prosesser spiller en viktig rolle (Maritimt Forum, 2014). De lovmessige faktorene som i fremtiden kan spille en rolle i den maritime næringen vil henge tett sammen med de nevnte politiske faktorene og hvilke lover og regler som kan bli innført i aktuelle markeder.

2.3 Fastsettelse av bransjeutvalg

2.3.1 Sammenlignbare selskap

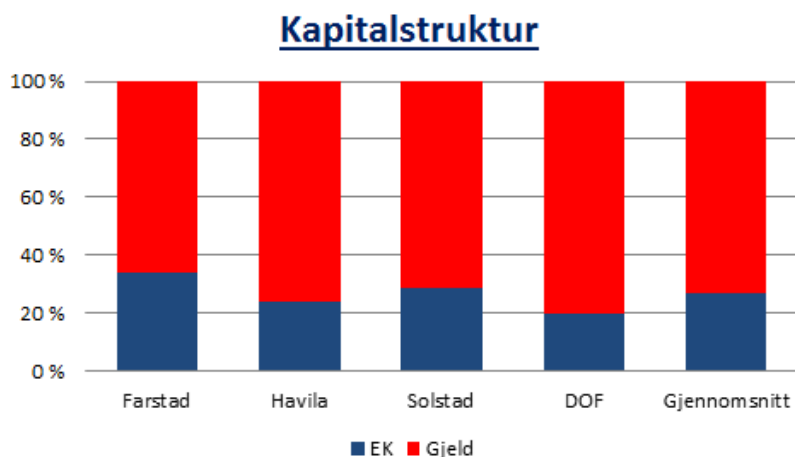
I dette kapittelet presenteres de selskapene som sammen med Farstad vil utgjøre bransjen. De utvalgte selskapene vil benyttes som sammenligning i VRIO-analysen, regnskapsanalysen og den komparative verdsettelsen. Vi benytter deres hjemmesider og årsrapporter for å samle fakta til sammenligningen. Kildene til alle rapportene legges ved i kildehenvisningen. Ifølge Damodaran (2012) vil en analyse av en bedrift bygge på å sammenligne bedriften med andre selskap i samme bransje. Dersom man videre har mange selskaper i samme bransje, kan man legge til flere kriterier, som f.eks. bare selskap av en viss størrelse. Norges offshoreflåte er stor, moderne og ledende både på norsk sokkel og i verden. Den regnes som verdens neste største, og består av i underkant 600 skip, bare overgått av USA (Maritimt Forum, 2014). Man finner norske offshorerederier godt representert over hele verden. Ifølge Rederiforbundet (2014b) omtales Farstad, Solstad, Olympic shipping, Havila, DOF, PGS og Siem Offshore

som et utvalg av de største og mest betydningsfulle norske offshoreselskapene. Det skal derfor ikke være noe problem å finne norske selskaper som kan brukes både til å regne ut bransjegjennomsnitt og til bruk i den komparative verdsettelsen. Vi fokuserer derfor bare på norske aktører.

Ifølge Damodaran (2012) bør et sammenlignbart selskap ha kontantstrøm, vekstpotensial og risiko som er likt med selskapet man skal verdsette. Vi starter med å konsentrere oss om de største offshoreselskapene fra Norge, som er notert på Oslo børs. De mest aktuelle selskapene her er alle blant de 25 største offshoreselskapene i verden. Faktorer vi benytter for å komme frem til bransjeutvalget er utvikling i aksjekurs, flåtestørrelse og sammensetning, kapitalstruktur, markedene de opererer i, samt selskapenes kontantstrømmer. Vi starter med å se på sammenlignbare selskaper, som blant annet Solstad Offshore, Havila Shipping, DOF, Eidevik, Rem og Siem offshore. Vi velger å utelukke Eidevik, REM og Siem Offshore, ettersom andre selskaper har flere likhetstrekk. Solstad, Havila og DOF har alle hatt en veldig lik aksjeutvikling som Farstad jamfør figuren under. Videre har ikke selskapene for avvikende størrelse på flåtene eller flåtesammensetningen, jamfør figur 2.18. Kapitalstrukturen til selskapene er i tillegg nokså samsvarende, som man kan se av figur 2.17 på neste side. Alle fire selskapene konsentrerer sin virksomhet i mange av de samme markedene. Basert på faktorene vi har presentert her mener vi at de nevnte selskapene er utsatt for tilnærmet lik risiko og vekstpotensial i tiden fremover. Sammen med Farstad har også DOF, Solstad og Havila kontantstrømmer som er relativt samsvarende med størrelsen på selskapene. Dermed vil bransjeutvalget vårt bestå av DOF, Solstad og Havila, sammen med Farstad.



Figur 2.16. - Aksjeutvikling for bransjeutvalget Kilde: (Oslo Børs.no, 2015a).

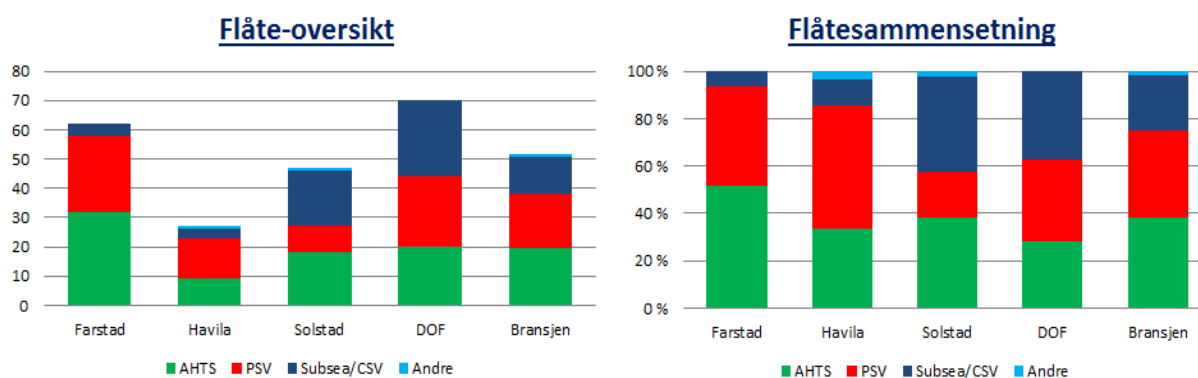


Figur 2.17 - Kapitalstruktur for bransjeutvalget

2.3.2 Likheter og ulikheter

Nedenfor presenteres oversikten over likheter og ulikheter mellom Farstad og bransjegjennomsnittet. Fakta om ressursene som presenteres her vil videre også bli benyttet i den interne analysen av Farstad i kapittel 4.3.

Flåtene



Figur 2.18 – Flåteoversikt for bransjeutvalget

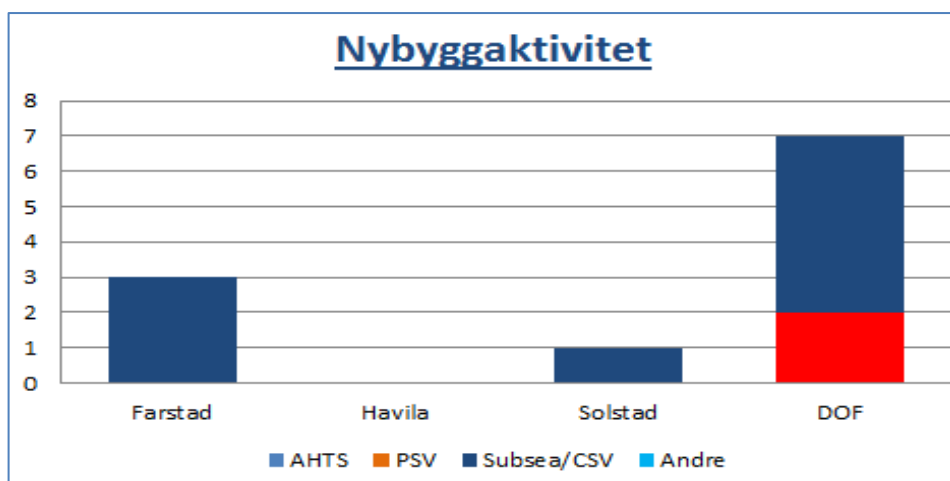
Farstad sin flåte er totalt 20 % større enn gjennomsnittsflåten i bransjen, noe som er et sterkt tall tatt i betraktning at vi bare ser på de største norske aktørene. Flåtesammensetningen består av en større andel av AHTS og PSV enn bransjen, men en ganske mye lavere andel av Subsea-fartøy. Som man ser er det DOF og Solstad som drar snittet i bransjen til et veldig høyt nivå innen Subsea segmentet. Farstad konsentrerer 100 % av nybygg aktiviteten på nye Subsea-fartøy, og vil etter planen få 3 nye Subsea-fartøy i løpet av de 2 neste årene. Dette peker mot at Farstad ønsker å styrke sin posisjon i dette segmentet.

Som vi har nevnt tidligere, er alderen på flåtene en viktig faktor i denne bransjen. Et yngre skip vil lettere kunne få lengre kontrakter, samt at en ung flåte er attraktiv for investorer. Nyere skip er ofte bedre teknisk utstyrt, har mindre nedetid, og får lett tilgang på mannskap med rett kompetanse. Sammenlignet med gjennomsnittet fra bransjen har Farstad tilnærmet samme alder på flåten.

Farstad	Havila	Solstad	DOF	Bransjen
7 år	6,3 år	7,8 år	6,2 år	6,8

Tabell 2.1 – Verdjustert gjennomsnittsalder på flåtene til bransjeutvalget

Dersom vi ser på nybygg aktiviteten til de fire selskapene, så er det Farstad og DOF som vil fornye flåtene sine mest i årene som kommer. Det bygges mest innen Subsea, og med prisnivået på nye Subsea-fartøy vil verdjusteringen påvirke alderen på flåtene mye. Derfor kan man forvente at alderen på spesielt flåtene til Farstad og DOF vil holdes på et stabilt lavt nivå i årene som kommer.



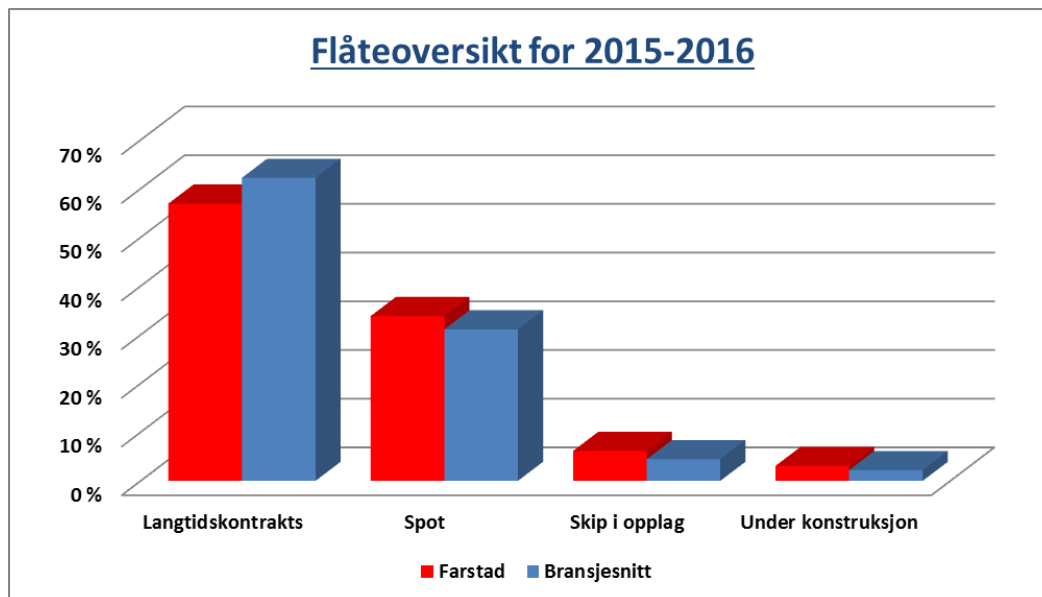
Figur 2.19 – Nybyggaktivitet til bransjeutvalget

Nedenfor presenteres foreløpig kontraktsdekningen til bransjeutvalget for 2015 og 2016. Vi ser at Farstad har en litt lavere kontraktsdekning enn det som er gjennomsnittet for bransjeutvalget i 2015 og i 2016.

Kontraktsdekning	Farstad	Havila	Solstad	DOF	Bransjen
2015	70 %	83 %	67 %	79 %	75 %
2016	52 %	60 %	49 %	-	54 %

Tabell 2.2 – Kontraktsdekning for bransjeutvalget

Kontraksdekningen i tabellen ovenfor henger også sammen med hvilken kontraktstype de forskjellige selskapene har på skipene sine og hvilken strategi hvert enkelt selskap har. Som vi ser av figuren nedenfor har Farstadflåten en litt større andel korte kontrakter enn resten av bransjen.



Figur 2.20 – Flåteoversikt for Farstad og bransjeutvalget i 2015-2016

Lokalisering

Farstad og Havila har hovedkontor i den maritime klyngen på Sunnmøre, mens DOF og Solstad har hovedkontor i Austevoll og Skudeneshavn. Selskapene fra bransjeutvalget har alle driftskontorer i de markedene de opererer i.

Humankapital

Det er vanskelig å måle og sammenligne verdien som spesifikt skapes gjennom human kapital. Ettersom Norge er verdensledende innen offshoremarkedet og har en av verdens største flåter, er det naturlig å anta at selskapene vi har med i bransjeutvalget har veldig høy kompetanse. Alle selskapene har personer i styret og ledelsen som har lang erfaring fra maritim næring. Vi mener Farstad og resten av selskapene fra bransjeutvalget ligger på et jevnt høyt nivå på dette området.

Omdømme og merkenavn

Som tabell 2.3 nedenfor viser har alle selskapene fra bransjeutvalget relativt lang erfaring fra offshorebransjen. Oversikten viser hvor mange år det er siden selskapet entret markedet. Farstad og Solstad har 4 år lenger erfaring enn snittet. Alle selskapene er som vi har nevnt tidligere, blant de 25 største offshore-service selskapene på verdensbasis. Dermed kan vi si at

de har kjente merkenavn. Vi mener at alle i bransjeutvalget har et kjent merkenavn, og et godt omdømme ettersom alle har vært i markedet veldig lenge. Alle selskapene opererer i mange markeder og driftskontorene er lokalisert i markedene de opererer i. Det er vanskelig å si at noen har bedre nettverk enn andre.

Farstad	Havila	Solstad	DOF	Bransjen
41 år	33 år	41 år	33 år	37 år

Tabell 2.3 – Antall år i bransjen.

3. Valg av verdsettelsesteknikk

I dette kapittelet vil vi først presentere ulike metoder for verdivurdering. Deretter vil det tas en beslutning om hvilken tilnærming vi vil benytte som hovedteknikk for vår verdivurdering, og om vi eventuelt vil supplere ved hjelp av andre metoder.

3.1 Oversikt: Metoder for verdivurdering

Ifølge Damodaran (2012) finnes det tre grunnleggende tilnærminger til verdivurdering. De ulike metodene har både styrker og svakheter og kan gi forskjellige utfall. Hvilken metode som er best avhenger av fase i livssyklus og bransje (Kaldestad & Møller, 2011). Nedenfor lister vi opp de tre metodene, og presenterer kort hva de ulike tilnærmingene bygger på.

- Fundamental metode
- Komparativ metode
- Opsjonsbasert metode

3.1.1 Fundamental verdsettelse

Fundamental verdsettelse er en metode for verdivurdering hvor verdien baseres på prognoser som er utarbeidet med grunnlag i analyser av underliggende økonomiske forhold (Penman, 2010). Verdsettelsen gjøres ved å diskontere fremtidsverdi med et risikojustert krav. Dette kan enten gjøres ved egenkapitalmetoden som verdsetter egenkapitalen direkte, eller ved selskapskapitalmetoden som verdsetter egenkapitalen indirekte. Det finnes tre modeller innenfor hver av de to fundamentale verdsettelsesmetodene. Modellene skal gi samme svar om de brukes konsistent (Damodaran, 2012).

3.1.2 Komparativ verdsettelse

Den mest brukte verdsettelsesmetoden er komparativ verdivurdering. Verdiestimatet blir her basert på sammenlignende prising i forhold til lignende selskaper eller eiendeler. Det er to hovedtyper for komparativ verdivurdering. Multiplikatormodellen finner verdiestimatet på egenkapitalen ved å sammenligne børsverdi, eller andre lett sammenlignbare multiplikatorer, med komparative selskaper. Samtidig vil man justere for eventuelle forskjeller i fundamentale forhold. Ved substansverdimodellen finner man estimatet på substansverdien av individuelle eiendeler eid av selskapet ved å sammenligne dem med markedsverdien på komparative eiendeler (Damodaran, 2012).

3.1.3 Opsjonsbasert verdivurdering

I noen tilfeller vil en fundamental verdsettelse undervurdere verdien. Dette skjer fordi man ignorerer verdien av å inneha rettigheten, men ikke plikten til å gjøre bestemte typer handlinger. Opsjonsbasert verdivurdering bygger inn denne verdien av fleksibilitet som supplement til den fundamentale verdivurderingen (Kaldestad & Møller, 2011).

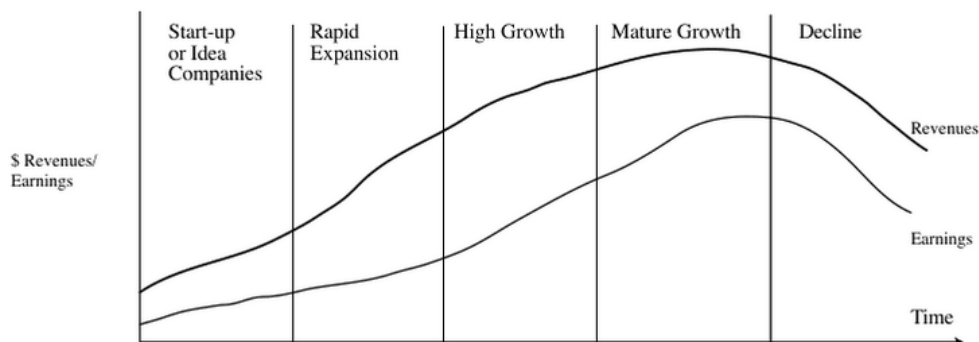
3.2 Valg av hovedteknikk

Ovenfor har vi presentert de tre metodene som er mest brukt ved verdivurdering. I dette delkapittelet vil vi foreta et valg av hovedteknikk, og velge metoder som skal supplere denne teknikken. Ifølge Kaldestad og Møller (2011) bør man benytte flere verdivurderings metoder. Videre vises det til at man bør kombinere noen varianter av de fundamentale og komparative metodene for å få de mest pålitelige svarene. Dersom det er avvik i resultatene, er det viktig at man prøver å forstå hvorfor (Kaldestad & Møller, 2011).

Ifølge Kaldestad og Møller (2011) er den komparative metoden mer relevant enn den fundamentale metoden for rigg og shipping markedet. Ifølge Penman (2010) har opsjonsmetoden og den komparative metoden noe til felles, nemlig at de ikke bruker prognoser. Dette betyr at metodene er veldig enkle, da de ignorerer mye informasjon (Penman, 2010). Her skiller den fundamentale metoden seg fra de to andre. Ifølge Penman (2010) vil den fundamentale metoden analysere informasjon, lage prognoser basert på denne informasjonen, og komme frem til et verdiestimat basert på prognosene.

Ifølge Damodaran (2012) er den fundamentale verdsettelsen selve fundamentet for alle andre verdsettelsesmetoder. For å utføre en korrekt komparativ verdsettelse trenger man å forstå hva det fundamentale rammeverket bygger på. For å bruke opsjonsbasert verdsettelse må man også ofte begynne med en fundamental verdsettelse. Derfor vil enhver som forstår det fundamentale rammeverket også være i stand til å analysere og bruke de andre tilnærmingene (Damodaran, 2012).

Damodaran (2012) presenterer en livssyklus med fem faser, hvor det også presenteres problemer med de ulike fasene. Her må man ta stilling til driftsinntekter, operasjonell historie, sammenlignbare selskaper og kilden til verdiskapning. Ved å plassere bedriften i en av fasene, kan man også finne ut hvilke metoder som er mest relevant å bruke. Ser vi på hvor Farstad er i livssyklusen fra Damodaran (2012), vil vi plassere Farstad i moden vekst fasen. Et selskap som befinner seg i høy vekst- og i moden vekst fasen, har operasjonell historie som kan brukes til fundamental verdsettelse. I moden vekst har man også et stort antall av sammenlignbare selskaper.

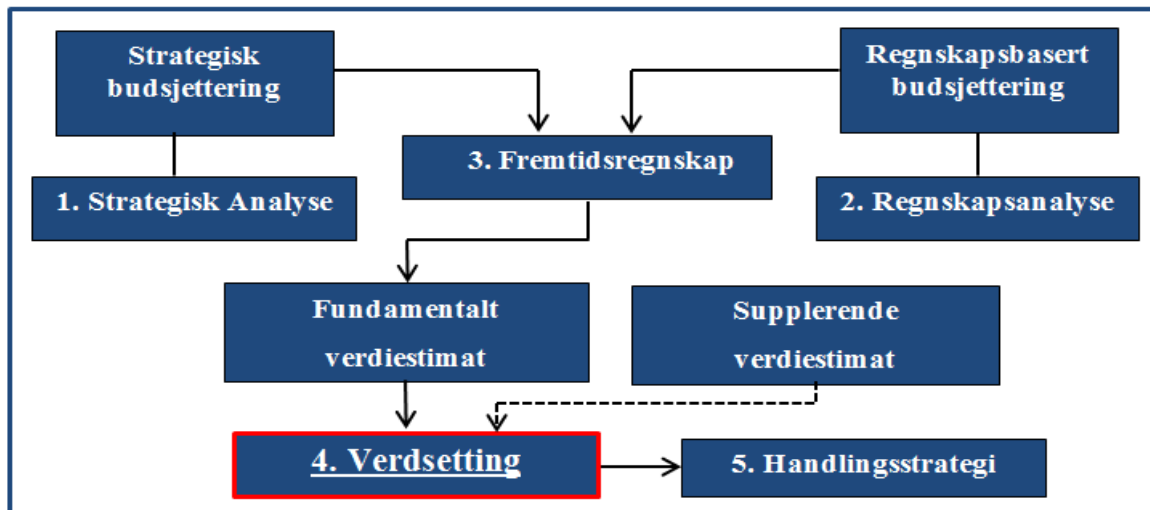


Figur 3.1 – Livssyklusens fem faser. Kilde: (Damodaran, 2012, p. 645)

Som hovedteknikk velger vi å benytte den fundamentale verdsettelsesmetoden. Valget baseres på at den fundamentale verdsettelsesmetoden benytter seg på mer informasjon enn de andre metodene, samtidig som den er selve fundamentet for andre verdsettelsesmetoder. Vi mener Farstad befinner seg i en moden vekstfase, og derfor finnes det operasjonell historikk som kan brukes til verdsettelsen. Vi ønsker å følge Kaldestad og Møllers (2011) anbefaling om å benytte flere verdsettelsesteknikker. Vi vil benytte komparativ metode som supplement. Dette vil ifølge Kaldestad og Møllers (2011) gi et mer pålitelig resultat. Den komparative metoden passer også fint inn som et supplement da den er enkel og lite tidkrevende.

3.3 Rammeverk for fundamental verddivurdering

Fremgangsmåten av den fundamentale verdsettelsen i utredningen vår bygger på Penman (2013) sin prosess for fundamental analyse og Knivsflå (2015a) sitt rammeverk for fundamental verddivurdering. De ulike stegene er skissert i figuren under:



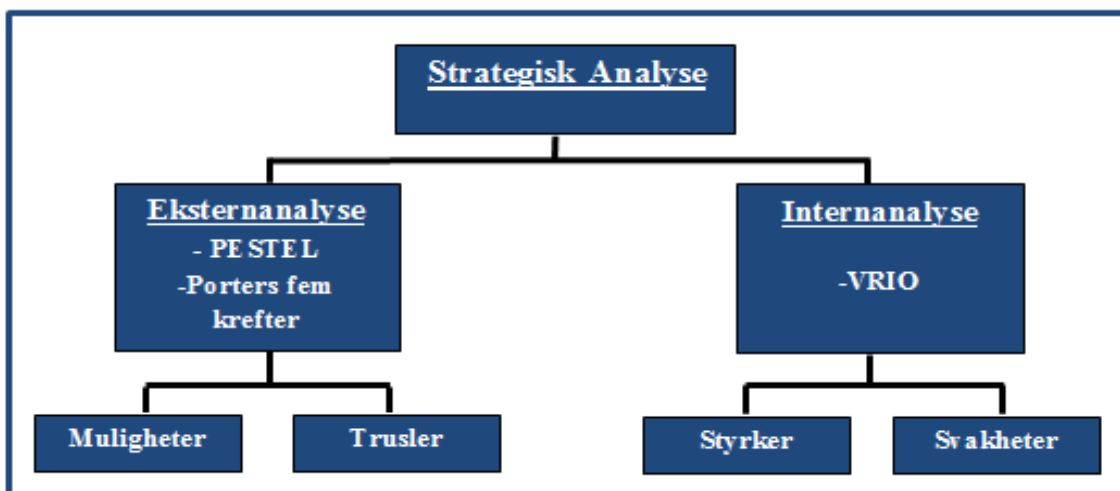
Figur 3.2 – Rammeverk for fundamental verddivurdering

Det første steget består av ekstern og intern analyser med utgangspunkt i offentlig informasjon. Dette utgjør den strategiske analysen av Farstad. Den strategiske analysen gir innsikt i Farstads strategiske risiko og fordel, samt underliggende økonomiske forhold. Videre vil informasjonen vi har skaffet om strategisk risiko og fordel gi grunnlag for strategisk budsjettering, som senere vil bli brukt ved utarbeidelse av fremtidsregnskap og -krav i steg tre. Steg to i prosessen er å utføre en regnskapsanalyse av Farstad. For å presentere investorrelevant informasjon mer hensiktsmessig vil finansresultat først bli omgruppert og justert for eventuelle målefeil. Deretter vil vi foreta forholdstallanalyser, som vil gi grunnlag for regnskapsbasert budsjettering og innsikt i underliggende økonomiske forhold. Den regnskapsmessige innsikten vil sammen med den strategiske innsikten brukes i steg tre til å utarbeide fremtidsregnskap og -krav. For en aksjonær kommer gevinsten i form av utbytte eller salg av aksje. Gevinsten bestemmes av bedriftens fremtidige resultater, og nettopp derfor utarbeides fremtidsregnskap og -krav. Videre utføres den fundamentale verdsettelsen i steg fire. Den fundamentale verdsettelsen utføres ved to modeller hver for egenkapital- og selskapskapitalmetoden. Videre vil det gjøres en analyse av usikkerheten til det fundamentale verdiestimert. En komparativ verdsettelse vil også bli gjort for å supplere den fundamentale verdsettelsen. I det avsluttende steget blir det gitt forslag til handling basert på verdiestimert vi har utarbeidet (Penman, 2013). Penman sine steg samsvarer også med vår oppbygging av besvarelsen, men vi gjennomfører steg 4 i del 3 av besvarelsen.

4) Strategisk analyse

4.1 Rammeverk for strategisk analyse

For å kartlegge Farstads strategiske fordel og risiko er det nødvendig å utføre en strategisk analyse, både eksternt i form av bransje- og makroforhold og internt av selskapet. Vi velger å ha en analyseperiode på 6 år, årene 2009 - 2014. Begrunnelsen for dette vil bli gitt senere ved valg av analyseperiode i kapittel 5.1.2. I den strategiske analysen tar vi først for oss ekstern analyse, hvor vi starter med makroforhold ved en PESTEL-analyse. Deretter anvendes Porters fem-krefter for å identifisere bransjeforhold. Videre vil vi benytte en VRIO analyse for å se på Farstads interne ressurser. Avslutningsvis vil vi oppsummere den strategiske analysen i en SWOT-modell. Ifølge Johnson, et al., (2014) kan SWOT - rammeverket være hjelpsomt til å oppsummere styrker, svakheter, muligheter og trusler som er identifisert i den strategiske analysen. Figuren nedenfor viser sammenhengen mellom de strategiske analysene og SWOT rammeverket:



Figur 4.1- Strategisk Analyse

4.2 Ekstern Analyse

4.2.1 Makroforhold - PESTEL

For å analysere makro forholdene til Farstad, vil vi benytte en PESTEL-analyse. Ifølge Johnson et. al., (2014) plasserer PESTEL rammeverket makroforhold fra omgivelsene inn i nøkkelkategorier, og gir en bred oversikt over hvordan makroforholdene kan forandre seg. PESTEL rammeverket tar i hovedsak for seg seks makroforhold: Politiske-, Økonomiske-, sosiokulturelle-, teknologiske-, samfunnsmessige- og lovmessige faktorer. Videre viser Johnson et. al., (2014) til at de forskjellige faktorene henger sammen i praksis. Det gir likevel

en bedre helhet og viser flere potensielle problemer, om man ser på alle seks faktorene hver for seg. Analysen baseres på fakta fra kapittel 2.2.3 om bransjeutsikter og makroforhold.

4.2.1.1. Politiske faktorer

Nasjonal politikk: Som følge av satsing innen maritim utdanning, innføring av nettolønnsordningen og lavere formueskatt, vil den nasjonale maritime politikken kunne bidra til en økt lønnsomhet for bransjen og Farstad på lang sikt. Satsing innen maritim utdanning gir høyere kompetanse og bedre tilgang på kvalifisert arbeidskraft. Nettolønnsordningen vil bidra til større konkurransedyktighet for norske offshorerederier, og lavere formueskatt vil stimulere til norsk eierskap og dermed øke verdiskapning og innovasjon. Den nasjonale olje og energi politikken sikter mot høyt tempo ved tildeling av nye områder. Dette betyr økt aktivitet på sokkelen, og at det er bruk for flere skip. Dette kan presse ratene opp, noe som er positivt for lønnsomheten til både Farstad og bransjen.

Internasjonal politikk: Ettersom både Norge og EU streber etter å opprettholde og utvikle den historisk viktige maritime næringen, samt at regjeringen i Norge ønsker å være på nivå med rammevilkårene i EU, er det naturlig å anta at bransjen beveger seg mot en mer konkurransedyktig arena med sammenfallende reguleringer. Mer sammenfallende reguleringer og bedre rammevilkår for norske offshorerederier taler for en forbedret rentabilitet for bransjen og Farstad. Sanksjonene mot og av Russland spiller en veldig negativ rolle for norske offshorerederier. Ifølge kapittel 2.2.3.3 har aktiviteten i Nordområdene stoppet opp, og skip har blitt sendt hjem fra oppdrag utenfor Russland. Dette gjør at man får overkapasitet av skip i Nordsjøen og at andre markeder også påvirkes negativt. Vi mener sanksjonene har spilt en negativ rolle for bransjens rentabilitet i slutten av analyseperioden. Så lenge sanksjonene vedvarer vil vi også forvente vedvarende negativ påvirkning på bransjerentabiliteten. På nåværende tidspunkt er det ingenting som tyder på at sanksjonene skal opphøre og det forventes ingen europeiske eller amerikanske rigger i området i årene som kommer, jamfør kapittel 2.2.3.3.

4.2.1.2 Økonomiske faktorer

Oljepris og konjunktur: Oljeprisen har vært relativt høy de siste fem årene, men i løpet av 2014 ble den drastisk svekket, jamfør figur 2.9 i kapittel 2.2.3.4. Som vi kan se av figurene 2.10 og 2.11 i samme kapittel har også offshoreinvesteringer økt årlig gjennom analyseperioden. Dette taler for en høy aktivitet i offshorebransjen og høy lønnsomhet. Det er vanskelig å forutsi hva som kommer til å skje med oljeprisen. Ifølge kapittel 2.2.3.4 er det

mange delte meninger om dette blant eksperter. Vi velger å basere oss på Norsk Industri sin konjunkturrapport som tilsier en global nedgang i offshoreinvesteringer i 2015 og 2016, en utflating i 2017 og en ny vekstperiode i 2018. Rapportens forventede fremtidige globale offshoreinvesteringer kan sees av figur 2.10 i kapittel 2.3.3.4. Imidlertid viser figur 2.11 at Norsk Industri forventer at offshoreinvesteringer i Norge vil starte en ny vekstperiode allerede i 2016, som følge av store kontraktstildelinger til Johan Sverdrup-feltet. Bransjeutvalget vårt opererer både i Nordsjøen og i andre markeder. Vi forventer at nedgangen i oljeinvesteringer vil påvirke rentabiliteten til Farstad og bransjen negativt i 2015, men at nedgangen vil bli litt bremsert i 2016 som følge av at alle selskapene operer i Nordsjøen. Fra og med 2017 går vi ut fra at en ny vekstperiode starter for bransjen, hvor Farstad og bransjen sin lønnsomhet vil øke.

Ettersom etterspørsel av offshore servicefartøy er høyt korrelert med verdensøkonomien mener vi at finanskrisen i 2008 har hatt negativ innvirkning på lønnsomheten i bransjen. Dette i form av ettervirkninger som kansellerte kontrakter og prosjekter som følge av lav tilgang på kapital, jamfør kapittel 2.2.3.5. Verdensbankens anslag for vekst i 2015 og 2016 vil kunne ha positiv innvirkning for lønnsomheten i offshoreservicebransjen, mens den forventede lille nedgangen i 2017 kan ha negativ innvirkning.

Den særlig store veksten i Brasil og Australia markedene vil representere muligheter for Farstad og bransjen. Ettersom Farstad er den med størst tilstedeværelse i Australia, samtidig som de er store i Brasil-markedet, vil de ha store muligheter til høy inntjening her i årene fremover.

Renten: Den lave renten er positiv for offshorebransjen i det bransjen er veldig kapitalintensiv og består av høye lånefinansieringer. På den andre siden kan et lavt rentenivå føre til økt investeringsvillighet og stadig større verdensflåte. Dette kan medføre dårligere rater og dermed lavere lønnsomhet for offshorebransjen.

Fraktrater: Fraktratene påvirkes i stor grad av forholdet mellom tilbud og etterspørsel etter skip i de forskjellige markedene. En annen del av ratene påvirkes av forhandlingsmakten til enten meglerne eller skipseierne og de som har operasjonell kontroll. Skip med spesielle spesifikasjoner blir ofte valgt fremfor andre, alder på skip, trekraft, renommé og andre kriterier kan bety mye. Som man kan se av figurene i kapittel 2.2.3.7 har ratene vært relativt lave i analyseperioden. I 2014 kan man se at det har vært et kraftig fall i rater, både for langtidskontrakter og i spotmarkedet. Ratene i spotmarkedet har særlig vært lave i store deler

av 2014, selv om ratene også tidvis har vært høye. De lave ratenivåene for analyseperioden forventes å ha hatt en negativ innvirkning på bransjens lønnsomhet. En videre svekkelse i ratenivå vil fortsette å påvirke rentabiliteten i bransjen negativt. Vi har basert oss på RS Platou sin rapport som taler for en stor nedgang på ratenivå i 2015 og 2016, jmfør kapittel 2.2.3.7.

4.2.1.3 Sosiokulturelle faktorer

Maritim kompetanse og kultur: Den maritime kompetansen i Norge og spesielt i Møre- klyngen kan bidra til fremtidig høyere rentabilitet for bransjen, og spesielt for Farstad som satser mye på kompetanseutvikling.

Verdens energibehov og etterspørsel: Det forventes økt etterspørselen etter energi i verden, og etterspørselen etter olje og gass dekker en stor del av energibehovet i dagens marked. Utvinning av olje og gass offshore vil derfor kunne påvirkes av økt etterspørsel. Dette tilsier økt aktivitet for offshore bransjen og potensielt høyere lønnsomhet. Etterspørsel etter fornybar energi økes stadig, noe som fører til mindre etterspørsel på gass og olje. Dette kan føre til lavere aktivitet og dermed redusert lønnsomhet for offshore bransjen.

4.2.1.4 Teknologiske faktorer

Ettersom offshore rederiene må operere på stadig dypere havområder og at skip må tilpasses mot spesifikke markeder øker kostnadene både i form av anskaffelse av skip og i drift. Det er en rekke nye krav til skip som opererer i tøffere klima, og skipene må være rustet for nye utfordringer. Slik teknologi kan være dyr og kan føre til lavere lønnsomhet for offshore bransjen. Teknologiuutviklingen kan også føre til økt utvinningsgrad for de som har operasjonell kontroll på oljefeltet, noe som videre vil føre til økt aktivitet på sokkelen og økt etterspørsel etter offshore service skip. Dette kan medføre bedre rentabilitet for bransjen i tiden fremover. Hvis ikke den norske maritime næringen klarer å holde tritt med teknologiuutviklingen i bransjen på verdensbasis vil dette kunne påvirke lønnsomheten til bransjen negativt, da norske aktører ikke lenger er et like godt alternativ.

4.2.1.5 Samfunnsmessige faktorer

Strengt norske miljøkrav til skip kan medføre økte kostnader for offshore rederiene og ha negativ påvirkning på lønnsomheten i offshorebransjen. Miljøkravene i andre markeder er gjerne ikke like strenge som i Norge, men dersom de innføres i de andre markedene på et senere tidspunkt vil norske offshore rederi få en fordel i forhold til resten av aktørene. Dette

kan føre til en lavere lønnsomhet for Farstad og bransjen på kort sikt, men også en høyere rentabilitet på lang sikt.

4.2.1.6 Lovmessige faktorer

At bransjen har blitt mer krevende juridisk kan ha både positive og negative innvirkninger på bransjen. Innføring av lover kan være kostnadskrevende i form av at man må tilpasse seg nye lover og regler. Det kan samtidig være en mulighet for økt lønnsomhet dersom man får tilgang til nye markeder som tidligere har vært lukket pga. juridiske forhold.

4.2.1.7 – Oppsummering PESTEL

De viktigste makroøkonomiske faktorene for bransjen, både i analyseperioden og fremover, mener vi er de politiske og økonomiske forholdene.

Analyseperioden: Av de politiske forholdene diskutert i kapittel 4.2.1.1 mener vi sanksjonene mot og av Russland har negativ innvirkning på bransjens lønnsomhet. For analyseperioden gjelder dette bare helt i slutten, da sanksjonene ble innført i 2014. De aller viktigste faktorene mener vi imidlertid er de økonomiske forholdene diskutert i kapittel 4.2.1.2, og da spesielt oljeprisen og fraktratene. Over analyseperioden representerer den høye oljeprisen en oppgangskonjunktur for bransjen. De lave ratene som følge av overkapasitet av skip i markedet representerer nedgang i analyseperioden. Videre mener vi ettervirkninger av finanskrisen har hatt en betydelig negativ innvirkning på bransjen da den resulterte i kansellering av kontrakter og prosjekter. Totalt sett mener vi analyseperioden inneholder mer nedgangs- enn oppgangskonjunktur, og at bransjens rentabilitet i perioden har blitt påvirket av dette.

Fremover: For årene som kommer er det ingenting som tyder på at sanksjonene mot og av Russland skal opphøre, jamfør kapittel 4.2.1.1. Dermed forventes sanksjonene å påvirke den fremtidige bransjerentabiliteten negativt. Etter analysen av økonomiske forhold i kapittel 4.2.1.2 forventes det et fortsatt lavt investeringsnivå offshore de neste to årene, som følge av lav oljepris. Analysen viser også til at ratenivåene i 2015 og 2016 blir lave som følge av overkapasitet på skip i markedet. Totalt sett taler dette mot dårlig lønnsomhet på kort sikt for bransjen. Det følger videre av diskusjonen i kapittel 4.2.1.2 at det forventes en ny vekstperiode i globale offshoreinvesteringer i 2018. Imidlertid antas det at vekstperioden vil starte tidligere for bransjen og Farstad. Bransjeutvalget opererer i Nordsjøen og de store kontraktstildelinger til Johan Sverdrup feltet i 2016 forventes å ha positiv innvirkning på

offshoreinvesteringer. Ved høyere offshoreinvesteringer vil aktiviteten øke og ratenivået også sannsynligvis bedres, da det vil øke etterspørsel etter skip og redusere overkapasiteten i markedet. Som følge av dette antar vi at nedgangen i bransjen vil bli litt bremsert i 2016, og at det vil starte en ny vekstperiode for bransjen i 2017. De sosiokulturelle, teknologiske, samfunnsmessige og lovmessige faktorene vi har diskutert mener vi vil ha innvirkning i mindre grad på bransjens rentabilitet.

4.2.2 Ekstern bransjeorientert analyse – Porters fem krefter

Når man har identifisert rammene i en bransje, er oppgaven å analysere de konkurransemessige kreftene i industrien for å identifisere muligheter og trusler (Hill & Jones, 2010). Porters fem krefter er en hyppig brukt modell for bransjeorientert analyse. Modellen tar for seg: trussel for nyetablering i bransjen, leverandørmakt, kundemakt, trussel for substitutter og intern rivalisering i bransjen (Porter, 1985). I rammeverket vil en sterk konkurransekraft bli sett på som en trussel fordi den presser ned profitten. En svak konkurransekraft kan bli sett på som en mulighet fordi det legger til rette for at selskapet kan øke profitten (Hill & Jones, 2010). Analysen baseres på fakta fra kapittel 2.2.

4.2.2.1 Intern rivalisering

Ifølge Besanko et al., (2013) handler intern rivalisering om å kjempe om andeler i et marked. Derfor bør en analyse av intern rivalisering alltid starte med å definere markedet. Bransjen har vi tidligere definert som offshorebransjen. Ifølge Løwendahl og Wenstøp (2010) vil man kunne si noe om konkurranseintensiteten ut i fra blant annet antall konkurrenter, markedsvekst og produkt differensiering.

Konkurransestructur

Basert på fakta om de forskjellige markedene og segmentene under presentasjonen av bransjen, ser vi at det finnes veldig mange aktører både i de forskjellige markedene og segmentene. Det finnes 220 aktører innen markedet for offshoreservice fartøy. I tillegg finnes det totalt ca. 200 skip i subsea-segmentet, hvor mange eies av de samme aktørene som eier offshoreservice fartøyene.

Markedsvekst

Fakta og forventninger presentert under kapittel 2.2.1.4 om nybyggaktivitet og flåtevekst peker mot et voksende marked og økt konkurranse også i årene som kommer. Samtidig som tilbud av skip øker, har etterspørselen i den seneste tiden blitt redusert som følge av blant annet oljeprisfallet. Dette har bidratt til større ubalanse mellom tilbud og etterspørsel, som

fører til økt intern rivalisering. Etterspørselen etter Subsea forventes å øke i perioden fremover, og representerer en mulighet for både bransjen og Farstad.

Differensiering

Et marked der selskapene ikke har mulighet til å differensiere seg er ofte preget av høy rivalisering. Det finnes mange eksempler på hvordan de forskjellige offshorerederiene kan differensiere seg fra hverandre. Former for differensiering i denne bransjen kan være teknologitilpasninger på skip som følge av spesifikt geografisk fokus. Skipene kan for eksempel tilpasses bestemte værforhold, dypere farvann og krevende områder.

Konklusjon: Antall aktører i de aktuelle segmentene sett i sammenheng med veksten i markedet og antall skip i ordre tilsier en høy og voksende konkurransesituasjon. Vi mener til tross for differensieringsmuligheter at bransjen er preget av **høy intern rivalisering**, også i fremtiden.

4.2.2.2 Trussel fra nyetablering

Det er ifølge Løwendahl og Wenstøp (2010) viktig å kartlegge mulighetene for at det skal komme nyetablerte aktører i bransjen, og om de eventuelt kan bli til en farlig konkurrent. Ved å se på inngangsbarrierene i bransjen, kan vi vurdere hvor stor trusselen er for at nye aktører kommer inn i bransjen, og hvor enkelt det er for dem å etablere seg. Vi vil se på de inngangsbarrierene som er mest aktuelle for bransjen.

Skalaøkonomi

Et selskap som har opparbeidet seg en stor flåte, eksempelvis Farstad, vil ofte kunne tilegne seg fordeler i form av skalaøkonomi. Først og fremst vil et etablert selskap med en stor flåte ha muligheten til å fordele kostnadene utover fartøyene. En annen stordriftsfordel kan være kvantumsrabatter gjennom lengre tette samarbeid med skipsverft. Videre kan det være muligheter til å få fordeler gjeldende fremtidige kontrakter gjennom langsiktige samarbeid med oljeselskap. I offshorebransjen finnes også etablerte selskaper som opererer innen flere segmenter i markedet, deriblant AHTS, PSV og SUBSEA, noe som muliggjør allokering av kompetanse og ressurser på tvers i rederiene. Opparbeidelse av en stor flåte og slike fordeler er både kapital- og tidskrevende. Som følge av dette mener vi skalaøkonomi representerer en inngangsbarriere for nye aktører i offshorebransjen.

Produktdifferensiering

Som forklart tidligere er det flere muligheter for differensiering innen offshoremarkedet. I et marked med så mange aktører vil det være viktig å differensiere seg for å klare å skille seg fra alle de andre aktørene, dette gjelder også for nyetablerte. Eksempler på aktuelle produktdifferensieringer kan være å tilby mer miljøbevisste fartøy eller fartøy som er bedre rustet til å operere i spesifikke geografiske områder. Slike produktdifferensieringer krever imidlertid ofte store teknologi-investeringer og kan dermed være for kostnadskrevenne for nye aktører.

Kapitalinvesteringer

Ettersom offshorebransjen er svært kapitalintensiv vil dette sannsynligvis fungere som en inngangsbarriere for potensielle inntrengere. Nye aktører må skaffe seg tilstrekkelig med kapital for å ha sjanse til å etablere seg i markedet. I utgangspunktet skal det ikke være veldig utfordrende å innhente nok kapital for å gjøre nødvendige investeringer i et kapitalmarked som er velfungerende.

Byttekostnader

Som følge av tette samarbeid og skreddersøm til kunder vil samarbeidsforholdene mellom aktørene i bransjen kunne medføre tosidig avhengighet. I slike samarbeidsforhold vil tillit kunne utvikles over tid, noe som kan føre til samarbeid også på senere tidspunkt. Dette kan medføre byttekostnader for kunder ved inngåelse av samarbeid med en ny aktør, ettersom det ikke foreligger tidligere erfaringer med denne aktøren. Disse byttekostnadene kan føre til at det blir vanskelig for en ny aktør å etablere seg.

Andre ulemper for nykommere

Et annet konkurransefortrinn etablerte selskaper kan ha er kostnadsreducerende fordeler i form av opparbeidet kompetanse og erfaring eller geografisk beliggenhet. Jamfør kapittel 2.2.3.8 er mørreklyngen et eksempel i Norge på en klynge i offshorebransjen som er preget av mange års tett samarbeid, spesielt innenfor forskning og utvikling. Store eksterne skalafordeler og komplementaritet mellom selskapene i en slik klynge vil også medføre muligheter for store synergieffekter mellom dem, noe som kan bidra til at de kan styrke hverandre (Menon Business Economics, 2012). Dette er fordeler som er vanskelig for inntrengere å nøytralisere.

Konklusjon: Vi mener inngangsbarrierer i bransjen er til stede, men at barrierene ikke er sterkere enn at trussel for nyetableringer vurderes som **moderat** på nåværende tidspunkt og i fremtiden.

4.2.2.3 Leverandørmakt

Leverandørkonsentrasjon

En analyse av leverandørene gir et bilde på forhandlingsmakten til leverandørene i bransjen. Høy leverandørmakt er typisk dersom det er få leverandører i forhold til konkurrenter, i tillegg til høy produktdifferensiering og byttekostnader (Løwendahl & Wentøp, 2010). Fra rederienes perspektiv mener vi skipsverft og arbeidskraft vil være de mest aktuelle leverandørene i bransjen.

Skipsverft

Det finnes et stort antall skipsverft både nasjonalt og internasjonalt. Bare i Norge fantes det ca. 25 skipsverft i 2014 som opererte som fullstendige leverandører for rederier (Dagens Næringsliv, 2014c). Konkurransen er stor, og ifølge styreleder og storaksjonær Sverre A. Farstad er det en sterk økning i byggeaktivitet i Kina hvor det nå kontraheres en økende del av nybygg i offshoreservice segmentet. AP-Møller Mærsk er et selskap som nylig valgte å bestille serier av nybygg i Kina (Dagens Næringsliv, 2014c). Ifølge Rederiforbundet (2014a) møter Europeiske verft stadig sterkere konkurranse fra verft i Asia og Sør-Amerika. Likevel viser utvikling over tid at norske verft fortsatt vil være viktige for norske offshorerederier. Dersom leverandørene besitter spesifikk kompetanse, utstyr eller tjenester kan de relativt sett ha større makt enn de andre. Vi mener imidlertid dette skjer i liten grad, og at leverandørene totalt sett ikke besitter mer makt på grunn av dette. Ettersom antall skipsverft er mange, konkurransen mellom dem stor og det de tilbyr stort sett er det samme, mener vi skipsverftenes makt er liten.

Arbeidskraft

Ifølge Rederiforbundet (2014a) opplever norske rederier at tilgangen på kvalifisert norsk personell er krevende, mens tilgangen på utenlandsk personell er bedre. Situasjonen for underordnede, lærlinger og landansatte er mer positiv. Ettersom det er begrenset tilgang på norske kvalifiserte arbeidere vil deres forhandlingsmakt øke ved forhandlinger med selskaper som har preferanser om norsk arbeidskraft. Situasjonen vil imidlertid kunne forandre seg

drastisk som følge av nedgangskonjunkturen vi er inne i nå. Vi mener derfor at arbeidstakernes makt er lav.

Syklus

Makten til leverandører vil bli påvirket av konjunkturer. Ved lavkonjunktur, som vi for øyeblikket befinner oss i, er det sannsynlig at det er lav etterspørsel etter nybygg og arbeidskraft, noe som vil presse ned lønninger og priser på nybygg av skip. Da vil leverandørmakten bli redusert. Bedre tider vil virke i motsatt retning, ettersom etterspørselen etter arbeidskraft og nybygg vil øke.

Konklusjon: Ettersom bransjen er inne i en nedgangskonjunktur gir dette ringvirkninger for leverandørens makt, og vi vurderer den derfor som **lav**. Vi tror den også vil holdes lav i fremtiden, men at den kan bevege seg mot moderat ved en eventuell oppgangskonjunktur.

4.2.2.4 Kundemakt

Kundekonsentrasjon og størrelse

Ifølge Løwendahl og Wenstøp (2010) vil kundemakten være høy dersom bransjen har en høy kundekonsentrasjon, det vil si større antall konkurrerende bedrifter enn kunder. Rederienes kunder er oljeselskapene som har operasjonell kontroll på oljefelt. Det finnes et stort antall oljeselskaper på verdensbasis og i de fleste marked. Makten kundene har i offshorebransjen vil være varierende utfra oljeselskapenes størrelse. Statoil, Exxon Mobile, Petrobras og Shell kan nevnes som eksempler på store internasjonale oljeselskaper som kan tenkes å ha større makt enn de av mindre størrelse. I tillegg er noen selskaper dominerende innenfor spesifikke markeder. Et eksempel kan være Petrobras som besitter 64 % av markedet i Latin Amerika. I utgangspunktet vil ratene bestemmes av markedsforholdet mellom tilbud og etterspørsel, men slike store internasjonale oljeselskaper vil sannsynligvis kunne ha en påvirkning.

Syklus

Ved lavkonjunktur vil oljeselskapene typisk få mer makt, grunnet lavere aktivitet i oljesektoren og liten etterspørsel etter offshorefartøy. Oljeselskapene kan da forhandle seg frem til lavere rater og ønsker å inngå lange kontrakter med utgangspunkt i de lave ratene. I oppgangstider vil kundemakten være lavere, noe som kan gjenspeiles i høyere rater for rederiene ved presset kapasitet på tilbud av skip, jamfør 2.2.3.7. Som det ble presentert under makroforhold i kapittel 2.2.3.4 falt oljeprisen drastisk i løpet av andre halvår 2014, noe som

har ført til at vi nå befinner oss i en lavkonjunktur med lavere aktivitet i oljebransjen og liten etterspørsel etter offshorefartøy.

Konklusjon: Vi mener kundemakten er spesielt **høy** på nåværende tidspunkt på grunn av lavkonjunktoren i bransjen. Ved en eventuell høykonjunktur i fremtiden vil kundemakten reduseres, men vi mener den fremdeles vil holdes høy.

4.2.2.5 Trussel fra substitutter

Ved å kartlegge substituttene til bransjen får man oversikt over hvor lett det er å bytte ut tilbudet fra bransjen med tilbud fra andre bedrifter. Substitutter kan true marginene til aktørene i bransjen dersom de blir sett på som gode nok alternativer i forhold til pris og ytelse (Løwendahl & Wentøp, 2010).

Substitutter

Vi fokuserer på AHTS, PSV og SUBSEA segmentene. At det kan komme inn skip som tar på seg deler av arbeidet inn mot disse segmentene er ikke utenkelig. I svært dårlige tider for AHTS, så har man tidligere benyttet et AHTS til å gjøre samme arbeid som et PSV. I tillegg kan AHTS utstyres med ROV som kan gjøre undervannsoperasjoner inn mot Subsea-segmentet (Farstad Shipping ASA, 2014b). Likevel vil man ikke kunne si at en AHTS kan være et fullgodt substitutt og det er vanskelig å identifisere noen sterke substitutter.

Konklusjon: På bakgrunn av diskusjonen over anser vi trusselen for substitutter for offshorefartøy som **veldig lav** både på nåværende tidspunkt og i tiden som kommer.

4.2.2.6 Oppsummering av Porters fem krefter

Den høye interne rivaliseringen og kundemakten vil ha en negativ innvirkning på lønnsomheten i bransjen. Dette er også to forhold som vi forventer skal holdes på samme nivå i tiden som kommer. Den lave leverandørmakten påvirker lønnsomheten til offshorebransjen i positivt retning, men vi mener imidlertid at denne har mindre effekt på lønnsomheten enn intern rivalisering og kundemakt. Leverandørmakten mener vi kan bevege seg mot moderat i fremtiden ved en eventuell oppgangskonjunktur, noe som sannsynligvis vil redusere lønnsomheten i bransjen. Den nåværende faren for nyetableringer anser vi som moderat, og vi mener denne trusselen vil holdes på samme nivå i fremtiden. Vi mener nyetableringer ikke kommer til å ha stor innvirkning på bransjens lønnsomhet i årene som kommer. Trussel fra substitutter vurderes som veldig lav, både ved nåværende tidspunkt og i fremtiden, og vil dermed ikke ha nevneverdig innvirkning på bransjens lønnsomhet. Oppsummert mener vi konkurransesituasjonen i offshorebransjen er høy, både på nåværende tidspunkt og i fremtiden. Dette vil bidra til å presse ned bransjerentabiliteten. Dette skyldes i hovedsak høy intern rivalisering og kundemakt. I figuren under har vi oppsummert Porters fem krefter på nåværende tidspunkt.

<i>Trussel</i> <i>Grad</i>	Intern Rivalisering	Nyetablering	Kundemakt	Leverandørmakt	Substitutter
Høy	X		X		
Moderat		X			
Lav				X	Veldig lav

Tabell 4.1 – Oppsummering av porters fem krefter

4.3 Intern ressursorientert analyse

Løwendahl og Wenstøp (2010) identifiserer de viktigste interne ressursene til å være: Anerkjent merkenavn, godt omdømme, gode relasjoner og kompetanse (kunnskap, ferdigheter og evner), som alle er usynlige ressurser. De synlige ressursene er i vårt tilfelle eiendom og skip. En bedrift som har varige konkurransefortrinn vil i teorien tjene mer penger enn bransjegjennomsnittet, og vil dermed ha høyere rentabilitet enn bransjen. Det vil si at man har en høyere avkastning enn kravet i bransjen. Den interne ressursorienterte analysen baseres på fakta om ressursene til Farstad og bransjen som ble presentert i kapittel 2.

4.3.1 Flåten

Flåten er en av de viktigste ressursene til Farstad. De har en større flåte enn bransjegjennomsnitt, spesielt i AHTS og PSV segmentet har de en sterk posisjon. Det er ifølge fakta fra kapittel 2.2 ventet vekst i Subsea i årene som kommer. At Farstad har mindre Subsea-skip enn bransjesnittet, anser vi derfor som en liten svakhet. Alderen på flåten er lav og tilnærmet lik snittet. Som følge av at flåten til Farstad er ung og stor mener vi det vil være vanskelig å imitere den på kort sikt. Det vil også være veldig kapitalkrevende å investere i såpass mange nye skip. Flåten er organisert på en god måte, men kan potensielt ha høyere kontraktsdekning. For 2015 og 2016 ligger Farstads foreløpige kontraktsdekning 5- og 2 % bak snittet i bransjen jamfør tabell 2.2 i kapittel 2.3.2. En oversikt over historisk kontraktsdekning for bransjeutvalget var vanskelig å finne, men analyse av historisk omløp til netto driftseiendeler i regnskapsanalysen vil kunne gi innsikt i dette forholdet. Fra figur 2.20 i kapittel 2.3.2 ser man hvor stor andel av skipene aktørene i bransjeutvalget har av langtidskontrakter, korttidskontrakter, hvor mange skip de har i opplag og hvor mange som er under konstruksjon. Figuren viser at Farstad har en lavere andel av langtidskontrakter enn bransjen, noe som typisk vil være negativt i en nedgangskonjunktur som ofte er preget av lave spotrater. Utviklingen i ratene henger tett sammen med tilbud etterspørsel etter skip, jamfør kapittel 2.3. Tilstedeværelsen til Farstadflåten anser vi som et fortrinn, da de er blant de 7 største aktørene på verdensbasis i Brasil markedet og den største aktøren i Australia/Asia markedet, jamfør kapittel 2.2.2. Her henter Farstad inn henholdsvis 32, og 44 prosent av driftsinntektene. Veksten i disse to markedene har ifølge kapittel 2.2.3 vært stor de siste årene, og veksten forventes å fortsette. Sammenlignet med bransjeutvalget har Farstadflåten en sterkere posisjon i disse markedene. Vi mener flåtens sterke posisjon i disse vekstmarkedene kan ha bidratt til høye priser og utnyttelsesgrader. Totalt sett er flåten i en situasjon hvor vi anser den som sjelden i størrelse og posisjon. Den totale oversikten av flåten som ressurs settes inn i VRIO-rammeverket. Utfallet av analysen er at Farstad sin flåte er en ressurs som gir et **midlertidig fortrinn**.

4.3.2 Lokaliseringen

Vi mener at Farstad sin lokalisering for både hovedkontor og driftskontorene knyttet til markedene er en verdifull ressurs for selskapet. Driftskontorene er nært de mest aktuelle markedene, noe som gjør det enklere å kommunisere med kundene og konkurrere internasjonalt. Med bakgrunn av sammenligningene vi gjorde mellom selskapene kapittel 2.3.2, fant vi at alle selskapene i bransjeutvalget har driftskontorer nært markedene de

opererer i. Dermed mener vi lokaliseringen av driftskontorene til Farstad hverken er en sjelden eller vanskelig imiterbar ressurs. Hovedkontoret til Farstad er midt i den maritime Mørreklyngen. Sammen med Havila kan Farstad tenkes å ha en fordel av å ha hovedkontor her. Siden 50 % av bransjeutvalget er lokalisert her vil vi ikke fastslå dette som en sjelden ressurs, og den er heller ikke vanskelig å imitere. Med bakgrunn i dette anser vi Farstads lokalisering som **konkurranseparitet**.

4.3.3 Human kapital

Human kapital er en verdifull ressurs for ethvert selskap, da kompetansen på ledelsen og de ansatte er viktig for verdiskapningen. Som vi nevnte i kapittel 2.3.2 er det naturlig å anta at Farstad og bransjeutvalget er på et jevnt nivå på human kapital. Farstad vil dermed ikke besitte en sjelden ressurs innenfor dette området. Human kapitalen til Farstad anses derfor som **konkurranseparitet**.

4.3.4 Omdømme og merkenavn

Farstad har lang erfaring i offshorebransjen og har opparbeidet seg et kjent merkenavn. Gjennom flere lange samarbeid i bransjen, både med kunder og leverandører, mener vi Farstad har oppnådd tillit og godt omdømme, noe som har styrket verdien av merkenavnet. Ifølge sammenligningen som ble gjort i kapittel 2.3.2 har Farstad vært litt lenger i bransjen enn gjennomsnittet, men dette gir ikke grunnlag nok til å vurdere erfaringen som sjelden. De andre aktørene har også lang erfaring i markedet, og vi vurderer også deres merkenavn og omdømme som godt. Siden også de andre aktørene i bransjeutvalget vurderes på nivå med Farstad i forhold til omdømme og merkenavn, mener vi dette tilsvarer **konkurranseparitet**.

4.3.5 Finansiell styrke

I kapittel 6. hvor vi analyserer Farstad sin risiko i forhold til bransjen kommer det frem at Farstad har en historisk bedre likviditet og soliditet enn bransjen, og vi anser derfor det til å være en sjelden ressurs. Historisk sett tilsier den gode likviditeten at Farstad har hatt en bedre evne til å betale krav etter hvert som de har forfalt. Videre viser Farstad sin gode soliditet i forhold til bransjen at de har en større buffer i nedgangstider. På nåværende tidspunkt er også den finansielle strukturen til Farstad mindre risikabel enn bransjeutvalget jamfør kapittel 6.2.3. Til sammen betyr dette en mindre konkurssannsynlighet for Farstad enn bransjen, og ressursen anses derfor som viktig. Dette kan medføre bedre lånebetingelser og større muligheter for Farstad til å investere i nye skip og ny teknologi for å opprettholde en konkurransedyktig flåte. Ressursen er krevende å imitere på kort sikt. Dette kommer av at det

tar tid for konkurrentene å omstrukturere finansieringen, noe som sannsynligvis vil være spesielt krevende i en nedgangskonjunktur. Den finansielle styrken anser vi til å være et **midlertidig fortrinn**.

4.3.6 Oppsummering av VRIO

Ressurs	Verdifull	Sjelden	Imiterbar	Organisert	Utfall
Flåten	Ja	Ja	Ja	Ja	Midlertidig fortrinn
Lokalisering	Ja	Nei	Ja	Ja	Konkurranseparitet
Human kapital	Ja	Nei	Ja	Ja	Konkurranseparitet
Omdømme og merkenavn	Ja	Nei	ja	Ja	Konkurranseparitet
Finansiell styrke	Ja	Ja	Ja	Ja	Midlertidig fortrinn

Tabell 4.2 – VRIO oppsummering

Vi mener oppsummeringen av VRIO-analysen tyder på at Farstad har hatt en liten ressursfordel i forhold til bransjen i analyseperioden. Vi mener at flåten har vært en kilde til konkurransefortrinn og kan ha vært med på å bidra til en god rentabilitet. Både lokaliseringen, humankapitalen samt omdømme og merkenavnet deres har vi vurdert til å være konkurranseparitet med bransjen. Farstads finansielle styrke har vi vurdert som et midlertidig fortrinn i analyseperioden. Den gode likviditeten, soliditeten og finansieringsstrukturen vil kunne spille en viktig rolle i den nåværende nedgangskonjunkturen, og tilsier en lavere konkursrisiko for selskapet. Om Farstad klarer å utnytte sine midlertidige fortrinn i flåten og finansiell styrke tror vi de også videre kan ha en liten ressursfordel i forhold til bransjen.

4.4 Oppsummering - strategisk fordel og risiko

For å oppsummere analysene av de eksterne og interne forholdene, vil vi benytte SWOT rammeverket fra Johnson et al., (2014). Dette gir oss oversikt over strategisk fordel og strategisk risiko. Det vi sitter igjen med her, er den strategiske innsikten som vi trenger for å lage fremtidsregnskapet. Fra de eksterne analysene, PESTEL og porters fem krefter, oppsummeres muligheter og trusler, og fra den interne analysen, VRIO, oppsummeres styrker og svakheter. Mange av forutsetningene som tas for å utarbeide fremtidsregnskapet i del 3, bygger på den strategiske innsikten vi har fått gjennom den strategiske analysen. Som vi ser av figuren under inneholder SWOT-analysen et stort antall faktorer som vil påvirke Farstad i fremtiden, og da spesielt mange makrofaktorer. Ifølge Johnson et al., (2014) bør man prioritere de faktorene man mener er viktigst. I oppsummeringen av PESTEL-analysen kom vi frem til at de politiske og økonomiske faktorene er de makroforholdene som betyr mest for bransjen. Disse vil derfor bli vektlagt mer enn andre ved budsjettering av fremtiden.

SWOT		
	<u>(S) - Styrker</u>	<u>(W) - Svakheter</u>
<u>Intern Ressursorientert Analyse</u>	<ul style="list-style-type: none"> + Farstadflåten <ul style="list-style-type: none"> ○ AHTS ○ PSV + Finansiell styrke 	<ul style="list-style-type: none"> - Mindre enn bransjeutvalget i Subsea - Litt lavere kontraktsdekning enn bransjen fremover
	<u>(O) - Muligheter</u>	<u>(T) - Trusler</u>
<u>Ekstern Bransjeorientert Analyse</u>	<ul style="list-style-type: none"> - Nasjonal og internasjonal politikk - Vekst i Australia og Brasil markedet - Vekst i Subsea - Lav rente - Verdenssetterspørselen øker - Teknologisk utvikling og innovasjon - Kompetansen og kulturen i Norge - Grønnere fartøy - Lav leverandørmakt 	<ul style="list-style-type: none"> - Vedvarende sanksjoner mot Russland - Vedvarende lav oljepris, vedvarende lavkonjunktur og lave fraktrater - Overkapasitet i markedene - Økt oppmerksomhet på fornybar energi. - Høy Intern rivalisering - Høy Kundemakt - Nyetableringer (moderat)

Figur 4.2 – SWOT-analyse

4.5 Strategisk innsikt til fremtidsregnskap

Ut ifra den strategiske analysen har vi fått innsikt i de underliggende økonomiske forholdene til Farstad i analyseperioden. Fra et strategisk ståsted har vi utarbeidet en oversikt over hvordan vi mener Farstad sin rentabilitet har vært over analyseperioden, og hvordan vi tror den kommer til å bli i fremtiden. Ettersom finansieringen er lite strategisk (Knivsfå 2015i) er oversikten utarbeidet i forhold til strategisk fordel i drift. Dersom Farstad har en rentabilitet større enn kravet har de en strategisk fordel, og avviket er kjent som superrentabilitet. Den strategiske fordel i drift er delt inn i bransjefordel, altså at bransjen i snitt har høyere rentabilitet enn kravet, og ressursfordel, at Farstad har høyere rentabilitet enn bransjen.

Strategisk innsikt	2009-2014	2015-2016	2017-2028	Fremover
Bransjefordel	$ndr_b < ndk$	$ndr_b < ndk$	$ndr_b > ndk$	$ndr_b > ndk$
+ Ressursfordel	$ndr > ndr_b$	$ndr > ndr_b$	$ndr = ndr_b$	$ndr = ndr_b$
= Strategisk fordel	$ndr = ndk$	$ndr < ndk$	$ndr > ndk$	$ndr > ndk$

Figur 4.3 – Bransjefordel, ressursfordel og Strategisk driftsfordel til fremtidsregnskap

Analyseperioden, 2009 - 2014

I analyseperioden har vi inkludert både oppgang- og nedgangskonjunktur for offshorebransjen. En relativt høy oljepris og høy aktivitet offshore representerer oppgangen i analyseperioden, mens lave rater som følge av høy tonnasje og ettervirkninger av finanskrisen representerer nedgangen, jamfør kapittel 4.2.1.7 Totalt sett mener vi perioden inneholder mer nedgang enn oppgang, samtidig som tror vi konkurransekraftene diskutert i Porter-analysen i kapittel 4.2.2. har bidratt til å presse ned rentabiliteten. Vi forventer derfor at analyseperioden inneholder en svak bransjeulempe. Konklusjonen fra VRIO-analysen i kapittel 4.3.6 viser til at Farstad har hatt en liten ressursfordel i perioden 2009-2014 som følge av fortrinn i flåte og finansiell styrke. Den antas imidlertid å ha vært såpass svak at den ikke har gitt noen betydelig historisk strategisk fordel.

Budsjettperioden 2015 - 2028, og fremover:

For at vi på en best mulig måte skal kunne lage et godt fremtidsregnskap, har vi delt opp våre konklusjoner fra den strategiske analysen i 3 forskjellige perioder.

2015 - 2016:

Farstads svake ressursfordel tror vi vil vare på kort sikt ettersom fortrinnene anses som midlertidige. Ifølge oppsummeringen av PESTEL-analysen i kapittel 4.2.1.7 vil årene 2015 og 2016 være preget av nedgangskonjunktur. Denne kommer av lav aktivitet, som følge av et lavt investeringsnivå og vedvarende lav oljepris, og lave rater, som følge av overkapasitet på skip i markedet. En konsekvens tror vi vil være lav utnyttelsesgrad som følge av lav etterspørsel og høyt tilbud. Ettersom ratene vil være lave, vil dette også ha negativ innvirkning på marginene til Farstad og bransjen. Omstillinger for å kutte kostnader vil sannsynligvis ta tid, og forventes ikke å "redde" marginene på kort sikt. Som følge av lave utnyttelsesgrader og lave priser mener vi også driftsinntektene vil være lave for bransjen disse årene. Ifølge oppsummeringen av PESTEL-analysen antas det imidlertid at nedgangen i bransjen kommer til å bremses litt i 2016 som følge av store kontraktstildelinger til Johan Sverdrup-feltet. På grunnlag av dette forventer vi en bransjeulempe i 2015 og 2016. Vi tror ressursfordelen til Farstad vil være svakere enn bransjeulempen i 2015 og 2016, slik at det totalt sett vil være en strategisk driftsulempe i denne perioden.

2017 - 2028:

I oppsummeringen til VRIO - analysen i kapittel 4.3.6 konkluderte vi med at Farstad ville ha en svak ressursfordel på kort sikt. Denne ressursfordelen antar vi at vil forsvinne i løpet av perioden 2017 - 2028. Dette betyr at utviklingen i lønnsomhet for perioden hovedsakelig vil være bransjerelatert. Det forventes etter konklusjonene av PESTEL-analysen i kapittel 4.2.1.7 at en ny global vekstperiode for offshoreinvesteringer starter i 2018. Videre forventes det at de store kontraktstildelinger til Johan Sverdrup feltet vil ha positiv innvirkning på offshoreinvesteringer i Nordsjømarkedet i 2016. Ettersom bransjeutvalget og Farstad opererer i Nordsjøen forventes en ny vekstperiode å starte i 2017. Dette mener vi vil slå ut i økte marginer, utnyttelsesgrader og driftsinntekter for bransjen, som følge av at aktiviteten og nivået på ratene vil øke. Bransjeulempen antas dermed å gradvis bli utlignet fra starten av perioden 2017-2028, og utvikle seg til en bransjefordel på lang sikt. Bransjefordelen antas imidlertid ikke å bli veldig høy ettersom den sterke konkurransen som er synliggjort i Porter-analysen i kapittel 4.2.2 bidrar til begrenset rentabilitet.

2028 - Fremover:

Vi mener videre at bransjen vil kunne bevare en svak bransjefordel også etter 2028. Av tabell 2.3 kan man se at alle selskapene har lang erfaring fra bransjen og det er rimelig å tro de vil være tilpasningsdyktige i forhold til hvordan offshoremarkedet utvikler seg. Vi mener det ikke

vil være utenkelig at de vil tilpasse seg andre shippingmarked om olje- og gassmarkedet offshore skulle bli ugunstig i fremtiden.

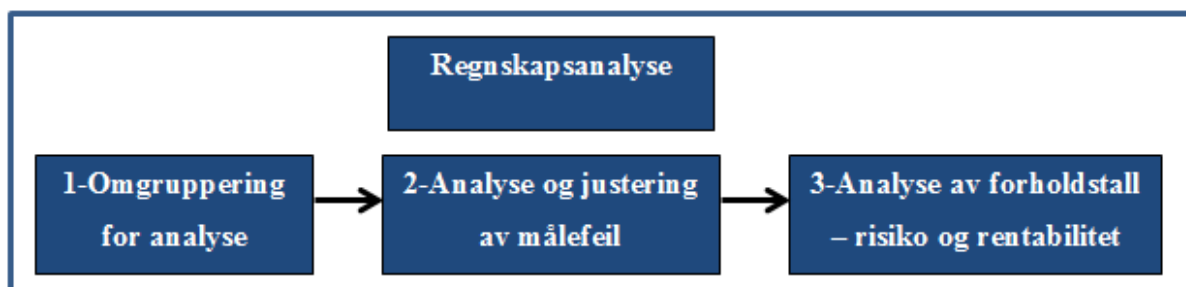
5.0 Regnskapsanalyse

Ifølge Penman (2013) er hensikten med regnskapsanalyse å finne aspektene i regnskapet som kan si oss noe om virksomhetens verdi. Aspektene knyttes til selskapets historie, samt nåværende og fremtidig finansiell situasjon. Informasjonen som hentes ut ved å utføre en slik analyse vil gi grunnlag for regnskapsbasert budsjettering og vil sammen med den strategiske analysen brukes til å utarbeide et fremtidsregnskap (Penman, 2013).

5.1 Rammeverk og praktiske valg

Regnskapsanalysen tar utgangspunkt i årsregnskapene til Farstad og de sammenlignbare selskapene vi identifiserte tidligere i oppgaven. Ved hjelp av “trailing” av kvartalsrapporter vil man kunne sørge for et sterkere grunnlag for analysen ved at den bygger på så oppdaterte tall som mulig (Knivsfå, 2015b). På analysetidspunktet vårt er årsregnskapene for 2014 de nyeste regnskapstallene, slik at det ikke vil være nødvendig for oss å utføre “trailing”.

Ser man bort fra trailing, består regnskapsanalysens fremgangsmåte av tre steg. Regnskapene vil først omgrupperes på en måte som klargjør dem for analyse (Knivsfå, 2015b). Alle regnskapstallene er hentet fra Farstad og bransjeutvalget sine årsrapporter, som alle er oppgitt i kildehenvisningen i slutten av oppgaven. For å fremstille et mest mulig rettviseende bilde av den økonomiske situasjonen vil vi videre vurdere å følge Palepu et al., (2013) sin anbefaling om å justere for eventuelle målefeil. I det siste steget vil det utføres en analyse av forholdstall for å få innsikt i Farstads risiko og rentabilitet i forhold til komparative selskaper. Rammeverket nedenfor er basert på Knivsfå (2015c) og på Penman (2013) sitt andre steg i prosessen for fundamental analyse.



Figur 5.1 – Rammeverk for regnskapsanalyse

5.1.1 Valg av analysenivå

Man kan analysere regnskapet på konsernnivå eller på selskapsnivå. Ifølge Kaldestad og Møller (2011) bør man analysere regnskapet samlet fra konsernregnskapet dersom virksomheten er tett driftsmessig integrert innenfor et virksomhetsområde. Det kan imidlertid være problematisk at man har operasjoner i flere land. Dette kommer av at forskjellige valutaer i konsernregnskapet er komplisert, og det at man bør analysere kontantstrøm fra forskjellig valuta for seg selv (Kaldestad & Møller, 2011). Farstad driver kun innenfor et virksomhetsområde, og vi mener derfor det er mest hensiktsmessig å gjennomføre analysen på konsernnivå. Dette anbefales også av Knivsflå (2015b) ettersom konsernregnskapet viser bedre omfanget av virksomheten.

5.1.2 Valg av analyseperiode

Ifølge Kaldestad og Møller (2011) er sykliske selskaper utfordrende å verdsette. Da selskapene svinger i forhold til sykluser er det vanskelig å budsjettere fremtiden. Kaldestad og Møller (2011) skriver at lengden på analyseperioden også avhenger av om virksomheten er stabil eller ustabil. Her kommer de tilbake til at det er viktig med en lang analyseperiode ettersom de opererer i en syklisk bransje, og med dette får frem lønnsomheten over tid. Vi benytter en analyseperiode på 6 år, hvor vi tar for oss årene 2009 til 2014. Denne perioden inkluderer både oppgangskonjunktur og nedgangskonjunktur for bransjen jamfør vår strategiske innsikt i kapittel 4.5. Ser man bort fra syklusene kan Farstad og de andre selskapene som representerer bransjen vise til en stabil drift over lang tid. I tillegg til dette har vi vurdert bransjen til å være i en moden fase jamfør kapittel 3.2, og vi mener dermed de eldre regnskapstallene vil være representative for dagens- og videre drift.

5.1.3 Valg av komparative selskap

I kapittel 2.3.1 identifiserte vi de selskapene som er mest sammenlignbare med Farstad. Vi kom frem til at bransjeutvalget skulle bestå av DOF, Solstad, Havila og Farstad. I regnskapsanalysen er det også disse som vil utgjøre bransjeutvalget. Vi vil derfor omgruppere regnskaper og balanser for både Farstad og for resten av bransjeutvalget. Dette gir oss grunnlag til å beregne forholdstall og nøkkeltall til hver enkelt bedrift. Et tidsvektet snitt av alle forhold- og nøkkeltall vil utgjøre sammenligningsgrunnlaget for Farstad i regnskapsanalysen.

5.2 Presentasjon av rapporterte tall

Nedenfor presenteres Farstadkonsernets resultatregnskap og balanser for perioden 2008-2014. Opplysningene er hentet fra Farstads årsrapporter som legges ut på deres hjemmesider, og er offentlig informasjon. Tallene er oppgitt i NOK 1000, og er regnskapsført etter IFRS.

Farstad - Resultatregnskap							
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Driftsinntekter							
Fraktinntekter	2 943 241	3 237 111	3 323 899	3 578 870	3 709 941	3 998 418	4 352 040
Andre inntekter	15 383	20 468	3 802	6 019	4 083	8 749	16 898
Sum driftsinntekter	2 958 624	3 257 579	3 327 701	3 584 889	3 714 024	4 007 167	4 368 938
Gevinst ved salg av anleggsmidler	61 050		1 114	16 909	-10 252	7 044	15 015
Sum driftsinntekter og gevinst ved salg	3 019 674	3 257 579	3 328 815	3 601 798	3 703 772	4 014 211	4 383 953
Driftskostnader							
Mannskapskostnader skip	789 673	926 878	1 161 855	1 389 567	1 514 873	1 569 794	1 748 411
Andre driftskostnader skip	350 428	421 208	582 968	559 231	593 965	637 354	728 912
Administrasjon	150 443	173 333	197 830	234 565	288 736	283 132	265 167
Sum driftskostnader	1 290 544	1 521 419	1 942 653	2 183 363	2 397 574	2 490 280	2 742 490
Resultat før avskrivninger (EBITDA)	1 729 130	1 736 160	1 386 162	1 418 435	1 306 198	1 523 931	1 641 463
Avskrivninger	365 438	454 909	516 237	544 808	575 928	654 407	856 143
Driftsresultat før andre inntekter og kostnader	1 363 692	1 281 251	869 925	873 627	730 270	869 524	785 320
Gevinst ved trinnavskrivning				70 431			
Driftsresultat (EBIT)	1 363 692	1 281 251	869 925	944 058	730 270	869 524	785 320
Finansposter							
Finansinntekter	86 200	78 243	74 582	64 632	48 305	49 995	35 243
Finanskostnader	307 942	304 153	395 155	410 900	435 844	554 201	617 505
Realisert kursgevinst/(tap) valuta	83 122	18 843	108 521	25 436	15 827	25 814	71 123
Urealisert kursgevinst/(tap) valuta	-315 804	349 506	-165 324	-92 915	-33 861	-111 161	-281 179
Resultat av finansposter	-454 424	142 439	-377 376	-413 747	-405 573	-589 553	-792 318
Skatt og resultater							
Resultat før skatt	909 268	1 423 690	492 549	530 311	324 697	279 971	-6 998
Skatt	-316 287	-507 813	60 783	-38 137	12 866	19 847	1 343
Årets resultat	1 225 555	1 931 503	431 766	568 448	311 831	260 124	-8 341
Andre inntekter og kostnader							
Endringer estimatavvik pensjoner					38 770	22 166	-29 025
Endring valutatermin og SWAP-kontrakter	-101 813	82 135	-7 282	-53 866	23 303	-36 362	-233 604
Endring utsatt skatt	14 347	-3 538	2 351	2 014	-9 439		1 496
	-87 466	78 597	-4 931	-51 852	52 634	-14 196	-261 133
Valutaeffekter omregning utenlandse DS.	27 786	-1 949	20 842	-66 670	-98 937	-26 803	133 258
Belastet miljøfondet		-335	-233				
Andre egenkapitaleffekter	6	-296	29				
Sum andre inntekter og kostnader	-59 674	76 017	15 707	-118 522	-46 303	-40 999	-127 875
Årets totalresultat	1 165 881	2 007 520	447 473	449 926	265 528	219 125	-136 216

Tabell 5.1 – Resultatregnskap Farstad Shipping 2008-2014

Endring i EK	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Egenkapital IB	4 439 988	6 251 895	6 582 368	6 820 235	6 775 849	6 877 974
Endring i regnskapsstandard			0	-114 914	0	0
Årets resultat	1 931 503	431 766	568 448	311 831	260 124	-8 341
Andre inntekter og kostnader	76 017	15 707	-118 522	-46 303	-40 999	-127 875
Utdelt utbytte	-195 000	-117 000	-156 000	-195 000	-117 000	-117 000
Reversert omregning oppkjøp			-56 059			
Avgang minoritetsinteresser	-613					
Egenkapital UB	6 251 895	6 582 368	6 820 235	6 775 849	6 877 974	6 624 758

Tabell 5.2 – Endring i EK

Farstad - Balanse							
EIENDELER							
Anleggsmidler	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Goodwill	30 247	30 247	30 247	112 090	100 032	96 778	101 938
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
Utsatt skattefordel	54 831		47 242	67 894	68 764	63 506	83 865
Andre langsiktige fordringer	14 517	24 977	27 824	35 967	5 008	17 861	16 302
Fordring konsernselskap	-						
Valuta- og rentesikringsavtaler	-		43 364	25 076	26 456	776	
Aksjer	5 123	5 170	5 204	5 209	5 078	5 071	5 059
Sum anleggsmidler	8 471 716	10 489 348	11 685 582	12 364 980	13 127 382	14 696 683	16 225 703
Omløpsmidler							
Kundefordringer frakttanter	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	210 853	181 273	229 635	281 865	267 003
Valuta- og rentesikringsavtaler	-	15 671					
Andre kapitalplasseringer	198 998	188 291	133 338	106 661	71 932	79 028	73 818
Kontanter og kontantekvivalanter	1 544 379	1 525 413	2 136 364	1 342 256	1 495 147	1 800 667	2 121 076
Sum omløpsmidler	2 440 614	2 528 374	2 992 602	2 227 178	2 477 848	2 840 382	3 168 816
Sum eiendeler	10 912 330	13 017 722	14 678 184	14 592 158	15 605 230	17 537 065	19 394 519
EGENKAPITAL OG GJELD							
EGENKAPITAL	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Innskutt egenkapital							
Aksjekapital	39 000	39 000	39 000	39 000	39 000	39 000	39 000
Overkursfond	198 396	198 396	198 396	198 396	198 396	198 396	198 396
Sum innskutt egenkapital	237 396	237 396	237 396	237 396	237 396	237 396	237 396
Opptjent egenkapital							
Annen egenkapital	4 201 936	6 014 499	6 344 972	6 582 839	6 538 453	6 640 578	6 387 362
Sum opptjent egenkapital	4 201 936	6 014 499	6 344 972	6 582 839	6 538 453	6 640 578	6 387 362
Minoritetsinteresser	656	0	0	0	0	0	0
Sum egenkapital	4 439 988	6 251 895	6 582 368	6 820 235	6 775 849	6 877 974	6 624 758
GJELD							
Langsiktig gjeld							
Pensjonsforpliktelse	56 181	60 118	61 901	64 469	112 324	105 431	97 043
Utsatt skatt	-	14 902	30 279	48 125	43 607	41 790	42 657
Valuta- og rentesikringsavtaler	-		24 900	45 791	54 970	40 633	224 694
Langsiktig skattegjeld	508 476		9 516	4 758			
Rentebærende gjeld	4 719 722	5 466 499	6 287 220	5 855 651	6 595 642	8 702 740	9 932 526
Sum langsiktig gjeld	5 284 379	5 541 519	6 413 816	6 018 794	6 806 543	8 890 594	10 296 920
Kortsiktig gjeld							
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
Valuta- og rentesikringsavtaler	153 134						
Annen kortsiktig gjeld	220 041	253 193	412 534	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
Sum kortsiktig gjeld	1 187 963	1 224 308	1 682 000	1 753 129	2 022 838	1 768 497	2 472 841
Sum gjeld	6 472 342	6 765 827	8 095 816	7 771 923	8 829 381	10 659 091	12 769 761
Sum gjeld og egenkapital	10 912 330	13 017 722	14 678 184	14 592 158	15 605 230	17 537 065	19 394 519

Tabell 5.3 – Balanseoppstilling Farstad Shipping 2008-2014

5.3 Omgruppering for investororientert analyse

Farstads regnskap er oppstilt etter IFRS og er dermed mest kredittorientert. Ifølge Gjesdal (2007) legger nyere ideer om regnskapsanalyse stor vekt på at resultatregnskap, balanse og kontantstrømoppstilling må spesifiseres slik at det legges til rette for en verdivurdering. Man må derfor omgruppere oppstillingene slik de blir mer investororientert. Nødvendig informasjon for å gjennomføre omgrupperingen hentes fra noteopplysninger fra årsregnskapet. Ifølge Knivsflå (2015c) er hensikten med omgrupperingen å skreddersy oppstillingene slik de er klare for analyse. Dette er også nødvendig for å utarbeide et fremtidsregnskap som egnes til bruk av fundamentale verdsettelsesmodeller (Penman, 2010).

5.3.1 Omgruppering av resultatregnskapet

I dette delkapittelet omgrupperer vi resultatregnskapet til Farstad slik det blir fremstilt på en mer hensiktsmessig måte ut fra vårt formål. Etersom formålet vårt er å verdsette selskapet er det ifølge Gjesdal (2007, p. 5) “viktig å skille mellom driftsrelaterte og driftsfremmede eiendeler, mellom rentebærende og “rentefri” gjeld og mellom normale og unormale poster”. Samtidig må man ta høyde for “dirty surplus” som representerer brudd på kongruensprinsippet og fordele skattekostnaden (Penman, 2013). Fremgangsmåten vi bruker for å omgruppere resultatregnskapet er de fire stegene presentert av Knivsflå (2015c):

- Steg 1. Identifisere fullstendig nettoresultat
- Steg 2. Fordele fullstendig nettoresultat
- Steg 3. Identifisere normale og unormale poster
- Steg 4. Fordele skattekostnaden

5.3.1.1 Steg 1: Identifisering av fullstendig nettoresultat til egenkapitalen

Fullstendig nettoresultat til egenkapitalen består av rapportert årsresultat, annet fullstendig resultat og “dirty surplus”. Etter IFRS-reglene eksisterer posten annet fullstendig resultat. Posten finnes etter årsresultatet, og de utgjør sammen det totale resultatet. “Dirty Surplus” er inntekter og kostnader som blir ført direkte mot egenkapitalen, og er brudd på § 4-3 kongruensprinsippet i regnskapsloven (Knivsflå, 2015c). Fra årsrapportene trekker vi ut det rapporterte årsresultatet for hvert av årene, samtidig som vi identifiserer andre resultatelementer og “dirty surplus”. Vi har funnet annet fullstendig årsresultat for alle årene i

analyseperioden og “dirty surplus” i årene 2011 og 2012. Nedenfor presenteres oversikten over det fullstendige nettoresultatet til egenkapitalen som vi videre vil fordele i neste steg.

Totalresultat	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Årsresultat konsern	1 931 503	431 766	568 448	311 831	260 124	-8 341
Andre driftsrelaterte resultatelementer	77 966	-5 135	-51 852	52 634	-14 196	-261 133
Andre finansielle resultatelementer	-1 949	20 842	-66 670	-98 937	-26 803	133 258
Årets totalresultat	2 007 520	447 473	449 926	265 528	219 125	-136 216
Endringer i egenkapital	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Egenkapital 01.01	4 439 988	6 251 895	6 582 368	6 820 235	6 775 849	6 877 974
+ Totalresultat	2 007 520	447 473	449 926	265 528	219 125	-136 216
- Utbetalt utbytte	-195 000	-117 000	-156 000	-195 000	-117 000	-117 000
+ Netto kapitalinnskudd						
+ Driftsrelatert "dirty surplus"			-56 059	-114 914		
+ Finansielt "dirty surplus"						
- Avgang minoritetsinteresse	-613					
= Egenkapital 31.12	6 251 895	6 582 368	6 820 235	6 775 849	6 877 974	6 624 758
Årets totalresultat	2 007 520	447 473	449 926	265 528	219 125	-136 216
Dirty surplus	0	0	-56 059	-114 914	0	0
Fullstendig nettoresultat (FNR)	2 007 520	447 473	393 867	150 614	219 125	-136 216

Tabell 5.4 – Steg 1: Identifisering av fullstendig nettoresultat til egenkapitalen

5.3.1.2 Steg 2: Fordeling av fullstendig nettoresultat

I dette steget fordeler vi Farstads fullstendige nettoresultat slik at alle kapitaler i balansen får sitt resultat før skatt. En fordeling til drift, gjeld og eiere er viktig for å forstå kildene til det fullstendige nettoresultatet og for å gjøre klart hvordan resultatet er fordelt (Penman, 2013). Nedenfor fremstiller vi det fullstendige drifts- og finansresultatet før skatt. Ved å gå gjennom regnskapsnoter har vi skilt drifts- og finansposter fra hverandre. “Dirty surplus” som er identifisert i år 2011 og 2012 er regnet som driftsrelatert. Innen “annet fullstendig resultat” har vi også konkludert med at alle postene er driftsrelaterte, bortsett fra valutaeffekter som vi regner som finansrelatert.

Fullstendig driftsresultat	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Driftsresultat	1 281 251	869 925	944 058	730 270	869 524	785 320
Driftsrelatert annet fullstendig resultat	77 966	-5 135	-51 852	52 634	-14 196	-261 133
Driftsrelatert "dirty surplus"	0	0	-56 059	-114 914	0	0
Fullstendig driftsresultat før skatt	1 359 217	864 790	836 147	667 990	855 328	524 187

Tabell 5.5 – Steg 2: Fordeling av fullstendig netto driftsresultat

Fullstendig finansresultat	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Finansresultat	142 439	-377 376	-413 747	-405 573	-589 553	-792 318
Finansrelatert annet fullstendig resultat	-1 949	20 842	-66 670	-98 937	-26 803	133 258
Finansiell "dirty surplus"	0	0	0	0	0	0
Fullstendig finansresultat før skatt	140 490	-356 534	-480 417	-504 510	-616 356	-659 060

Tabell 5.6 – Steg 2: Fordeling av fullstendig netto finansresultat

5.3.1.3 Steg 3: Normale og unormale poster

Ifølge Gjesdal (2007) er det viktig å skille normale og unormale resultatelementer når formålet med regnskapsanalysen er verdsettelse. Å identifisere det normale driftsresultatet er spesielt viktig ettersom det er dette som er mest velegnet til å prognostisere. Unormale resultatelementer er “vesentlige, uregelmessige, og uten sammenheng med ordinær virksomhet eller forårsaket av helt unormal forretningsrisiko” (Gjesdal, 2007, p. 15). Samtidig vil det være naturlig å inkludere resultat av virksomhet som skal avvikles og andre eventuelle resultatelementer som antas forbigående.

Normale og unormale driftsposter

Gevinsten ved trinnvis oppkjøp i 2011 vurderer vi som unormal ettersom den er uregelmessig og ikke har sammenheng med ordinær virksomhet. Nedskrivninger anser vi som unormale driftskostnader, og Farstad sin nedskrivning i 2014 klassifiseres derfor som en unormal post. Videre velger vi å skille ut gevinst ved salg av skip for årene 2010 til 2013 som unormale poster. Salg av skip er en aktivitet som vi ser på som har sammenheng med ordinær virksomhet. Imidlertid er salg av skip en post som er vanskelig å predikere, da gevinst på skip og antall som selges årlig kan i stor grad variere. Vi vurderer derfor denne posten som unormal. I tillegg regnes annet fullstendig driftsresultat og driftsrelatert “dirty surplus” som unormale driftsposter etter skatt. Resten av driftspostene antas å være normale. Tabellene nedenfor viser de driftspostene som vi har klassifisert som unormale, og beregning av normalt driftsresultat.

Oversikt unormale DI & DK (før skatt)	SYMBOL	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Unormale driftsinntekter							
Gevinst ved trinnvise kjøp		0	0	70 431	0	0	0
Gevinst ved salg av skip		0	1 114	16 909	-10 252	7 044	15 015
Sum unormale driftsinntekter	UDI	0	1 114	87 340	-10 252	7 044	15 015
Unormale driftskostnader							
Nedskrivninger		0	0	0	0	0	101 795
Sum unormale driftskostnader	UDK	0	0	0	0	0	101 795
Unormalt driftsresultat (før skatt)							
	UDR	0	1 114	87 340	-10 252	7 044	-86 780

Unormale driftsposter før og etter skatt	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Unormalt driftsresultat (før skatt)	0	1 114	87 340	-10 252	7 044	-86 780
Driftsrelatert annet fullstendig resultat (etter skatt)	77 966	-5 135	-51 852	52 634	-14 196	-261 133
Driftsrelatert "dirty surplus" (etter skatt)	0	0	-56 059	-114 914	0	0
Normal driftsresultat						
Rapportert driftsresultat	1 281 251	869 925	944 058	730 270	869 524	785 320
Unormalt driftsresultat	0	1 114	87 340	-10 252	7 044	-86 780
Normalt driftsresultat	1 281 251	868 811	856 718	740 522	862 480	872 100

Tabell 5.7 – Steg 3: Normale og unormale driftsposter

Normale og unormale finansposter

Som følge av at finanspostene varierer mye og ikke er i sammenheng med ordinær virksomhet velger vi å klassifisere de aller fleste som unormale poster. De eneste finansielle postene vi har vurdert som normale er renteinntekter, mottatt aksjeutbytte, pantegjeldsrenter og andre rentekostnader, da de er mer stabile og lettere å predikere. Under er en oversikt over de finanspostene vi anser som unormale.

Oversikt unormale FI & FK (før skatt)	SYMBOL	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Unormale finansinntekter							
Verdiøkning markedsbaserte omløpsmidler		14 959	7 688	4 627	4 382	7 412	1 961
Andre finansinntekter		13 876	8 232	10 912	6 882	4 816	2 523
Realisert agio		164 331	238 537	181 350	150 750	220 110	229 101
Ikke realisert agio		349 506	34 485	43 796	28 945	77 423	81 979
Sum unormale finansinntekter	UFI	542 672	288 942	240 685	190 959	309 761	315 564
Unormale finanskostnader							
Verdireduksjon markedsbaserte omløpsmidler		3 448	2 049	5 748	2 797	120	319
Andre finanskostnader		10 358	16 360	22 069	18 588	19 755	33 174
Realisert disagio		145 488	130 016	155 914	134 923	194 296	157 978
Ikke realisert disagio		0	199 809	136 711	62 806	188 584	363 158
Sum unormale finanskostnader	UFK	159 294	348 234	320 442	219 114	402 755	554 629
Unormalt finansresultat (før skatt)	UFR	383 378	-59 292	-79 757	-28 155	-92 994	-239 065

Unormale finansposter før og etter skatt	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Unormalt finansresultat (før skatt)	383 378	-59 292	-79 757	-28 155	-92 994	-239 065
Finansrelatert annet fullstendig resultat (etter skatt)	-1 949	20 842	-66 670	-98 937	-26 803	133 258
Finansrelatert "dirty surplus" (etter skatt)	0	0	0	0	0	0

Tabell 5.8 – Steg 3: Normale og unormale finansposter

Normale og unormale skattekostnader

Som unormale skattekostnader har vi inkludert "beregnet skatt ved overgang til ny rederibeskatningsordning" og "utsatt skatt som følge av gevinst ved trinnvis oppkjøp". De siste tre årene har det ikke vært noen unormal skattekostnad. I tabellene under beregner vi unormale og normale skattekostnader.

Unormal skatt	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Beregnet skatt ved overgang til ny rederibeskatnings	-635 595	14 273				
Utsatt skatt på gevinst ved trinnvis oppkjøp			-35 457			
Unormal skattekostnad (skattefordel)	-635 595	14 273	-35 457	0	0	0
Normal skattekostnad (NSK)						
Rapportert skattekostnad	-507 813	60 783	-38 137	12 866	19 847	1 343
Unormal skattekostnad	-635 595	14 273	-35 457	0	0	0
Normal skattekostnad	127 782	46 510	-2 680	12 866	19 847	1 343

Tabell 5.9 – Steg 3: Normale og unormale skattekostnader

5.3.1.4 Steg 4: Fordeling av skattekostnaden

Ifølge Penman (2013) fordeles skatt opp i to deler, skatt på postene over skattelinjen og skatt på postene under skattelinjen. I tillegg til skatteposten som hører til det vanlige årsresultatet, kan man også måtte betale skatt på poster under skatteposten. Imidlertid rapporteres ekstraordinære poster og andre poster etter skatt, noe som også er tilfellet for "dirty surplus". Derfor trenger man ikke å fordele skatter ut på disse postene.

Ved fordeling av skattekostnaden må man finne den normaliserte driftsskattesatsen (ndss). Den normaliserte driftsskattesatsen finner vi ved å først beregne driftsskattesatsen for hvert av årene mellom 2009 til 2014, og deretter beregne gjennomsnittet av disse satsene. Medianen kan også alternativt benyttes dersom dss skiller seg veldig ut i forhold til andre år. Driftsskattesatsen beregner vi fra formelen fra Knivsflå (2015c):

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

NSK = rapportert skattekostnad – unormal skattekostnad

FI = normale finansinntekter med normal skattesats $f_{SS_{FI}}$

UFR = unormalt finansresultat med skattesats $f_{SS_{UFR}}$

FK = unormale finanskostnader med normal skattesats $f_{SS_{FK}}$

DR = normalt driftsresultat

UDR = unormalt driftsresultat

Unormal driftsskattesats	2009	2010	2011	2012	2013	2014
dss	10 %	17 %	11 %	17 %	20 %	25 %
-ndss	17 %	17 %	17 %	17 %	17 %	17 %
= undss	-7 %	0 %	-5 %	0 %	3 %	8 %

Tabell 5.10- Steg 4: Beregning av unormal driftsskattesats

Etter å ha beregnet hva driftsskattesatsen er, kan vi videre finne den normaliserte og den unormale driftsskattesatsen. Den normaliserte driftsskattesatsen har vi beregnet til å være gjennomsnittet til driftsskattesatsen over perioden som er 17 %. Dette samsvarer med medianen, slik at satsen er uavhengig av hvilken metode vi benytter.

Fordeling av skattekostnad	SYMBOL	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Normal driftsskattekostnad	DSK = ndss x DR	214 032	145 134	143 114	123 703	144 076	145 683
+Skatt på finansinntekt	fssFI x FI	8 893	10 559	8 837	6 667	6 798	5 537
-Skatt på finanskostnad	fssFK x FK	78 394	101 721	103 432	111 904	144 268	157 683
+Skatt på unormalt driftsresultat	dss x UDR	0	190	9 832	-1 729	1 410	-21 716
+Unormal skatt på normalt DR	(undss) x DR	-85 757	3 021	-46 674	1 196	28 570	72 554
+Unormal skattekostnad	USK	-635 595	14 273	-35 457	0	0	0
+Skatt på unormal finansresultat	fssUFR x (UFI - UFK)	69 008	-10 673	-14 356	-5 068	-16 739	-43 032
=Rapportert skattekostnad	SK = NSK + USK	-507 813	60 783	-38 137	12 866	19 847	1 343

Tabell 5.11 – Steg 4: fordeling av skattekostnad

5.3.2 Omgruppering av balansen

5.3.2.1 Steg 1. Eventuelt avsett utbytte= Egenkapital

Ifølge Penman (2013) skal utbytte klassifiseres som egenkapital i den omgrupperte balansen. Farstad har benyttet IFRS i hele analyseperioden. Dette innebærer at utbytte allerede balanseføres som EK, og dermed må ikke posten omgrupperes.

5.3.2.2 Steg 2. Klargjøre drift og finans i Totalbalansen

Ved å gruppere totalbalansen slik man får fokus på drift kontra finansiering vil man endre balansen fra å være kreditorientert til investororientert. Eiendeler kan deles opp i driftsrelaterte og finansielle eiendeler. Driftsrelaterte er de som har med driften å gjøre, mens finansielle eiendeler, også kalt driftsfremmede eiendeler, er eiendeler som ikke har noe med driften å gjøre. Driftsrelatert gjeld er ofte rentefri og kalles gjerne ikke-rentebærende gjeld, mens finansiell gjeld ofte er rentebærende (Knivsflå, 2015d). Vi deler opp eiendeler og gjeld og synliggjør tydelig hvilke av postene som er relatert til drift og hvilke som er relatert til finans. Nedenfor presenteres totalbalansen hvor vi har delt inn i drift- og finansposter.

TOTALBALANSE	SYMBOL	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Driftsrelaterte anleggsmidler	DAM	8 466 593	10 484 178	11 680 378	12 359 771	13 122 304	14 691 612	16 220 644
Driftsrelaterte omløpsmidler	DOM	677 572	784 927	682 420	736 942	853 749	898 718	889 644
Driftsrelaterte eiendeler	DE	9 144 165	11 269 105	12 362 798	13 096 713	13 976 053	15 590 330	17 110 288
Finansielle anleggsmidler	FAM	5 123	5 170	5 204	5 209	5 078	5 071	5 059
Finansielle omløpsmidler	FOM	1 763 042	1 743 447	2 310 182	1 490 236	1 624 099	1 941 664	2 279 172
Finansielle eiendeler	FE	1 768 165	1 748 617	2 315 386	1 495 445	1 629 177	1 946 735	2 284 231
TOTALE EIENDELER	TE	10 912 330	13 017 722	14 678 184	14 592 158	15 605 230	17 537 065	19 394 519
Egenkapital	EK	4 439 332	6 251 895	6 582 368	6 820 235	6 775 849	6 877 974	6 624 758
Minoritetsinteresser	MI	656	0	0	0	0	0	0
Langsiktig driftsrelatert gjeld	LDG	564 657	75 020	126 596	163 143	210 901	187 854	364 394
Kortsiktig driftsrelatert gjeld	KDG	595 182	384 326	596 945	657 987	624 582	729 088	986 007
Driftsrelatert gjeld	DG	1 159 839	459 346	723 541	821 130	835 483	916 942	1 350 401
Langsiktig finansiell gjeld	LFG	4 719 722	5 466 499	6 287 220	5 855 651	6 595 642	8 702 740	9 932 526
Kortsiktig finansiell gjeld	KFG	592 781	839 982	1 085 055	1 095 142	1 398 256	1 039 409	1 486 834
Finansiell gjeld	FG	5 312 503	6 306 481	7 372 275	6 950 793	7 993 898	9 742 149	11 419 360
TOTALKAPITAL	TK	10 912 330	13 017 722	14 678 184	14 592 158	15 605 230	17 537 065	19 394 519

Tabell 5.12 – Steg 2: Drift og finans i totalbalansen

5.3.2.3 Steg 3: Fra total til Sysselsatt kapital

Totalbalansen vi utarbeidet ovenfor benyttes videre for å beregne sysselsatt kapital, som er innskutt kapital og dermed sysselsatt av eiere og finansielle långivere (Knivsflå, 2015d). Det vil si at den sysselsatte kapitalen består av egenkapital og rentebærende gjeld, ettersom den driftsrelaterte gjelden ikke skal være med på å dele verdiskapningen (Gjesdal, 2007). Nedenfor presenteres oversikten som viser utregningen av sysselsatt kapital.

Sysselsatt kapital	SYMBOL	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Driftsrelaterte anleggsmidler	DAM	8 466 593	10 484 178	11 680 378	12 359 771	13 122 304	14 691 612	16 220 644
Langsiktig driftsrelatert gjeld	LDG	564 657	75 020	126 596	163 143	210 901	187 854	364 394
=Netto driftsrelatert anleggsmidler	NAM	7 901 936	10 409 158	11 553 782	12 196 628	12 911 403	14 503 758	15 856 250
Driftsrelaterte omløpsmidler	DOM	677 572	784 927	682 420	736 942	853 749	898 718	889 644
Kortsiktig driftsrelatert gjeld	KDG	595 182	384 326	596 945	657 987	624 582	729 088	986 007
= Driftsrelatert arbeidskapital	DAK	82 390	400 601	85 475	78 955	229 167	169 630	-96 363
Netto driftseiendeler	NDE	7 984 326	10 809 759	11 639 257	12 275 583	13 140 570	14 673 388	15 759 887
+ finansielle eiendeler	FE	1 768 165	1 748 617	2 315 386	1 495 445	1 629 177	1 946 735	2 284 231
= Sysselsatte eiendeler	SSE	9 752 491	12 558 376	13 954 643	13 771 028	14 769 747	16 620 123	18 044 118
Egenkapital	Ek	4 439 332	6 251 895	6 582 368	6 820 235	6 775 849	6 877 974	6 624 758
Minoritetsinteresser	MI	656	0	0	0	0	0	0
Finansiell gjeld	FG	5 312 503	6 306 481	7 372 275	6 950 793	7 993 898	9 742 149	11 419 360
= Sysselsatt kapital	SSK	9 752 491	12 558 376	13 954 643	13 771 028	14 769 747	16 620 123	18 044 118

Tabell 5.13 – Steg 3: Fra total kapital til sysselsatt kapital

5.3.2.4 Steg 4: Fra sysselsatt til Netto drift

Netto driftskapital består av egenkapital, minoritetsinteresser og netto finansiell gjeld. Med andre ord er netto driftskapitalen den kapitalen som er investert i driften. Netto finansiell gjeld blir beregnet ved å trekke finansielle eiendeler fra finansiell gjeld. Dette blir gjort fordi de finansielle eiendelene i prinsippet er eiendeler som bedriften har utover det som trengs for å drive virksomheten. Dermed blir de finansielle eiendelene sett på som likvider, som kan benyttes til å betale raskt ned på den finansielle gjelden (Knivsflå, 2015d). Nedenfor presenteres balansen til netto driftskapital.

Netto finansiell gjeld	Symbol	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Finansiell gjeld	FG	5 312 503	6 306 481	7 372 275	6 950 793	7 993 898	9 742 149	11 419 360
Finansielle eiendeler	FE	1 768 165	1 748 617	2 315 386	1 495 445	1 629 177	1 946 735	2 284 231
=Netto finansiell gjeld	NFG	3 544 338	4 557 864	5 056 889	5 455 348	6 364 721	7 795 414	9 135 129
Fra sysselsatt til netto driftskapital	Symbol	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Netto driftsrelaterte anleggsmidler	NAM	7 901 936	10 409 158	11 553 782	12 196 628	12 911 403	14 503 758	15 856 250
+ Driftsrelatert arbeidskapital	DAK	82 390	400 601	85 475	78 955	229 167	169 630	-96 363
= Netto driftseiendeler	NDE	7 984 326	10 809 759	11 639 257	12 275 583	13 140 570	14 673 388	15 759 887
Egenkapital	EK	4 439 332	6 251 895	6 582 368	6 820 235	6 775 849	6 877 974	6 624 758
+ Minoritetsinteresser	MI	656	0	0	0	0	0	0
+ Netto finansiell gjeld	NFG	3 544 338	4 557 864	5 056 889	5 455 348	6 364 721	7 795 414	9 135 129
=Netto driftskapital	NDK	7 984 326	10 809 759	11 639 257	12 275 583	13 140 570	14 673 388	15 759 887

Tabell 5.14 – Steg 3: Fra sysselsatt kapital til netto drift

5.4 Analyse av målefeil og justering

Ved hjelp av omgruppering har vi nå klargjort regnskapstallene. I dette steget må vi identifisere eventuelle målefeil og vurdere om vi vil justere dem. Etter at dette steget er ferdig er regnskapstallene klare for analyse. Farestads rapporterte årsregnskaper kan inneholde målefeil, det vil si at selskapet kan ha rapportert noe annet enn de virkelige tallene, noe som vil kunne påvirke rentabilitetsmålingen. Det er ifølge Palepu et al., (2013) flere faktorer som kan føre til målefeil. Ifølge Knivsflå (2015e) er det vanlig å skille mellom tre typer:

- Type 1: Målefeil som kommer av avvik mellom virkelig verdi og korrekt historisk kost.
- Type 2: Målefeil som oppstår som følge av avvik mellom historisk kost og god regnskapsskikk.
- Type 3: Målefeil som kommer av kreativ regnskapsføring, og dermed avviker fra god regnskapsskikk.

Det er målefeil av type 2 og 3 som regnes som problematiske, da de kan bidra til å gi et uriktig bilde av lønnsomheten i selskapet (Knivsflå, 2015f). Dette kan videre påvirke prognosene knyttet til en verdsettelse ved at man vil budsjettere for pessimistisk eller optimistisk, noe som vil føre til skjeve verdiestimer (Palepu, et al., 2013).

Målet med å justere for målefeil er at regnskapet skal gi et best mulig bilde på de underliggende økonomiske forhold, noe som innebærer at vi må overstyre og endre på de rapporterte regnskapstallene (Knivsflå, 2015f).

Kritikere til justering av målefeil hevder at justering sannsynligvis vil tilføre enda mer "støy" i tallene, og at det derfor er lite meningsfullt. Utgangspunktet er at god regnskapsskikk er god nok, så lenge det ikke er åpenbar kreativ regnskapsføring. Om en virksomhet er i "steady state" tenderer videre målefeil av type 2 å viske hverandre ut. Dessuten blir slike typer målefeil gjennom flere særperiodiseringer av kost innenfor god regnskapsskikk kraftig redusert (Knivsflå, 2015f).

5.4.1 Operasjonell leie

Vi har identifisert målefeil type 2 knyttet til operasjonell leasing i Farstad sitt regnskap, hvor de fører leiekostnaden som driftskostnad. Ettersom Farstad har en forpliktelse til å betale leie bør den ifølge Palepu et al., (2013) inkluderes i balansen. Leiekravet skal klassifiseres som gjeld og leiekostnaden skal deles opp i avskrivninger og rentekostnader (Knivsflå, 2015f). Vi delte opp leien i avskrivninger og renter og beregnet hvilke virkninger justeringen ville hatt for Farstads resultatregnskap og balanse. Imidlertid vurderer vi kostnaden ved å justere til å være større enn nytten. Om vi velger å justere Farstads regnskaper for målefeil bør også bransjeutvalgets regnskaper justeres for målefeil for å gi et godt sammenligningsgrunnlag. Å analysere og justere for målefeil for fire forskjellige selskaper over en periode på seks år vil være svært tidkrevende. Vi mener at justering av målefeil kun i Farstads regnskaper vil føre til et dårligere grunnlag for sammenligning i den videre analysen, og at det vil være best å behandle alle regnskapene likt. Ettersom vi har en viss tidsbegrensning velger vi å ikke justere regnskapene for målefeil.

5.5 Omgruppert resultatregnskap og balanse

Nedenfor presenteres det omgrupperte resultatregnskapet og balansen til Farstad over analyseperioden. Vi har også omgruppert resultatregnskap og balanser for selskapene i bransjeutvalget. Dette medfører at vi får et godt sammenligningsgrunnlag ved utførelse av regnskapsanalysen.

Omgruppert resultatregnskap	SYMBOL	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Driftsinntekter	DI	3 257 579	3 327 701	3 584 889	3 714 024	4 007 167	4 368 938
-Driftskostnader	DK	1 976 328	2 458 890	2 728 171	2 973 502	3 144 687	3 496 838
=Driftsresultat i egen virksomhet	DR	1 281 251	868 811	856 718	740 522	862 480	872 100
-Driftsrelatert skatt i egen virksomhet	DSK = ndss x DR	214 032	145 134	143 114	123 703	144 076	145 683
=Netto driftsresultat i egen virksomhet	NDRE	1 067 219	723 677	713 604	616 819	718 404	726 417
+Nettoresultat fra driftstilknyttede virksomhet	NDRT						
=Netto driftsresultat	NDR	1 067 219	723 677	713 604	616 819	718 404	726 417
+Netto finansinntekt	NFI = (1-fssi) x FI	40 515	48 104	40 256	30 374	30 969	25 222
=Nettoresultat til sysselsatt kapital	NRS	1 107 734	771 781	753 861	647 192	749 373	751 639
-Netto finanskostnad	NFK = (1-fss) x FK	211 953	275 025	279 651	302 555	390 058	426 329
-Netto minoritetsresultat	NMR		-	-	-	-	-
=Nettoresultat til egenkapitalen	NRE	895 781	496 756	474 210	344 637	359 315	325 310
+Unormalt netto driftsresultat	UNDR	799 318	- 21 505	51 728	- 71 999	- 37 132	- 398 751
+Unormalt netto finansresultat	UNFR	312 421	- 27 777	- 132 071	- 122 024	- 103 058	- 62 775
=Fullstendig nettoresultat til egenkapitalen	FNR	2 007 520	447 474	393 867	150 614	219 125	- 136 216
-Netto betalt utbytte	NBU	195 000	117 000	156 000	195 000	117 000	117 000
-Avgang minoritetsinteresse		613					
=Endring i egenkapitalen		1 811 907	330 474	237 867	- 44 386	102 125	- 253 216

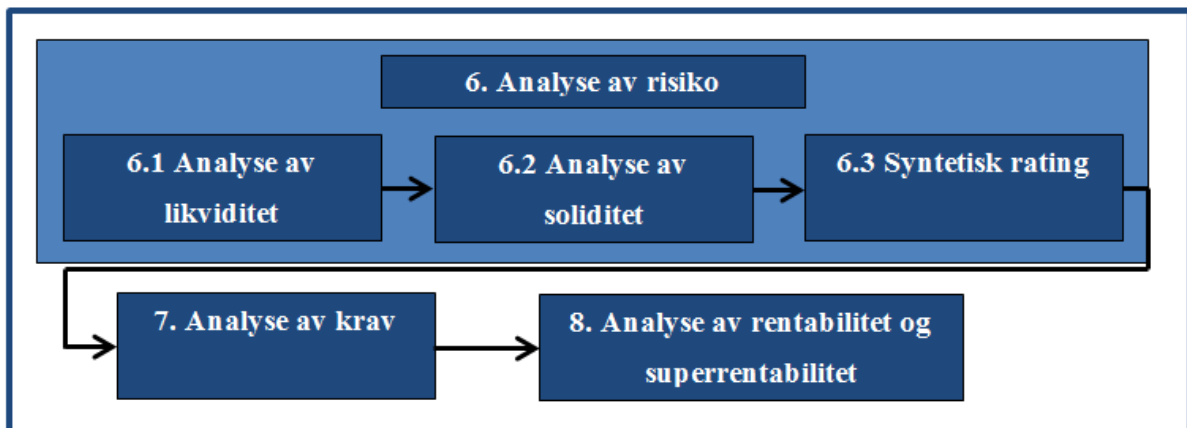
Tabell 5.15 – Omgruppert resultatregnskap

Omgruppert balanse	Symbol	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Netto driftsrelaterte anleggsmidler	NAM	7 901 936	10 409 158	11 553 782	12 196 628	12 911 403	14 503 758	15 856 250
+ Driftsrelatert arbeidskapital	DAK	82 390	400 601	85 475	78 955	229 167	169 630	-96 363
= Netto driftseiendeler	NDE	7 984 326	10 809 759	11 639 257	12 275 583	13 140 570	14 673 388	15 759 887
+ Finansielle eiendeler	FE	1 768 165	1 748 617	2 315 386	1 495 445	1 629 177	1 946 735	2 284 231
=Sysselsatte eiendeler	SSE	9 752 491	12 558 376	13 954 643	13 771 028	14 769 747	16 620 123	18 044 118
Egenkapital	EK	4 439 332	6 251 895	6 582 368	6 820 235	6 775 849	6 877 974	6 624 758
+ Minoritetsinteresser	MI	656	0	0	0	0	0	0
+ Finansiell gjeld	FG	5 312 503	6 306 481	7 372 275	6 950 793	7 993 898	9 742 149	11 419 360
= Sysselsatt kapital	SSK	9 752 491	12 558 376	13 954 643	13 771 028	14 769 747	16 620 123	18 044 118
Inngående egenkapital	EKIB	3 430 107	4 439 988	6 251 895	6 582 368	6 820 235	6 775 849	6 877 974
+ Fullstendig nettoresultat	FNR	1 165 881	2 007 520	447 473	393 867	150 614	219 125	-136 216
- Netto betalt utbytte	NBU	-156 000	-195 000	-117 000	-156 000	-195 000	-117 000	-117 000
Avgang minoritetsinteresser			-613					
=Utgående egenkapital	EKUB	4 439 988	6 251 895	6 582 368	6 820 235	6 775 849	6 877 974	6 624 758

Tabell 5.16 – Omgruppert balanseoppstilling

5.6 Rammeverk for forholdstallanalyse

De tre neste kapitlene i regnskapsanalysen bygger på rammeverket i figur 5.2 og er basert på Knivsflå (2015g). Vi tar først for oss en analyse av kortsiktig og langsiktig risiko i kapittel 6, som vi videre benytter til å beregne den syntetiske ratingen til Farstad. I kapittel 7 beregner vi de ulike avkastningskravene som trengs for å finne eventuell superrentabilitet i kapittel 8. Her vil vi sammenligne lønnsomheten til Farstad opp mot både bransjen og avkastningskravet. Ved beregning av forholdstall og superrentabilitet tidsvekter vi gjennomsnittet for analyseperioden. Dette gjøres fordi de seneste årene anses som mest aktuelle for fremtiden. De seneste årene vil imidlertid ikke bli altfor tungt vektet, ettersom det er en syklisk bransje og vi ikke ønsker at en konjunktur skal bli for representativ for hele analyseperioden. Vektene vi vil benytte for årene 2009 - 2014 er: 10 - 10 - 15 - 20 - 20 - 25.



Figur 5.2 – Rammeverk for forholdstallanalyse

6. Analyse av risiko

Ved å beregne nøkkeltall til kortsiktig og langsiktig risiko kan man få innsikt om hvordan den finansielle situasjonen til selskapet er, og finne ut om man er nær en finansiell krise og konkurs. Nøkkeltallene vil på denne måten kunne bli benyttet som et varsel (Knivsflå, 2015g). Totalrisiko består av systematisk- og usystematisk- risiko, hvor den usystematiske risikoen er selskapsrisikoen, og den systematiske er markedsrisikoen (Kaldestad & Møller, 2011). For en vel diversifisert investor er det bare den systematiske risikoen som er relevant. Kredittrisiko blir sett på som systematisk risiko da den ikke kan diversifiseres bort (Knivsflå, 2015g).

Ifølge Knivsflå (2015g) avhenger kredittrisikoen av sannsynligheten for konkurs og tapsprosenten. Dette medfører at analyse av selskapsspesifikk risiko, i form av forholdstallanalysen, blir relevant for kredittvurderingen. Nedenfor tar vi for oss analysen av kredittrisikoen av Farstad, hvor vi tar for oss likviditetsanalyse som dekker kortsiktig risiko, og soliditetsanalyse som dekker langsiktig risiko. Risikoanalysen avsluttes med en syntetisk rating av Farstad som tallfester sannsynligheten for at selskapet går konkurs. Alle formlene som blir presentert under analyse av risiko er hentet fra Knivsflå (2015g).

6.1 Analyse av kortsiktig risiko

6.1.1 Analyse av likviditet

Likviditetsanalyse tar for seg om virksomheten har nok likvide midler til å betale krav etterhvert som de forfaller. Likviditetsrisikoen forteller oss om virksomheten står i fare for å gå konkurs – dvs. en situasjon der virksomheten ikke klarer å betale for seg innen forfallsdato. Desto mer likvide midler man har i forhold til kortsiktige krav, desto lavere er risikoen for konkurs (Penman, 2013). De fire nøkkeltallene vi benytter for å vurdere den kortsiktige risikoen er likviditetsgrad 1 og 2, finansiell gjeldsdekningsgrad og rentedekningsgrad. Vi vil også gjøre en analyse av kontantstrømpoppstillingen og kommentere utviklingen.

$$\mathbf{LG\ 1 = \frac{DOM+FOM}{KG} \quad LG\ 2 = \frac{FOM}{KG}}$$

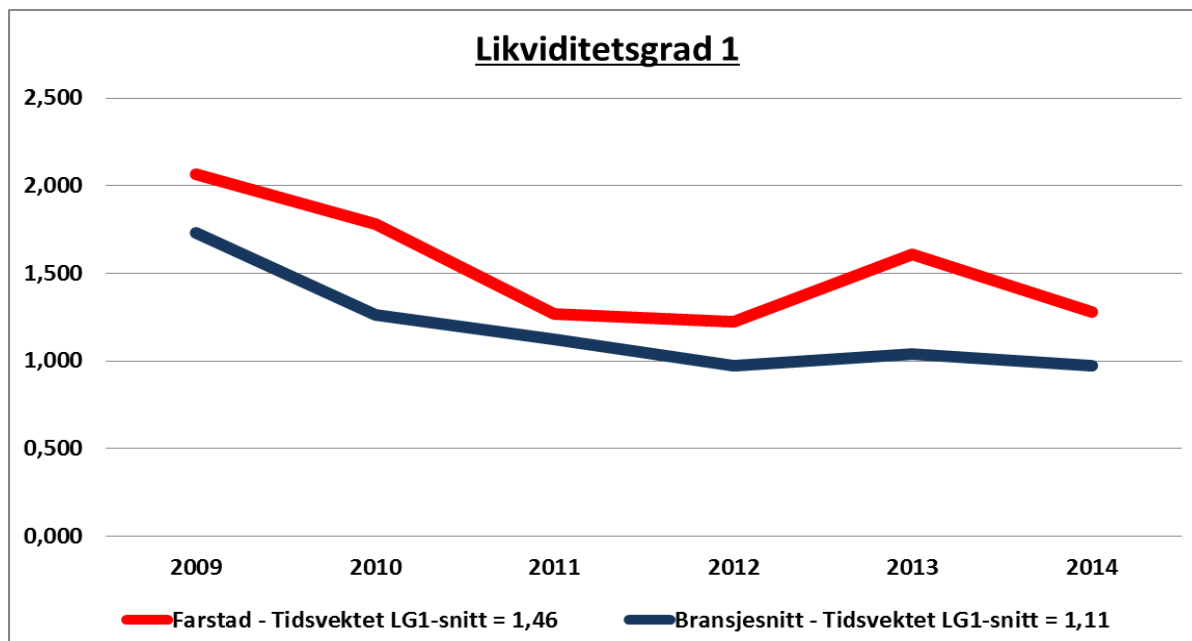
Hvor:

DOM = driftsrelaterte omløpsmidler

FOM = finansielle omløpsmidler

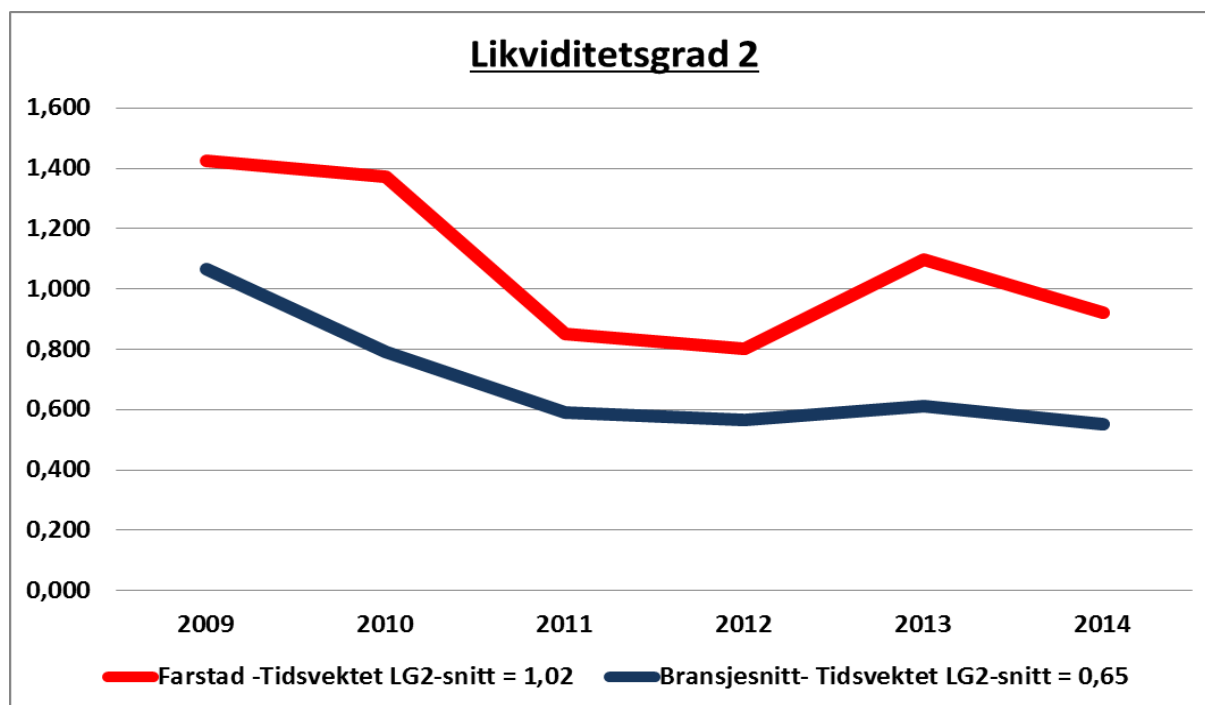
KG = kortsiktig gjeld

I grafen nedenfor presenteres likviditetsgrad 1 for Farstad og for bransjesnittet. Som man ser av grafen har Farstad mer likvide midler i forhold til kortsiktige krav enn bransjen over hele perioden. Ifølge Knivsflå (2015g) bør likviditetsgrad 1 ligge på minst 2. Både Farstad og bransjesnittet avviker fra 2 over hele perioden, sett vekk fra Farstad i 2009. Ettersom alle avviker fra å oppnå "kravet" på minst 2, mener vi den beste målestokken er bransjesnittet, noe som også støttes av Knivsflå (2015g). Farstad har bedre likviditetsgrad enn bransjen over hele analyseperioden, noe også det tidsvektede gjennomsnittet viser til. Vi vurderer dermed Farstads likviditetsgrad 1 som tilfredsstillende.



Figur 6.1 – Likviditetsgrad 1

Som man ser av beregningen av likviditetsgrad 2 i figuren nedenfor ligger Farstad også her over bransjesnittet i hele perioden. Ifølge Knivsflå (2015g) bør likviditetsgrad 2 minst tilsvare 1. Farstad oppfyller dette «kravet» i 3 av årene, og er marginalt under i de 3 andre. Også for likviditetsgrad 2 er bransjesnittet den beste målestokken for å vurdere om man har en god eller dårlig likviditetsgrad (Knivsflå, 2015g). Etersom Farstad har bedre likviditetsgrad 2 enn bransjen gjennom hele analyseperioden mener vi den er tilfredsstillende.



Figur 6.2 – Likviditetsgrad 2

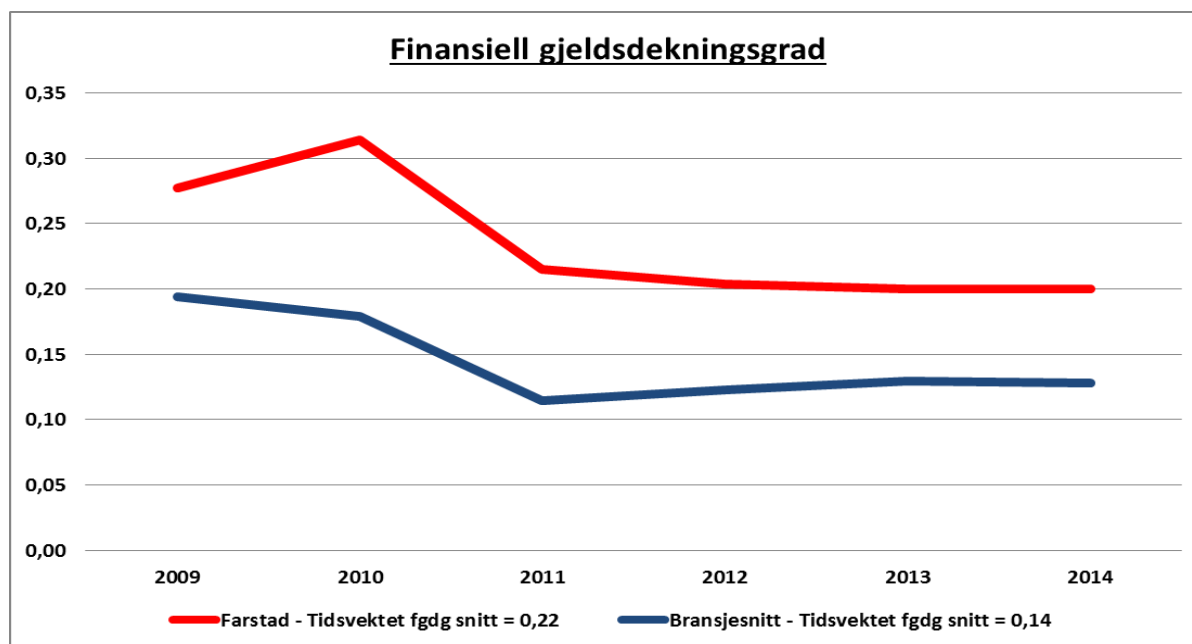
6.1.2 Analyse av finansiell gjeldsdekningsgrad

Finansiell gjeldsdekning viser hvor mange ganger virksomhetens finansielle eiendeler dekker finansiell gjeld. En finansiell gjeldsdekningsgrad over 1 betyr derfor at virksomheten har nok finansiell eiendeler til å dekke den finansielle gjelden, og netto finansiell gjeld vil da være negativ. Desto mindre finansielle eiendeler virksomheten har desto større er risikoen for likviditetskrise (Knivsflå, 2015g).

$$\text{Finansiell gjeldsdekningsgrad} = \frac{FE}{FG}$$

FE = Finansielle eiendeler

FG = Finansiell gjeld



Figur 6.3 – Finansiell gjeldsdekningsgrad

Figuren viser til en stabilt høyere gjeldsdekningsgrad for Farstad sammenlignet med bransjen. Dette som tyder på at faren for likviditetskrise er lavere for Farstad enn gjennomsnittet og den finansielle gjeldsdekningsgraden vurderes dermed som tilfredsstillende.

6.1.3 Analyse av rentedeckningsgrad

Rentedekningsgraden angir hvor mange ganger netto resultat fra sysselsatt kapital dekker finanskostnader (Penman, 2010). Ifølge Knivsflå (2015g) er det den normaliserte rentedeckningsgraden som fungerer best til konkursprediksjon og vi benytter derfor denne.

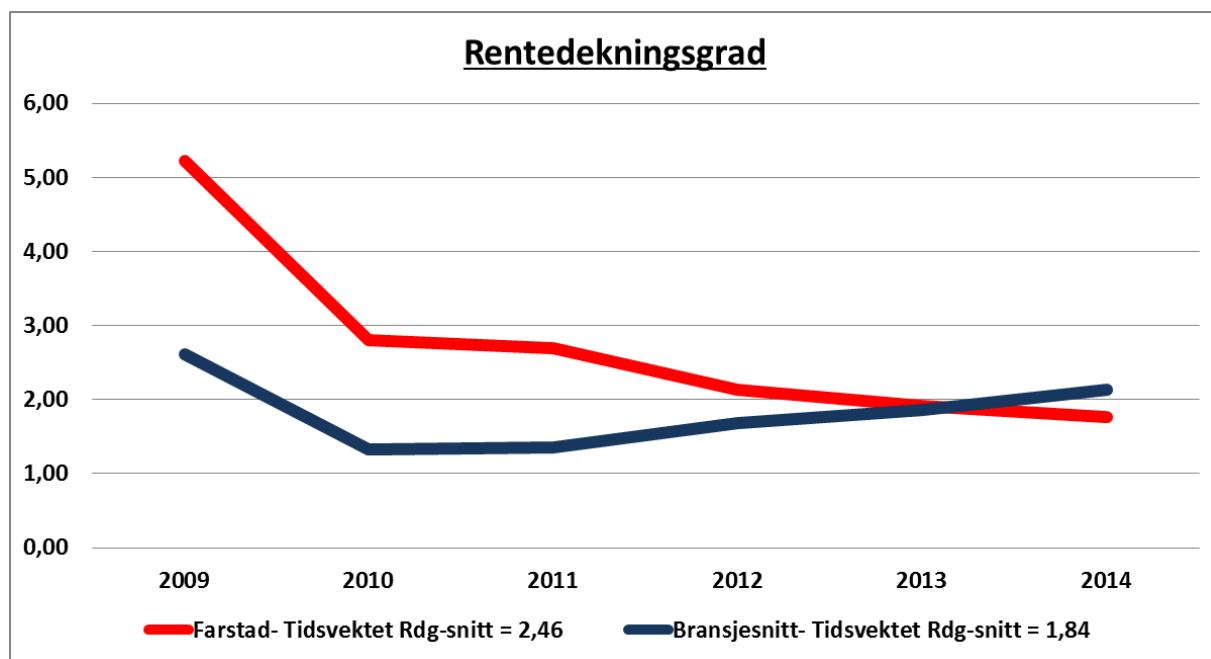
$$RDG = \frac{NDR + NFI}{NFK}$$

NDR = netto driftsresultat fra normal virksomhet

NFI = netto finansinntekt

NFK = netto finanskostnad

Historisk sett har Farstad hatt en bedre rentedeckningsgrad enn resten av bransjen, men utviklingen viser en negativ trend for Farstad gjennom analyseperioden, der bransjen har en marginalt bedre grad i 2014. Allikevel viser det tidsvektede gjennomsnittet til at Farstad har hatt en betydelig bedre rentedeckningsgrad enn bransjen, og vi vurderer derfor denne til å være historisk god.



Figur 6.4 - Rentedekningsgrad

6.1.4 Analyse av kontantstrøm

Farstad har kun skapt kontanter gjennom driften ett av årene i analyseperioden. Alle år bortsett fra 2011 har Farstad hatt negativ fri kontantstrøm fra drift. Videre ser vi at Farstad har hatt en økning i finansiell gjeld alle år, bortsett fra i 2011, og at netto driftseiendeler øker hvert år i analyseperioden. Dette tyder på at Farstad ikke genererer nok likviditet til å finansiere sine nyinvesteringer, og disse er dermed delfinansiert av lån. Selv om Farstad har hatt et høyt investeringsvolum har de betalt ut utbytte hvert år. Ettersom den frie kontantstrømmen til sysselsatt kapital har vært negativ fem av seks år, er det rimelig å anta at utbytte er delfinansiert med lån. Dette kan være et signal om at Farstad tror nedgangen vil være kortvarig.

Omgruppert kontantstrømoppstilling	Symbol	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Netto driftsresultat	NDR	1 067 219	723 677	713 604	616 819	718 404	726 417
+ Unormalt netto driftsresultat	UNDR	799 318	- 21 505	51 728	- 71 999	- 37 132	- 398 751
- Endring i netto driftseigedeler	Δ NDE	2 825 433	829 498	636 326	864 987	1 532 818	1 086 499
= Fri kontantstrøm fra drift	FKD	- 958 895	- 127 326	129 006	- 320 167	- 851 546	- 758 833
+ Netto finansinntekt	NFI	40 515	48 104	40 256	30 374	30 969	25 222
+ Unormalt netto finansinntekt	UNFI	312 421	- 27 777	- 132 071	- 122 024	- 103 058	- 62 775
- Endring i finansielle egedeler	Δ FE	- 19 548	566 769	- 819 941	133 732	317 558	337 496
= Fri kontantstrøm til sysselsatt kapital	FKS	- 586 412	- 673 768	857 133	- 545 550	- 1 241 193	- 1 133 882
- Netto finanskostnad	NFK	211 953	275 025	279 651	302 555	390 058	426 329
- Unormal netto finanskostnad	UNFK						
+ Endring i finansiell gjeld	Δ FG	993 978	1 065 794	- 421 482	1 043 105	1 748 251	1 677 211
- Netto minoritetsresultat	NMR	-	-	-	-	-	-
+ Endring i minoritetsinteresser	Δ MI	- 613	-	-	-	-	-
= Fri kontantstrøm til egenkapitalen	FKE=NBU	195 000	117 001	156 000	195 000	117 000	117 000

Tabell 6.1 – kontantstrøm analyse

6.1.5 Oppsummering av kortsiktig risikoanalyse

Farstad har ikke skapt mye fri kontantstrøm fra driften og fra sysselsatte kapital, dette ser vi imidlertid av kontantstrømanalysen at skyldes store investeringer i driftseiendeler. Historisk sett kan Farstad vise til bedre tidsvektet snitt i alle nøkkeltall relatert til kortsiktig risikoanalyse i forhold til bransjen. Vi anser dermed den kortsiktige kredittrisikoen til Farstad i analyseperioden som lav.

6.2 Analyse av langsiktig risiko – soliditetsanalyse

Målet med soliditetsanalyse er ifølge Knivsflå (2015g) å kartlegge om bedriften har økonomiske ressurser til å stå imot fremtidige tap. For å vurdere selskapets soliditetsrisiko vil vi beregne egenkapitalandelen og netto driftsrentabiliteten, samt sette opp en finansieringsmatrise.

6.2.1 Egenkapitalandel

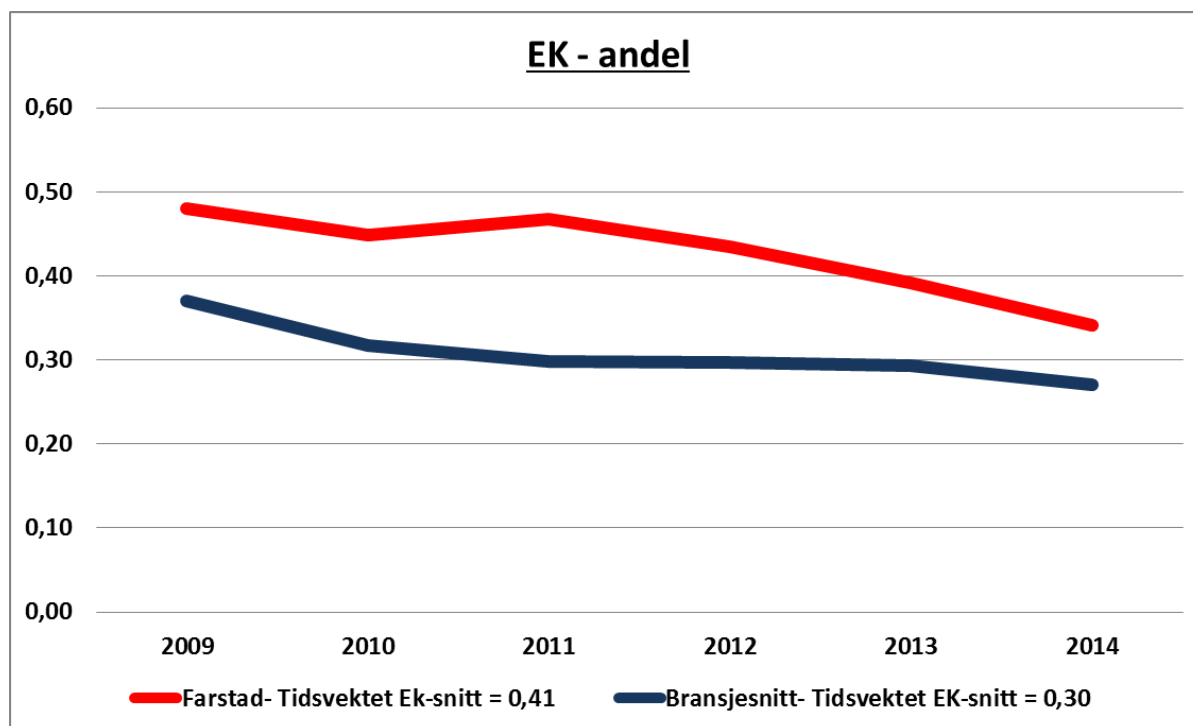
Egenkapitalandelen ser på hvor mye egenkapital man har i forhold til totalkapitalen, hvor en høy egenkapitalprosent innebærer at långiverne er mer skjermet for tap. Ettersom tap føres mot egenkapitalen fungerer egenkapitalen som en demper mot fremtidige tap og konkurs (Knivsflå, 2015g).

$$EK\text{-andel} = \frac{EK}{TK}$$

EK = egenkapital

TK = totalkapital

Farstad sin egenkapitalandel har vært stabilt bedre enn bransjesnittet over hele analyseperioden. Også det tidsvektede gjennomsnittet viser til at Farstad har hatt en tydelig høyere egenkapitalandel sammenlignet med bransjen. Farstad har altså gjennom perioden hatt en større demper mot fremtidige tap enn det som er vanlig i bransjen. At Farstad har en høy egenkapital kan være spesielt gunstig i en nedgangskonjunktur, som den bransjen nå er inne i.



Figur 6.5 - Egenkapitalandel

6.2.2 Netto driftsrentabilitet

Som nevnt fungerer egenkapitalen som en buffer mot tap. Dårlige resultater føres mot egenkapitalen og vil påvirke soliditeten negativt. Derfor er analyse av lønnsomhet også en del av soliditetsanalysen. Netto driftsrentabilitet er et mål på lønnsomhet og tar for seg avkastningen på netto driftskapital (Knivsflå, 2015g).

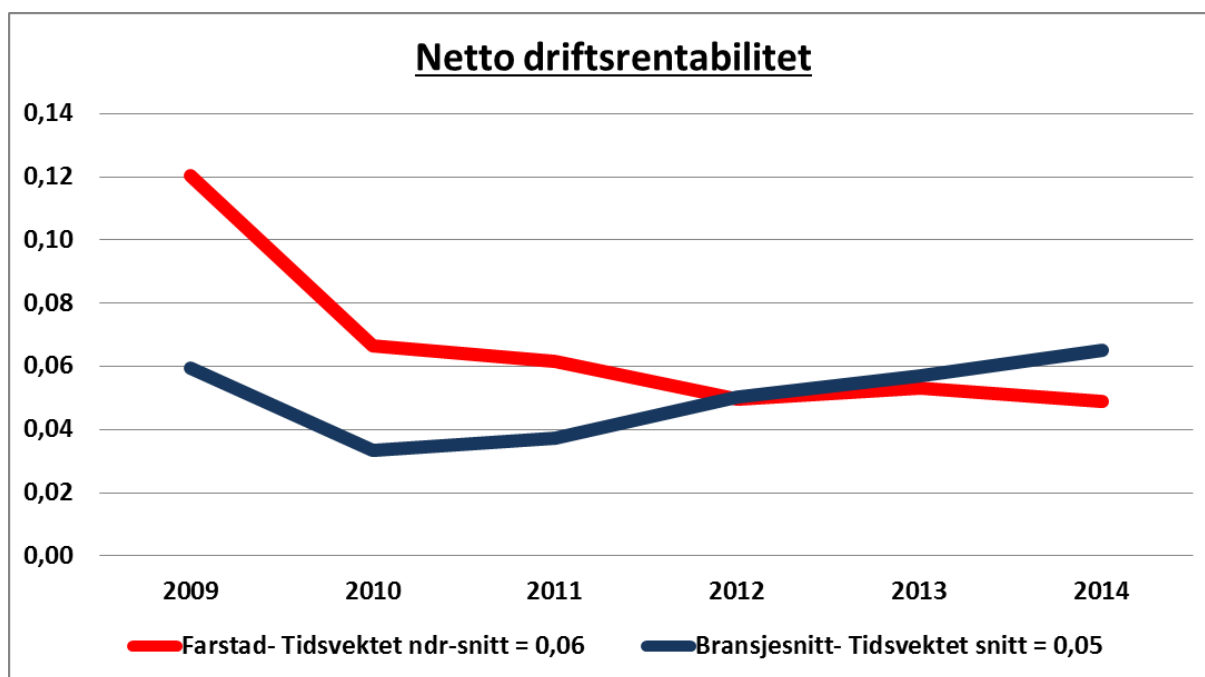
$$ndr = \frac{NDR_t}{NDK_{t-1} + (\Delta NDK_t - NDR_t)/2}$$

ndr = netto driftsrentabilitet

NDR = netto driftsresultat

NDK = netto driftskapital

Farstad sin netto driftsrentabilitet var bedre enn bransjen i perioden 2009 til og med 2011. I årene etter 2011 har driftsrentabiliteten til bransjen vært litt høyere enn Farstads. Sett over hele perioden har Farstad hatt en marginalt bedre tidsvektet driftsrentabilitet enn bransjen, og den vurderes dermed som historisk god.



Figur 6.6 – Netto driftsrentabilitet

6.2.3 Statisk finansieringsmatrise

En statisk finansieringsmatrise angir kapitalstrukturen til en virksomhet på et gitt tidspunkt. Under har vi utarbeidet en statisk finansieringsmatrise av Farstad per 31.12.2014, som gir uttrykk for hvordan Farstad er finansiert på dette tidspunktet. Ettersom egenkapitalfinansiering er minst risikabel og finansiering gjennom kortsiktig gjeld er mest risikabel, vil finansieringen være mindre risikabel jo snarere det grå området når botnen av matrisen. Vi har også utarbeidet en finansieringsmatrise for bransjen per 31.12.2014 som sammenligningsgrunnlag.

Finansieringsmatrise	EK	MI	LDG	LFG	KDG	KFG	TE
DAM	6 624 758		364 394	9 231 492			16 220 644
FAM				5 059			5 059
DOM				695 975	193 669		889 644
FOM					792 338	1 486 834	2 279 172
TK	6 624 758	0	364 394	9 932 526	986 007	1 486 834	19 394 519

Tabell 6.2 – Statisk finansieringsmatrise for Farstad

Finansieringsmatrise	EK	MI	LDG	LFG	KDG	KFG	TE
DAM	32 %	0 %	1 %	66 %	1 %	0 %	84 %
FAM	0 %	0 %	0 %	0 %	100 %	0 %	1 %
DOM	0 %	0 %	0 %	0 %	48 %	52 %	7 %
FOM	0 %	0 %	0 %	0 %	0 %	100 %	9 %
TK	27 %	0 %	1 %	55 %	5 %	12 %	100 %

Tabell 6.3 – Statisk finansieringsmatrise for Farstad i prosent

Finansieringsmatrise	EK	MI	LDG	LFG	KDG	KFG	TE
DAM	41 %	0 %	2 %	57 %	0 %	0 %	84 %
FAM	0 %	0 %	0 %	100 %	0 %	0 %	0 %
DOM	0 %	0 %	0 %	78 %	22 %	0 %	5 %
FOM	0 %	0 %	0 %	0 %	35 %	65 %	12 %
TK	34 %	0 %	2 %	51 %	5 %	8 %	100 %

Tabell 6.4 – Statisk finansieringsmatrise for bransjen i prosent

Farstad finansierer sine driftsrelaterte anleggsmidler hovedsakelig med egenkapital og langsiktig finansiell gjeld. Hele egenkapitalen og den langsiktige driftsrelaterte gjelden sammen med en stor del av langsiktig finansiell gjeld brukes på å finansiere de driftsrelaterte anleggsmidlene. Videre finansieres alle finansielle anleggsmidler gjennom langsiktig finansiell gjeld. Ingen av Farstads anleggsmidler er altså finansiert med kortsiktig gjeld, noe som skiller seg positivt ut fra bransjen. Den kortsiktige gjelden, som utgjør den mest risikable kapitalen, er 4 % lavere for Farstad sammenlignet med gjennomsnittet i bransjen. Videre har Farstad en egenkapitalandel som er 7 prosentpoeng høyere per 31.12.2014 enn bransjesnittet. Finansieringsmatrisen tyder på at Farstad har en mindre risikabel finansiering per 31.12.2014 sammenlignet med finansieringsstrukturen i bransjen.

6.2.4 Oppsummering soliditetsanalyse

Med en merkbar høyere egenkapitalandel og en marginalt høyere driftsrentabilitet gjennom analyseperioden mener vi Farstad skiller seg historisk positivt ut på samtlige områder i soliditetsanalysen. Den statiske finansieringsmatrisen viser også til at Farstad på nåværende tidspunkt har en mindre risikabel finansiering i forhold til bransjen. Totalt sett peker soliditetsanalysen mot at Farstad er et solid selskap.

6.3 Oppsummering risikoanalyse

På grunnlag av forholdstallene kan vi utføre en syntetisk rating av Farstad ved å klassifisere virksomheten i en risikoklasse. Forholdstallene gir en indikasjon på hvilken risikoklasse Farstad hører til. Ratingen Farstad får blir videre brukt til å fastsette kredittrisikopremie ved beregning av historisk krav til netto finansiell gjeld. Ratingklassene vi har benyttet er basert på Standard & Poor`s metode, mens forslag på rating basert på forholdstallene er hentet fra Knivsfå (2015g). Ratingen av forholdstallene presenteres i tabellen under.

Syntetisk rating	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Snitt
Likviditetsgrad 1	2,07	1,78	1,27	1,22	1,61	1,28	1,54
	BBB+	BBB	BB+	BB	BBB-	BB+	BBB-
Rentedekningsgrad	5,23	2,81	2,70	2,14	1,92	1,76	2,76
	AA-	A-	A-	BBB	BBB	BBB-	A-
EK-andel	0,48	0,45	0,47	0,43	0,39	0,34	0,43
	BBB+	BBB	BBB	BBB	BBB-	BB+	BBB
Netto driftsrentabilitet	0,120	0,067	0,062	0,050	0,053	0,049	0,067
	BBB+	BB	BB	B+	BB-	B+	BB
Syntetisk rating	A-	BBB	BBB	BB+	BBB-	BB	BBB
Årlig konkurssansynlighet	0,0008	0,0026	0,0026	0,0097	0,0026	0,0097	0,0026

Tabell 6.5 – Syntetisk rating av Farstad 2009-2014

Forholdstallene presentert i figuren over indikerer en rating på Farstad til BBB i snitt over analyseperioden. Andre forholdstall som likviditetsgrad 2 og finansiell gjeldsdekningsgrad tyder også på at Farstad har en lav konkurrrisiko og at en rating på BBB vil være forsvarlig. Finansieringsmatrisene viser til at Farstad har en mindre risikabel finansiering enn bransjen. Dette tyder på at Farstad er en solid bedrift med lavere konkurssansynlighet enn bransjen. Totalanalysen av kredittrisiko mener vi peker mot at en rating på BBB i snitt for Farstad i analyseperioden er rimelig. Selv om konklusjonen i den strategiske analysen i kapittel 4.5 tilsier at analyseperioden inneholder mer nedgang enn oppgang, mener vi at den høye oljeprisen og aktiviteten i bransjen gjennom analyseperioden forsvarer en liten konkurrrisiko. For fremtiden vil det derimot være annerledes, da vi tror oljeprisfallet og den lave aktiviteten vil føre til en større konkurssansynlighet for bedriftene i bransjen på kort sikt. Dette vil vi komme tilbake til når vi fastsetter fremtidsrating i kapittel 10.1.1. Ratingen for Farstad i

analyseperioden fastsettes til å være BBB, noe som tilsvarer en årlig konkurssannsynlighet på 0,26 %.

7. Avkastningskrav

I dette kapittelet beregnes Farstads avkastningskrav over analyseperioden. Avkastningskravet uttrykker den avkastningen man alternativt kunne oppnådd på en annen investering med samme risiko. For at lønnsomheten skal være tilfredsstillende vil dermed investorer kreve en avkastning som minst tilsvarer dette kravet. Avkastningskravet kan benyttes både som målestokk for rentabilitet og diskonteringsrente for verdi (Knivsfå, 2015h). Formlene som presenteres og benyttes er hentet fra Knivsfå (2015h).

7.1 Kapitalverdimodellen

Kapitalverdimodellen bygger på forutsetninger om at investorer er risikoaverse og veldiversifiserte, og således bare utsettes for den systematiske risikoen. Det er dermed bare den systematiske risikoen som er relevant for investorene. I tillegg bygger kapitalverdimodellen (CAPM) på en forutsetning om at kapitalmarkedet er perfekt (Berk & DeMarzo, 2014). Ved hjelp av CAPM kan vi beregne kravet til egenkapitalavkastningen:

$$\text{CAPM:ek} = r_f + \beta_{\text{EK}} (r_m - r_f)$$

Hvor:

ek = egenkapitalkravet

β_{EK} = egenkapitalbeta

r_f = risikofri rente

r_m = markedsavkastningen

$r_m - r_f$ = markedets risikopremie

7.1.1 Risikofri rente

Ifølge Kallestad og Møller (2011) er risikofri rente "en hypotetisk avkastning på et verdipapir eller en portefølje av verdipapirer som ikke har konkurs- eller misligholdsrisiko". Vi velger å benytte 3 måneders effektiv Nibor rente for å fastsette den risikofrie renten, ettersom det er en vanlig metode å bruke i praksis (Knivsfå, 2015h). Den effektive Nibor-renten over analyseperioden er presentert i tabellen nedenfor, og er hentet fra Knivsfå (2015h).

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2009-2014
NIBOR, 3 måneder	0,024	0,024	0,027	0,022	0,019	0,019	0,022
- Risikopremie til bank	0,006	0,006	0,006	0,006	0,006	0,005	0,006
=Risikofri rente før skatt	0,018	0,018	0,021	0,016	0,013	0,014	0,017
-28 % skatt (27 % i 2014)	0,005	0,005	0,006	0,005	0,004	0,003	0,005
=Risikofri rente etter skatt	0,013	0,014	0,016	0,012	0,009	0,009	0,012

Tabell 7.1 – Risikofri rente

7.1.2 Markedspremie

Markedets risikopremie er forskjellen mellom avkastningen investorer forventer å få i aksjemarkedet og den risikofrie renten (Koller, et al., 2005). Ifølge Kaldestad og Møller (2011) er en risikopremie mellom 4 % og 6 % vanlig i praksis. Dette stemmer overens med Knivsflå (2015h) som anslår den gjennomsnittlige normaliserte risikopremien etter skatt på Oslo Børs mellom 2009 til 2014 på 4,6 %. Dette er en generelt akseptert metode å anslå markedspremien på, og er mye benyttet i praksis (Kaldestad & Møller, 2011). På basis av dette mener vi risikopremien på 4,6 % anslått av Knivsflå (2015h) vil være en fornuftig risikopremie for analyseperioden.

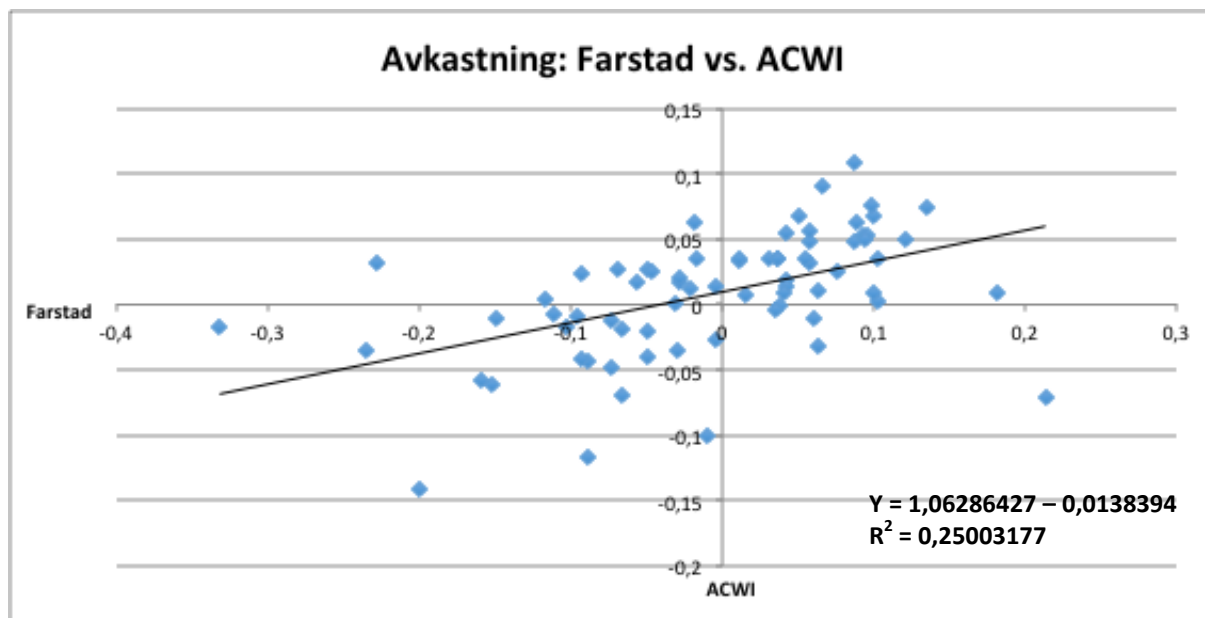
7.1.3 Egenkapitalbeta

Egenkapitalbetaen forteller i hvilken grad aksjen tenderer å følge markedet (Koller, et al., 2005). Med andre ord måler beta risikoen til hver enkelt aksje relativt til markedet og i hvor stor grad man er utsatt for den generelle markedsrisikoen som ble diskutert tidligere. Egenkapitalbetaen beregnes ved å dividere samvariasjonen mellom aksjen og aksjemarkedet (Kaldestad & Møller, 2011) :

$$\text{Egenkapitalbeta: } \beta_E = \frac{\text{Kovarians aksje og markedsportefølje}}{\text{Varians markedsportefølje}}$$

Børs og markedsindeksen har en beta på 1, og derfor vil en egenkapitalbeta på 1 tilsi full korrelasjon med markedsporteføljen. Som markedsportefølje har vi valgt å ta utgangspunkt i Morgan Stanley Capital International (MSCI) sin "All Country World Index"(ACWI). Oslo børs er den nasjonale børsen til majoriteten av aksjonærene i Farstad, men ifølge Kaldestad og Møller (2011) er det en skjev vektning mot oljerelatert industri. Dette fører til at oljerelaterte bedrifter måles mot seg selv, og at betaen vil bli nærmere 1 enn dersom man benytter en verdensindeks. ACWI gir et enkelt, moderne og fullt integrert syn på aksjeavkastningen i til sammen 23 velutviklede markeder, og 23 fremvoksende markeder (MSCI, 2015). Egenkapitalbeta for børsnoterte selskaper kan beregnes på grunnlag av historiske kurser. Ifølge Kaldestad og Møller (2011) øker man påliteligheten og reduserer standardavviket i databeregningen ved å benytte månedlige observasjoner over en lengre tidsserie.

For å beregne egenkapitalbeta har vi derfor benyttet månedlige observasjoner for Farstad og for ACWI over analyseperioden. Vi hentet kursdata fra datastream, som er en tilleggsfunksjon i Microsoft Excel, og fant kursverdier for Farstad og ACWI en gang i måneden fra perioden 01.01.2009-31.12.2014. Deretter gjennomførte vi en regresjonsanalyse av den månedlige avkastningen til Farstad og ACWI for å beregne egenkapitalbeta til Farstad for perioden.



Figur 7.1 – Avkastning Farstad mot ACWI

SAMMENDRAG (UTDATA)

Regresjonsstatistikk	
Multipel R	0,50003177
R-kvadrat	0,25003177
Justert R-kvad	0,23931794
Standardfeil	0,08710495
Observasjone	72

Variansanalyse

	fg	SK	GK	F	Signifikans-F
Regresjon	1	0,17706635	0,17706635	23,3372875	7,7409E-06
Residualer	70	0,53110904	0,00758727		
Totalt	71	0,70817538			

	Koeffisienter	Standardfeil	t-Stat	P-verdi	Nederste 95%	Øverste 95%	Nedre 95,0%	Øverste 95,0%
Skjæringspunl	-0,0138394	0,01043633	-1,3260794	0,1891242	-0,034654	0,0069752	-0,034654	0,0069752
X-variabel 1	1,06286427	0,22001517	4,83086819	7,7409E-06	0,62405786	1,50167068	0,62405786	1,50167068

Tabell 7.2 – Regresjonsstatistikk

Vi ser fra regresjonsanalysen at egenkapitalbetaen til Farstad er 1,0628, noe som betyr at Farstad sin aksje har marginalt større risiko enn markedsporteføljen, og er litt mer følsom for markedsbevegelser. Dersom markedsporteføljen øker med 1 prosent, vil Farstad aksjen øke med 1,0628 prosent. Ved estimering av beta basert på uthentet data fra spesifikke perioder vil det kunne oppstå utvalgsfeil, noe som kan føre til feil estimat av betaverdi. Ettersom gjennomsnittlig betaverdi til aksjer vil bevege seg mot 1 på lang sikt, velger vi å ta i bruk en Merill-Lynch-justering, hvor vi benytter formelen fra (Damodaran, 2012):

$$\text{Justert beta: } \beta^* = \frac{2}{3} \times 1,0628 + \frac{1}{3} \times 1$$

Justeringen fører til at beta justeres ned til 1,0419, som er den gjennomsnittlige egenkapitalbetaen vi benytter over analyseperioden.

7.1.4 Illikviditetspremie

Ifølge Kaldestad og Møller (2011) legges illikviditetspremie til når det er dyrt eller vanskelig for en investor å kvitte seg med aksjen, som således kompenseres for innlåsningsrisikoen til plasseringen. De fem største aksjonærene eier omtrent 60 % av aksjene i Farstad. På grunnlag av dette og tidligere handelshistorikk vurderer vi Farstadaksjen som mindre likvid og fastsetter en årlig illikviditetspremie på 2 %. Egenkapitalkravet som senere fastsettes vil dermed påføres denne illikviditetspremien.

7.2 Historisk avkastningskrav

Ved bruk av kapitalverdimodellen finner vi det gjennomsnittlige egenkapitalkravet for Farstad i analyseperioden. For å finne det årlige avkastningskravet til egenkapitalen mangler vi den årlige justerte betaen. Den årlige justerte egenkapitalbetaen kan finnes ved beregning av beta til netto driftskapitalen. Vi velger å forutsette at beta til egenkapital og minoritetsinteresse er lik, og dermed er netto driftskapitalen gitt ved formelen nedenfor:

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

Hvor:

β_{NDK} = beta til netto driftskapital

β_{EK} = beta til egenkapital

EK = egenkapital

MI = minoritetsinteresser

NDK = netto driftskapital

β_{NFG} = beta til netto finansiell gjeld

NFG = netto finansiell gjeld

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2009-2014
NIBOR, 3 måneder	0,024	0,024	0,027	0,022	0,019	0,019	0,022
- Risikopremie til bank	0,006	0,006	0,006	0,006	0,006	0,005	0,006
=Risikofri rente før skatt	0,018	0,018	0,021	0,016	0,013	0,014	0,017
-28 % skatt (27 % i 2014)	0,005	0,005	0,006	0,005	0,004	0,003	0,005
=Risikofri rente etter skatt	0,013	0,014	0,016	0,012	0,009	0,009	0,012
+ Justert beta							1,042
*markedets risikopremie etter skatt	0,046	0,046	0,046	0,046	0,046	0,046	0,046
+ illikviditetspremie	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
= Egenkapitalkrav							0,0799

Tabell 7.3 – Historisk avkastningskrav

7.2.1 Netto finansiell gjeldsbeta

For å beregne betaen til netto driftskapitalen må man først finne beta til netto finansiell gjeld. Denne finnes gjennom vekting av henholdsvis finansiell gjeldsbeta og finansiell eiendelsbeta.

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

Hvor:

β_{NFG} = beta til netto finansiell gjeld

β_{FG} = beta til finansiell gjeld

FG = finansiell gjeld

NFG = netto finansiell gjeld

β_{FE} = beta til finansiell eiendeler

FE = finansiell eiendeler

Vi beregner videre den implisitte finansielle gjeldsbetaen via formelen nedenfor. Markedspremien ble fastsatt i kapittel 7.1.2, mens den lange kredittrisikopremien avhenger av den årlige ratingen til Farstad som vi fastsatte i kapittel 6.3. Markedsrisikodelen henter vi fra regresjonsanalysen, og er estimert til å være $0,25 * 2/3 = 0,167$, jamfør Knivsflå (2015h). Den lange kredittrisikopremien er basert på Knivsflå (2015h) sitt estimat.

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

Hvor:

β_{FG} = beta til finansiell gjeld

mrd = markedsrisikodelen

krp = kredittrisikopremien

mrp = markedspremien

Implisitt finansiell gjeldsbeta	2009	2010	2011	2012	2013	2014	09-14
Rating Farstad	A-	BBB	BBB	BB+	BBB-	BB	BBB
Lang kredittrisikopremie	0,010	0,014	0,014	0,031	0,014	0,031	0,019
markedspremien	0,046	0,046	0,046	0,046	0,046	0,046	0,046
= Finansiell gjeldsbeta når mrd = 1	0,217	0,304	0,304	0,674	0,304	0,674	0,413
* markedsrisikodel	0,167	0,167	0,167	0,167	0,167	0,167	0,167
= Finansiell gjeldsbeta	0,036	0,051	0,051	0,112	0,051	0,112	0,069

Tabell 7.4 – Implisitt finansiell gjeldsbeta

Videre beregnes beta til finansielle eiendeler ved formelen under. Finansielle fordringer forutsettes å være utsatt for kreditt risiko, men ettersom Farstad ikke har finansielle fordringer, er det ikke nødvendig å regne ut fordringsbeta. Vi forutsetter at kontanter er risikofrie, og at finansielle investeringer har en beta tilnærmet lik 1 (Knivsflå, 2015h). Derfor vil finansiell eiendelsbeta være lik investeringsvekten.

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

Hvor:

β_{FE} = beta til finansiell eiendeler

β_{INV} = Investeringsbeta

INV = finansielle investeringer

β_{FOR} = beta til fordringer

FOR = finansielle fordringer

FE = finansielle eiendeler

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	09-14
Investeringsbeta	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
* Investeringsvekt	0,111	0,060	0,075	0,047	0,043	0,035	0,062
= Finansiell eiendelsbeta	0,111	0,060	0,075	0,047	0,043	0,035	0,062

Tabell 7.5 – Finansiell eiendelsbeta

Etter å ha funnet beta til både finansiell gjeld og finansielle eiendeler, kan vi nå fastsette netto finansiell gjeldsbeta. Denne beregnes fra differansen mellom det vektete finansielle gjeldskravet og finansielle eiendelskravet.

Beta til netto finansiell gjeld	2009	2010	2011	2012	2013	2014	09-14
beta finansiell gjeld	0,036	0,051	0,051	0,112	0,051	0,112	0,069
FG/NFG	1,384	1,458	1,274	1,256	1,250	1,250	1,312
Beta finansielle eiendeler	0,111	0,060	0,075	0,047	0,043	0,035	0,062
FE/NFG	0,384	0,458	0,274	0,256	0,250	0,250	0,312
= Beta til netto finansiell gjeld	0,008	0,047	0,044	0,129	0,053	0,132	0,071

Tabell 7.6 – Beta til netto finansiell gjeld

7.2.2 Beta til netto driftskapital og egenkapital

Nå som vi har beregnet netto finansiell gjeldsbeta er det mulig å finne netto driftsbeta. Vi har valgt å følge Miller og Modiglianis første teorem, som sier at verdien av et selskap ikke er avhengig av hvordan selskapet er finansiert (Berk & DeMarzo, 2014). Dette betyr at netto driftsbeta vil være konstant. Som følge av at netto driftsbeta holdes konstant over perioden, kan vi nå beregne årlig egenkapitalbeta. Den årlige beta til netto driftskapital og egenkapital vises i tabellen under.

Netto driftsbeta	2009	2010	2011	2012	2013	2014	09-14
Egenkapitalbeta	0,9856	0,9781	0,9967	0,9908	1,1636	1,1823	1,0419
ek/NDK	0,5784	0,5655	0,5556	0,5156	0,4687	0,4204	0,5174
+Egenkapitalbeta	0,9856	0,9781	0,9967	0,9908	1,1636	1,1823	1,0419
* MI/NDK	0,0001	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
+ Netto finansiell gjeldsbeta	0,0077	0,0466	0,0441	0,1290	0,0526	0,1318	0,0711
* NFG/NDK	0,4216	0,4345	0,4444	0,4844	0,5313	0,5796	0,4826
= Netto driftsbeta	0,5734	0,5734	0,5734	0,5734	0,5734	0,5734	0,5734

Tabell 7.7 – Netto driftsbeta

7.3 Krav til egenkapital og netto finansiell gjeld

Etter vi beregnet den årlige egenkapitalbetaen i tabellen ovenfor, er det mulig å fylle inn det vi manglet i tabell 7.3 og finne det årlige kravet til egenkapitalen for Farstad i analyseperioden. Nedenfor er tabellen fylt ut og de årlige egenkapitalkravene funnet.

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2009-2014
NIBOR, 3 måneder	0,024	0,024	0,027	0,022	0,019	0,019	0,022
- Risikopremie til bank	0,006	0,006	0,006	0,006	0,006	0,005	0,006
=Risikofri rente før skatt	0,018	0,018	0,021	0,016	0,013	0,014	0,017
-28 % skatt (27 % i 2014)	0,005	0,005	0,006	0,005	0,004	0,003	0,005
=Risikofri rente etter skatt	0,013	0,014	0,016	0,012	0,009	0,009	0,012
+ Justert beta	0,986	0,978	0,997	0,991	1,164	1,182	1,042
*markedets risikopremie etter skatt	0,046	0,046	0,046	0,046	0,046	0,046	0,046
+ illikviditetspremie	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
= Egenkapitalkrav	0,0783	0,0790	0,0818	0,0776	0,0825	0,0834	0,0799

Tabell 7.8 - Egenkapitalkrav

Før kravet til netto finansiell gjeld kan beregnes, må kravet til finansiell gjeld og finansielle eiendeler finnes. Under presenteres kravet til finansiell gjeld, som tilsvarer risikofri rente etter skatt fastsatt i kapittel 7.1.1 tillagt kreditttrisikopremien som avhenger av Farstads rating.

FG krav	2009	2010	2011	2012	2013	2014	09-14
Syntetisk rating	A-	BBB	BBB	BB+	BBB-	BB	BBB
risikofri rente etter skatt	0,013	0,014	0,016	0,012	0,009	0,009	0,0122
+ kreditttrisikopremie	0,010	0,014	0,014	0,031	0,014	0,031	0,0190
= Finansielt gjeldskrav	0,023	0,028	0,030	0,043	0,023	0,040	0,0312

Tabell 7.9 – Finansielt gjeldskrav

For å finne finansielt eiendelkrav veker vi kontantkrav, fordringskrav og investeringskrav. De ulike kravene beregnes av formlene nedenfor. Farstad har ingen finansielle fordringer gjennom analyseperioden, så fordringskravet blir ikke tatt med i beregningene.

Kontantkravet	$= r_f * (1-s) * KON$
Fordringskravet	$= (r_f * (1-s) + KRP_{FOR}) * FOR$
Investeringskravet	$= (r_f * (1-s) + \beta_{INV} * m_{rp} + ilp) * INV$

FE krav	2009	2010	2011	2012	2013	2014 09-14	
kontantkrav	0,013	0,014	0,016	0,012	0,009	0,009	0,012
* kontantvekt	0,889	0,940	0,925	0,953	0,957	0,965	0,938
+ investeringskrav	0,059	0,06	0,062	0,058	0,055	0,055	0,058
* investeringsvekt	0,111	0,060	0,075	0,047	0,043	0,035	0,062
= Finansielt eiendelskrav	0,018	0,017	0,019	0,014	0,011	0,011	0,015

Tabell 7.10 – Finansielt eiendelskrav

Kravet til netto finansiell gjeld kan nå beregnes ved formelen under, og beregningen presenteres i tabell 7.11:

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

Hvor:

nfgk = netto finansiell gjeldskrav

FG = finansiell gjeld

NFG = netto finansiell gjeld

FE = finansielle eiendeler

Kvar til netto finansiell gjeld	2009	2010	2011	2012	2013	2014 snitt	
Krav til finansiell gjeld	0,023	0,028	0,030	0,043	0,023	0,040	0,031
* finansiell gjeld/netto finansiell gjeld	1,384	1,458	1,274	1,256	1,250	1,250	1,312
- krav til finansielle eiendeler	0,018	0,017	0,019	0,014	0,011	0,011	0,015
* finansielle eiendeler/netto finansiell gjeld	0,384	0,458	0,274	0,256	0,250	0,250	0,312
= krav til netto finansiell gjeld	0,025	0,033	0,033	0,050	0,026	0,047	0,036

Tabell 7.11 – Krav til netto finansiell gjeld

7.4 Krav til netto driftskapital

Netto driftskravet angir Farstads avkastningskrav på totalkapitalen. Dette er et vektet kapitalavkastningskrav der vi vektet kravet til egenkapital, minoritet og netto finansiell gjeld. Netto driftskravet er dermed et vektet gjennomsnitt av kravet til eierne og kreditorene (Berk & DeMarzo, 2014). Ifølge Kaldestad og Møller (2011) vil "ulike finansieringskilder bære ulik risiko og den forventede avkastningen vil derfor variere mellom disse." Beregningen av årlige krav til netto driftskapital beregnes derfor ved å vekte kravene til finansieringskildene. Formelen vises under og beregningen utføres i tabell 7.12.

$$\text{WACC} = \text{ndk} = \text{ekk} \times \frac{\text{EK}}{\text{NDK}} + \text{mik} \times \frac{\text{MI}}{\text{NDK}} + \text{nfgk} \times \frac{\text{NFG}}{\text{NDK}}$$

Hvor:

ndk = netto driftskravet

ekk = egenkapitalkrav

EK = egenkapital

NDK = Netto driftskapital

mik = minoritetsinteressentkrav

MI = minoritetsinteressent

nfgk = netto finansielt gjeldskrav

NFG = netto finansiell gjeld

WACC	2009	2010	2011	2012	2013	2014	09-14
Egenkapitalkrav	0,08	0,08	0,08	0,08	0,08	0,08	0,08
EK/NDK	0,58	0,57	0,56	0,52	0,47	0,42	0,52
Krav til netto finansiell gjeld	0,02	0,03	0,03	0,05	0,03	0,05	0,04
NFG/NDK	0,42	0,43	0,44	0,48	0,53	0,58	0,48
Krav til netto driftskapital (ndk)	0,06	0,06	0,06	0,06	0,05	0,06	0,06

Tabell 7.12 – Krav til netto driftskapital (WACC)

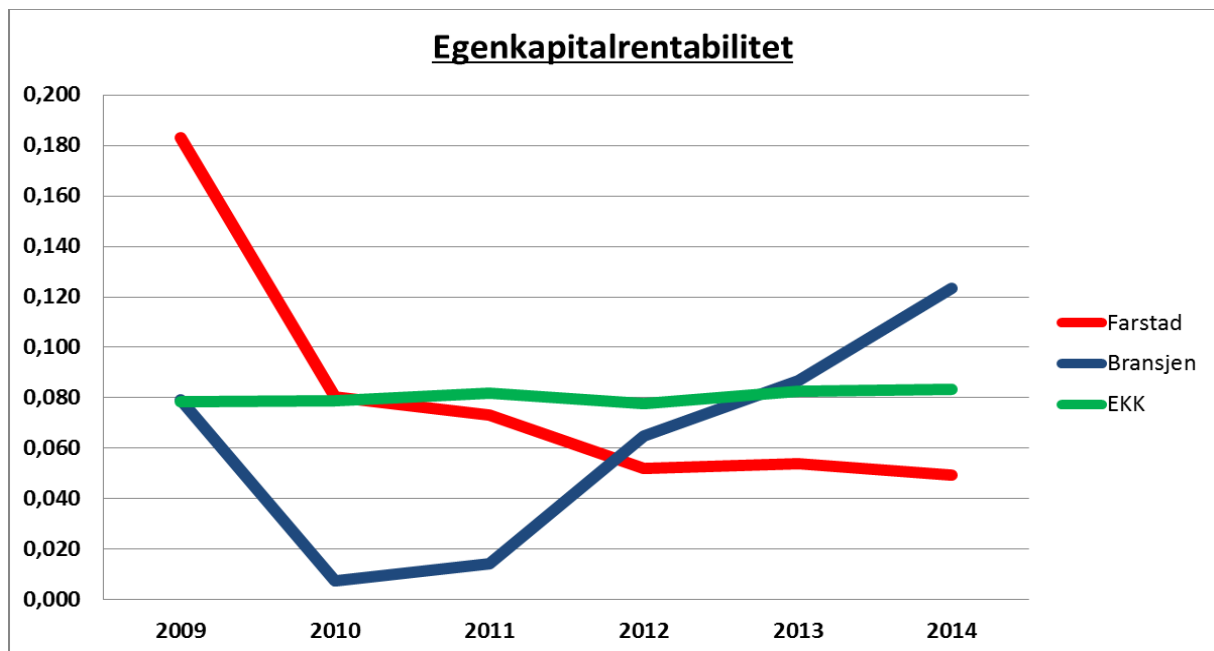
8. Lønnsomhetsanalyse – strategisk fordel

For å vurdere Farstads lønnsomhet velger vi å ta i bruk en strategisk rentabilitetsanalyse, hvor Farstads egenkapitalrentabilitet vil sammenlignes med avkastningskravet og bransjen. Dersom Farstad har en høyere egenkapitalrentabilitet enn kravet har de en strategisk fordel, også kjent som superrentabilitet (Knivsflå, 2015i). Videre dekomponerer vi for å synliggjøre kildene til den eventuelle strategiske fordel. Ettersom hovedkilden til strategisk fordel er driftsfordel, vil vi rette ekstra fokus mot denne. Vi konsentrerer oss mindre om en eventuell finansieringsfordel, da finans vanligvis ikke er en kilde til strategisk fordel (Knivsflå, 2015i). Ved å dekomponere driftsfordelen er det mulig å identifisere ekstern bransjeorientert- og intern ressursbasert strategisk fordel. Driftsfordelen og dens kilder blir deretter sammenlignet med konklusjonene fra den strategiske analysen i kapittel 4. Tidsvektene vi benytter for analyseperioden i lønnsomhetsanalysen er de samme som vi presenterte under kapittel 5.6: 10 - 10 - 15 - 20 - 25.

Periodens opptjente kapital trekkes ut for å få etterskuddsrentabilitet. Utrekningene av rentabilitet er gjort ved formelen under (Knivsflå, 2015i):

$$\text{Rentabilitet} = \frac{\text{Normalisert nettoresultat til kapitalen}}{\text{Inngående kapital} + \frac{(\Delta\text{kapital} - \text{normalisert nettoresultat})}{2}}$$

8.1 Superrentabilitet til egenkapitalen – strategisk fordel



Figur 8.1 – Egenkapitalrentabilitet

Analyse av superrentabilitet	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Tidsvektet
Vekt	0,10	0,10	0,15	0,20	0,20	0,25	1,000
Farstad ekr	0,18	0,08	0,07	0,05	0,05	0,05	0,071
Egenkapitalkrav	0,08	0,08	0,08	0,08	0,08	0,08	0,081
= Superrentabilitet (strategisk fordel)	0,10	0,00	-0,01	-0,02	-0,03	-0,03	-0,010
Farstad egenkapitalrentabilitet	0,18	0,08	0,07	0,05	0,05	0,05	0,071
Bransje egenkapitalrentabilitet	0,08	0,01	0,01	0,07	0,09	0,12	0,072
= "Superrentabilitet"	0,10	0,07	0,06	-0,01	-0,03	-0,07	-0,001

Tabell 8.1 – Analyse av superrentabilitet

Farstads egenkapitalrentabilitet var relativt høy i 2009, både i forhold til egenkapitalkravet og bransjegjennomsnittet. Fra 2009 har utviklingen i Farstads egenkapitalrentabilitet og strategiske fordel vært negativ, noe som skiller seg fra utviklingen ellers i bransjen. Fra 2010 har bransjen hatt en positiv utvikling i egenkapitalrentabiliteten, og den høyeste gjennomsnittlige egenkapitalrentabiliteten finner vi i 2014, året Farstad har sin laveste. Egenkapitalkravet har vært relativt stabilt over hele perioden, og vi kan se av det tidsvektede gjennomsnittet at Farstad har tilnærmet ingen strategisk fordel/ulempe sett over hele analyseperioden. Det samme gjelder i forhold til bransjen, der både Farstad og bransjen har en tidsvektet gjennomsnittlig egenkapitalrentabilitet på ca. 7 %. Det bør nevnes at Farstad kommer dårlig ut ved vår tidsvekting av gjennomsnittet, da de har hatt en negativ utvikling der bransjen har hatt en positiv.

8.2 Strategisk fordel = driftsfordel + finansieringsfordel

Strategisk fordel kan deles opp i driftsfordel og finansieringsfordel, og beregnes av formelen nedenfor (Knivsflå, 2015j). Som nevnt i innledningen til kapittel 8 vil vi fokusere mest på den strategiske fordelen i drift.

Strategisk fordel (ekr - ekk):

$$\underbrace{(ndr - ndk) \cdot (1 + nfgg + mig)}_{\text{Driftsfordel}} + \underbrace{(nfgk - nfgr) \cdot nfgg + (mik - mir) \cdot mig}_{\text{Finansieringsfordel}}$$

Hvor:

ndr = netto driftsrentabilitet

ndk = netto driftskravet

nfgg = Netto finansiell gjeldsgrad

mig = minoritetsinteressegrad

nfgk = Netto finansielt gjeldskrav

nfgr = Netto finansiell gjeldsrente

mik = minoritetsinteressekrav

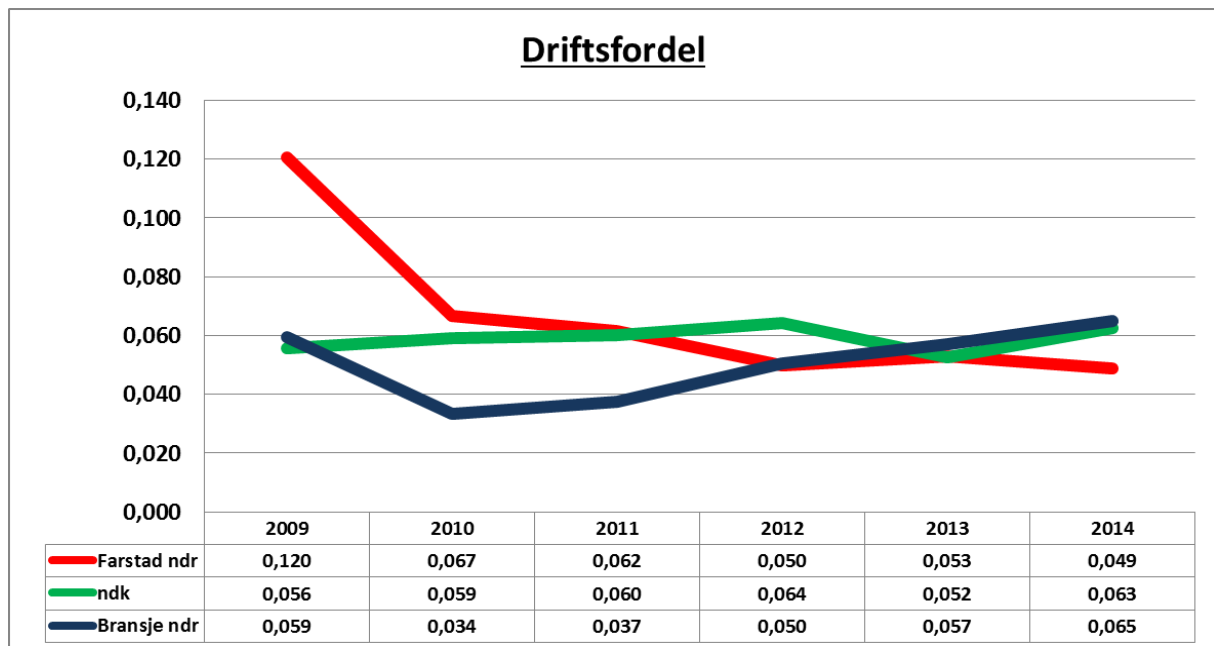
mig = Minoritetsinteressegrad

8.3 Driftsfordel – bransje, ressurs og gearing

Ettersom driftsfordelen er hovedkilden til strategisk fordel blir denne analysert ved å gå i dybden ved dekomponering. Driftsfordelen kan dekomponeres til bransje-, ressurs- og gearingfordel (Knivsflå, 2015j):

$$\underbrace{(ndr_B - ndk_B)}_{\text{Bransjefordel drift}} + \underbrace{(ndr - ndr_B) + (ndk_B - ndk)}_{\text{Ressursfordel drift}} + \underbrace{(ndr - ndk) \cdot (nfgg + mig)}_{\text{Gearingfordel drift}}$$

Under presenteres Farstad driftsfordel og en dekomponering av denne. Ifølge Miller og Modigliani er netto driftskravet tilnærmet lik for bransjen og for bedriften i bransjen som blir analysert (Knivsflå, 2015j). På grunn av tidsbegrensninger har vi antatt at bransjen har det samme driftskravet som Farstad. Det må imidlertid nevnes at siden Farstad over analyseperioden har hatt en merkbar lavere kredittrisiko enn bransjen, er det grunn til å tro at avkastningskravet for bransjen burde vært en del høyere. Dersom bransjens krav er litt høyere har Farstad en ressursfordel og bransjen en ulempe som ikke vil fremkomme av våre beregninger.



Figur 8.2 – Driftsrentabilitet

Dekomponering ndr	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Tidsvektet
Bransjefordel drift	0,00	-0,03	-0,02	-0,01	0,01	0,00	-0,007
Ressursfordel drift	0,06	0,03	0,03	0,00	-0,01	-0,02	0,008
= Strategisk fordel i drift (uten gearing)	0,06	0,01	0,00	-0,01	0,00	-0,01	0,001
+ Gearingfordel i drift	0,05	0,01	0,00	-0,01	0,00	-0,02	-0,001
= Strategisk fordel i drift (med gearing)	0,12	0,01	0,00	-0,03	0,00	-0,03	0,000

Tabell 8.2 – Dekomponering av netto drifts rentabilitet i bransje, ressurs og gearing

Som det kommer frem av figur 8.2 har Farstad hatt en strategisk fordel i drift i perioden 2009 til og med 2011. I årene etter 2011 har det vært en merkbar endring i Farstads driftsfordel med strategisk ulempe i både 2012 og 2014, samt en netto driftsrentabilitet tilnærmet lik kravet i 2013. Det tidsvektede gjennomsnittet viser til en driftsrentabilitet tilnærmet lik driftskravet over analyseperioden. Dette samsvarer med forventningene våre fra den strategiske analysen av Farstad. Videre ser vi av dekomponeringen at det gjennom analyseperioden har vært en marginal bransjeulempe, ressursfordel og gearingulempe i drift.

8.3.1 Bransjefordel

Dekomponeringen viser at bransjen hadde en fordel i drift i årene 2009, 2013 og 2014. Årene 2010 til 2012 er derimot preget av en driftsulempe for bransjen. Tidsvektet over hele analyseperioden resulterer dette i en marginal bransjeulempe på 0,7 %, noe som samsvarer med forventningene vi hadde fra den strategiske analysen. Fra oppsummeringen av den strategiske analysen i kapittel 4.5 mener vi dette kommer av at analyseperioden har mer nedgang- enn oppgangskonjunktur, og at konkurransekraftene holder rentabiliteten forholdsvis lik kravet over perioden.

8.3.2 Ressursfordel

Farstad hadde en relativt høy ressursfordel i 2009, men denne har utviklet seg negativt gjennom analyseperioden. Tidsvektet over perioden kan vi se at Farstad har en marginal ressursfordel i forhold til bransjen på 0,7 %. Også dette stemmer overens med våre konklusjoner i den strategiske analysen, jamfør kapittel 4.5. Flåten, da spesielt PSV og AHTS sammen med finansiell styrke mener vi er faktorene som har bidratt til den svake ressursfordelen over perioden.

8.3.2.1 Strategisk du-pont analyse - Marginfordel og omløpsfordel

Ressursfordelen i drift kan dekomponeres slik at man kan synliggjøre eventuelle marginfordeler og omløpsfordeler (Knivsflå, 2015j).

$$\text{ndr} - \text{ndr}_B = \underbrace{(\text{ndm} - \text{ndm}_B) \cdot \text{onde}}_{\text{Marginfordel}} + \underbrace{\text{ndm}_B \cdot (\text{onde} - \text{onde}_B)}_{\text{Omløpsfordel}}$$

Marginfordel	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Tidsvektet
ndm Farstad	0,328	0,217	0,199	0,166	0,179	0,166	0,195
-ndm Bransje	0,196	0,125	0,139	0,192	0,208	0,218	0,188
=Marginfordel uvektet	0,131	0,092	0,060	-0,026	-0,028	-0,052	0,007
x onde Farstad	0,368	0,306	0,309	0,300	0,296	0,294	0,306
=Marginfordel	0,048	0,028	0,018	-0,008	-0,008	-0,015	0,003

Tabell 8.3 - Marginfordel

Omløpsfordel (OF)	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Tidsvektet
onde Farstad	0,3675	0,3063	0,3090	0,2995	0,2958	0,2941	0,306
-onde Bransje	0,289	0,253	0,253	0,260	0,281	0,301	0,275
=Omløpsfordel uvektet	0,079	0,053	0,056	0,039	0,015	-0,006	0,031
x ndm Bransje	0,196	0,125	0,139	0,192	0,208	0,218	0,188
=Omløpsfordel	0,015	0,007	0,008	0,008	0,003	-0,001	0,005

Tabell 8.4 - Omløpsfordel

Farstad har hatt en marginal tidsvektet margin- og omløpsfordel over analyseperioden som resulterer i den svake ressursfordelen på 0,8 %. Begge fordelene har hatt en negativ utvikling fra analyseperiodens begynnelse til slutt, noe som har ført til den negative utviklingen i ressursfordelen.

Marginfordel - "Common size" og trendanalyse

Marginfordelen til Farstad er tidsvektet lik 0,3 % over analyseperioden. Den utvikler seg fra å være 4,8 % i 2009 til å være -1,5 % i 2014, og ser ut til å være den største årsaken til at ressursfordelen faller over analyseperioden. Denne reduksjonen har sammenheng med en reduksjon i Farstads netto driftsmargin, samtidig som denne har økt for bransjen. Årsakene til marginfordelen og dens utviklingen finner vi ved å utføre "common size" analyse og trendregnskap.

<<Common size>> resultatanalyse	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Tidsvektet
Fraktinntekter	0,994	0,999	0,998	0,999	0,998	0,996	1,00
+ Andre inntekter	0,006	0,001	0,002	0,001	0,002	0,004	0,00
= Driftsinntektsprosent	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,00
Lønnskostnader	0,3377	0,4086	0,4530	0,4856	0,4624	0,4609	0,45
Andre driftskostnader	0,129	0,175	0,156	0,160	0,159	0,167	0,16
= Driftskostnadsprosent	0,467	0,584	0,609	0,646	0,621	0,628	0,61
- Avskrivningsprosent	0,140	0,155	0,152	0,155	0,163	0,173	0,16
= Driftsresultatmargin	0,393	0,261	0,239	0,199	0,215	0,200	0,23
- driftsskatteprosent	0,066	0,044	0,040	0,033	0,036	0,033	0,04
= Netto driftsmargin	0,328	0,217	0,199	0,166	0,179	0,166	0,20
- Netto driftsmargin i bransjen	0,196	0,125	0,139	0,192	0,208	0,218	0,19
= <<Uvekta>> marginfordel	0,131	0,092	0,060	-0,026	-0,028	-0,052	0,01
* <<vekt>>, dvs omløpet til NDE	0,368	0,306	0,309	0,300	0,296	0,294	0,31
= Marginfordel	0,048	0,028	0,018	-0,008	-0,008	-0,015	0,00

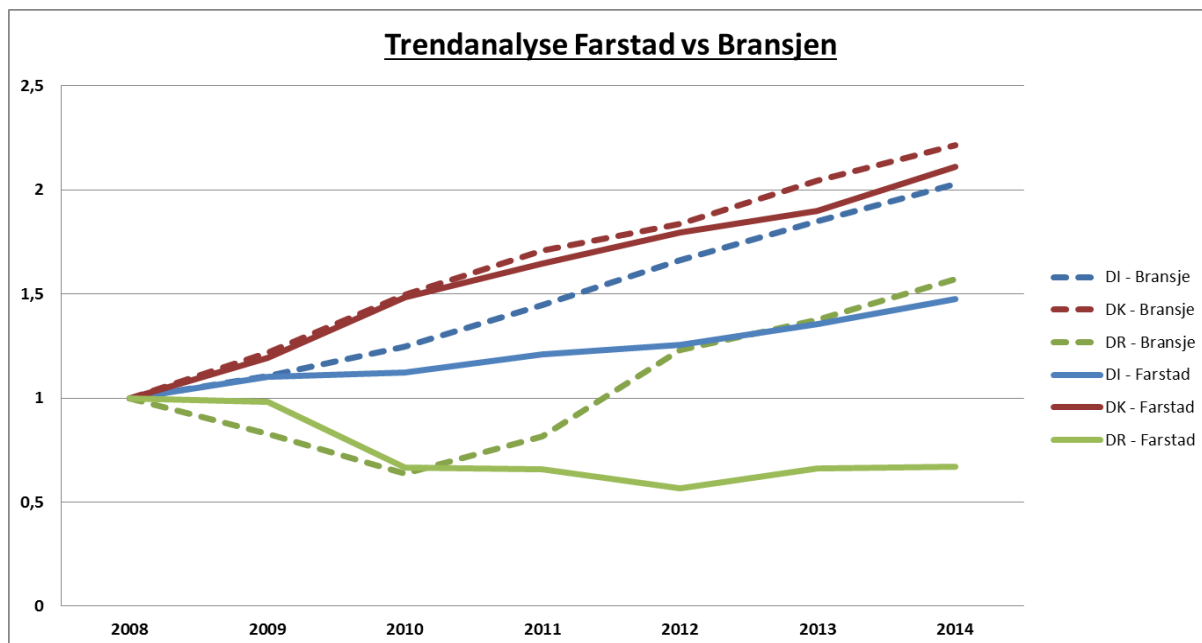
Tabell 8.5 – Common size resultatanalyse Farstad

<<Common size>> resultatanalyse	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Tidsvektet
Fraktinntekter	0,990	0,998	0,994	0,995	0,996	0,995	0,995
+ Andre inntekter	0,010	0,002	0,006	0,005	0,004	0,005	0,005
= Driftsinntektsprosent	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
Lønnskostnader	0,348	0,393	0,418	0,418	0,407	0,381	0,397
Andre driftskostnader	0,215	0,261	0,235	0,210	0,209	0,221	0,222
= Driftskostnadsprosent	0,562	0,654	0,653	0,628	0,616	0,602	0,619
- Avskrivningsprosent	0,194	0,197	0,189	0,147	0,134	0,138	0,158
= Driftsresultatmargin	0,244	0,149	0,158	0,225	0,250	0,261	0,223
- driftsskatteprosent	0,048	0,023	0,019	0,033	0,043	0,042	0,036
= Netto driftsmargin	0,196	0,125	0,139	0,192	0,208	0,218	0,188

Tabell 8.6 – Common size resultatanalyse Bransjen

"Common size" analysene for Farstad og bransjen viser til en tilnærmet lik tidsvektet driftskostnad- og avskrivningsprosent for analyseperioden. Dette resulterer i at netto driftsmarginen for Farstad og bransjen er ganske like for perioden, og den tidsvektede marginfordelen til Farstad er marginal. Grunnen til at Farstads marginfordel faller kraftig gjennom perioden kan ved "common size" analysene spores tilbake til en kraftig økning i Farstads driftskostnadsprosent, samtidig som driftskostnadsprosenten for bransjen har blitt redusert fra og med 2010. Farstads kraftige økning i driftskostnadsprosent skyldes i hovedsak

økning i lønnskostnadsprosenten. Imidlertid viser trendanalysen at vekst i Farstads driftskostnader ikke alene er hovedkilden til den negative utviklingen av netto driftsmargin i perioden.



Figur 8.3 – Trendanalyse Farstad og Bransjen

Trendanalysen viser at driftskostnadsveksten til Farstad og bransjen har ligget på omtrent samme nivå. Problemet for Farstad viser seg å være at driftsinntektsveksten har vært veldig svak sammenlignet med bransjen. Forskjellen mellom Farstad og bransjens utvikling i inntekter er dermed en viktig kilde til den negative utviklingen i Farstads marginfordel. Den fraværende veksten i driftsinntekter for Farstad i forhold til bransjen fører altså til at veksten i Farstads lønnskostnader reduserer marginfordelen gjennom perioden.

Omløpsfordel

Den tidsvektede omløpsfordelen er marginal positivt med 0,5 % over perioden. Den utvikler seg fra å være 1,5 % i 2009 til å være -0,1 % i 2014. For å gå i dybden på hva som er årsakene til at omløpet til netto driftseiendeler faller over perioden kan det utføres analyse av effektivitetsfordel og fordel i gjennomsnittspris per enhet. Ettersom vi verken har tilstrekkelig med tid eller informasjon til å gå dypere i omløpsfordelen, velger vi å stoppe dekomponeringen her. Den negative utviklingen i omløpsfordelen kan skyldes en negativ utvikling i Farstads effektivitet i forhold til bransjen over analyseperioden, en lavere gjennomsnittspris per enhet, eller en kombinasjon av disse. Effektiviteten vil sannsynligvis avhenge av selskapenes kontraktsdekning for skipene. En negativ utvikling eller stagnering i

effektivitet eller gjennomsnittlig pris per enhet kan også forklare Farstads relativt lave inntektsvekst i forhold til kostnadsvekst.

8.3.2.2 Oppsummering ressursfordel

Den historisk svake ressursfordelen over analyseperioden samsvarer med våre forventninger fra den strategiske analysen i kapittel 4.5. Kilden til ressursfordelen mener vi er Farstads flåte og deres finansielle styrke. Farstadsflåtens sterke posisjon i vekstmarkeder som Brasil og Australia kan for eksempel ha vært kilder til høyere priser eller utnyttelsesgrader enn bransjen over perioden, jamfør kapittel 4.3.1. Som diskutert i kapittel 4.3.5, kan finansielle styrke ha bidratt til gode lånebetingelser og muligheter for Farstad til å investere i nybygg og ny teknologi for å opprettholde en konkurransedyktig flåte. Dette kan også ha hatt positiv innvirkning på margin og omløp. Selv om Farstad har hatt en liten ressursfordel i analyseperioden, har utviklingen vært negativ. Til tross for den negative utviklingen mener vi Farstad fremdeles vil ha en midlertidig fordel i flåte og finansiell styrke, jamfør kapittel 4.5. Årsaken til den negative utviklingen i ressursfordelen har vi kommet frem til at ligger i den sterke veksten i driftskostnadsprosent i forhold til bransjen. Ifølge trendanalysen har imidlertid driftskostnadsveksten til Farstad økt omtrentlig i takt med bransjen. Grunnen til at Farstads driftskostnadsprosenten har økt kraftig er at deres driftsinntektsvekst har vært en god del svakere enn bransjen. Den lave driftsinntektsveksten relativt til bransjen, samtidig som Farstad følger bransjens kostnadsvekst forklarer nedgangen i margin- og omløpsfordel. Den lave driftsinntektsveksten kan spores til at Farstad har hatt en negativ utvikling i oppnådde priser og/eller effektivitet relativt til bransjen

8.3.3 Gearingfordel i drift

Som vi ser av tabell 8.2 har Farstad en veldig liten tidsvektet gearingulempe knyttet til drift på 0,1 %. Gearing i drift skalerer driftsfordelen, og siden vi her har en driftsulempe reduserer gearingen den strategiske driftsfordelen. Gearingfordel vil ifølge Miller og Modigliani sitt 2. teorem ikke skape verdi for eierne, og vi vil dermed ikke gå nærmere inn på denne (Knivsflå, 2015i).

8.4 Finansieringsfordel

Finansieringsfordelen er som nevnt innledningsvis i kapittel 8 lite strategisk, og vil derfor ikke dekomponeres i bransje og ressursfordeler, slik vi gjorde med driftsfordelen. Formelen til finansieringsfordelen ble sammen med driftsfordelen presentert i kapittel 8.2. Finansieringsfordelen til Farstad over analyseperioden er beregnet i tabellen under.

Finansieringsfordel	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Tidsvektet
Netto finansiell gjeldskrav (nfgk)	0,025	0,033	0,033	0,050	0,026	0,047	0,038
Netto finansiell gjeldsrente (nfgr)	0,043	0,048	0,047	0,047	0,052	0,049	0,048
Netto finansiell gjeldsgrad (nfgg)	0,810	0,761	0,795	0,871	1,038	1,254	0,972
Finansieringsfordel (FF)	-0,015	-0,012	-0,011	0,003	-0,027	-0,001	-0,009

Tabell 8.7 - Finansieringsfordel

Tabellen viser at Farstad har hatt en liten finansieringsulempe gjennom analyseperioden, men denne er så liten at ulempen er tilnærmet lik null. Dette stemmer overens med et velfungerende kapitalmarked. Finansieringsfordelen kan videre dekomponeres i finansieringsfordel til netto finansiell gjeld, og minoritetsinteresser. Ettersom vi ikke har minoritetsinteresser kommer finansieringsfordelen fra netto finansiell gjeld. Denne kan dekomponeres til finansieringsfordel i finansiell gjeld og finansielle eiendeler (Knivsflå, 2015i).

$$FFNFG = \underbrace{(fgk - fgr) \cdot fgg}_{FFFG} + \underbrace{(fer - fek) \cdot feg}_{FFFE}$$

Hvor:

FFNFG = Finansieringsfordel netto finansiell gjeld

FFFG = Finansieringsfordel finansiell gjeld

FFFE = Finansieringsfordel finansielle eiendeler

fgg = finansiell gjeldsgrad

fek = finansiell eiendelskrav

fgk = finansielt gjeldskrav

fgr = finansiell gjeldsrente

fer = finansiell eiendelsrentabilitet

feg = finansiell eiendelsgrad

Finansieringsfordel finansiell gjeld (FFFG)	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Tidsvektet
Finansielt gjeldskrav (fgk)	0,023	0,028	0,03	0,043	0,023	0,04	0,033
-Finansiell gjeldsrente (fgr)	0,037	0,041	0,040	0,041	0,045	0,041	0,041
=Finansiell gjeldsrentefordel	-0,014	-0,013	-0,010	0,002	-0,022	-0,001	-0,009
x Finansiell gjeldsgrad (fgg)	1,164	1,086	1,086	1,105	1,305	1,574	1,263
=Finansieringsfordel finansiell gjeld	-0,016	-0,014	-0,011	0,002	-0,029	-0,002	-0,010

Tabell 8.8 – Finansieringsfordel finansiell gjeld

Dersom kravet er større enn lånerenten er det en fordel for eierne av virksomheten å benytte seg av finansiell gjeld (Knivsflå, 2015i). Farstad har hatt ett krav som ligger marginalt under lånerenten i analyseperioden.

Finansieringsfordel finansielle eiendeler (FFFE)	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Tidsvektet
Finansiell eiendelsrentabilitet (fer)	0,0233	0,0240	0,0214	0,0196	0,0175	0,0120	0,018
-Finansiell eiendelskrav (fek)	0,0181	0,0168	0,0194	0,0142	0,0110	0,0106	0,014
=Finansiell eiendelsrentabilitet	0,0052	0,0072	0,0019	0,0055	0,0065	0,0014	0,004
x Finansiell eiendelsgrad (feg)	0,3549	0,3255	0,2917	0,2335	0,2666	0,3192	0,292
=Finansieringsfordel finansielle eiendeler	0,0019	0,0023	0,0006	0,0013	0,0017	0,0004	0,001

Tabell 8.9 – Finansieringsfordel finansielle eiendeler

Dersom eiendelsrentabiliteten er større enn eiendelskravet er det lønnsomt for eierne å ha finansielle eiendeler. Som vi ser fra tabellen har Farstad hatt en marginal positiv tidsvektet finansieringsfordel i finansielle eiendeler i analyseperioden (Knivsflå, 2015i). Dette betyr at Farstad har hatt en marginalt lønnsom forvaltning.

8.5 Oppsummering – Historisk superrentabilitet

Farstad har i analyseperioden hatt en tidsvektet strategisk fordel som er tilnærmet lik null. Dette mener vi kommer av at de ikke har hatt noen særlig fordel i driften, ettersom det er hovedkilden til strategisk fordel. Farstad har hatt en negativ trend i sin strategiske driftsfordel, noe som både henger sammen med dårligere prestasjoner fra deres side, men også en betydelig forbedring i bransjen. En marginal tidsvektet ressursfordel og bransjeulempe utgjør driftsfordelen. Den marginale ressursfordelen og bransjeulempen over perioden samsvarer med våre konklusjoner fra den strategiske analysen i kapittel 4.5, hvor vi konkluderte med at analyseperioden sannsynligvis inneholdt en svak ressursfordel og bransjeulempe. Den svake ressursfordelen mener vi henger sammen med Farstads fordel i flåte og finansiell styrke, jamfør kapittel 4.3.6. Flåtens sterke posisjon i vekstmarkeder kan være en viktig kilde til historisk høye utnyttelsesgrader og priser, noe som kan ha gitt en liten historisk omløpsfordel. Dette kan også ha påvirket marginen ved at virksomheten har oppnådd høye priser. Videre kan finansiell styrke ha gitt gode lånebetingelser og gode muligheter til nyinvesteringer i skip og ny teknologi. Nye skip og ny teknologi kan videre ha påvirket priser og antall kontrakter man har fått. Til tross for at Farstads ressursfordel har hatt en negativ utvikling over perioden, mener vi de fremdeles har et midlertidig fortrinn når det kommer til finansiell styrke og størrelse på flåte, jamfør kapittel 4.5. Ser vi på kildene til ressursfordelen kan vi trekke ut at den negative trenden henger sammen med en negativ utvikling i kontraktsdekning og/eller priser, relativt til bransjen. Den historiske marginale bransjeulempen henger trolig sammen med at analyseperioden inneholder mer nedgang enn oppgang og høy konkurranse i markedet. Dette var noe vi konkluderte med i den strategiske analysen i kapittel 4.5. Den strategiske driftsfordelen utgjør sammen med en lav gearing- og finansieringsulempe den tidsvektede strategiske ulempen over analyseperioden på 0,9 %.

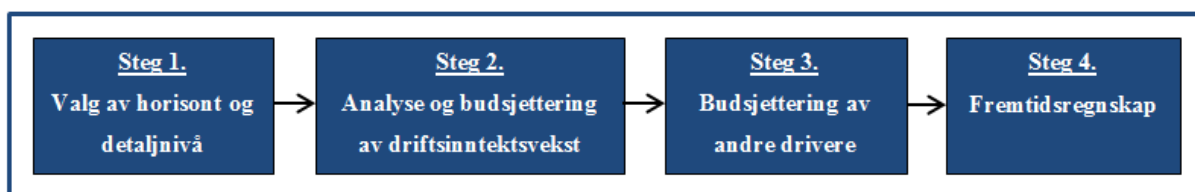
Dekomponering Strategisk fordel	Symbol	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Tidsvektet
Marginfordel	MF	4,8 %	2,8 %	1,8 %	-0,8 %	-0,8 %	-1,5 %	0,3 %
+Omløpsfordel	OF	1,5 %	0,7 %	0,8 %	0,8 %	0,3 %	-0,1 %	0,5 %
=Ressursfordel i drift	RFD	6,4 %	3,5 %	2,6 %	0,0 %	-0,5 %	-1,7 %	0,8 %
+Bransjefordel i drift	BGD	0,1 %	-2,7 %	-2,5 %	-1,4 %	0,6 %	0,3 %	-0,7 %
=Strategisk fordel i drift	SFD	6,5 %	0,8 %	0,1 %	-1,5 %	0,1 %	-1,4 %	0,1 %
+Gearingfordel drift	GFD	5,2 %	0,6 %	0,1 %	-1,3 %	0,1 %	-1,7 %	-0,1 %
=Driftsfordel	DF	11,7 %	1,3 %	0,3 %	-2,7 %	0,1 %	-3,1 %	0,0 %
+Finansieringsfordel	FF	-1,5 %	-1,2 %	-1,1 %	0,3 %	-2,7 %	-0,1 %	-0,9 %
=Strategisk fordel	SF	10,2 %	0,2 %	-0,8 %	-2,5 %	-2,6 %	-3,2 %	-0,9 %

Tabell 8.10 – Dekomponering av strategisk fordel

9. Fremtidsregnskap

9.1 Rammeverk for fremtidsregnskap

Fremtidsregnskapet baseres på den strategiske regnskapsanalysen som ble gjennomført i del 1 og del 2 i oppgaven. Utarbeiding av fremtidsregnskapet er steg 3 i Penman (2013) sin prosess for fundamental analyse, jamfør figur 3.2 i kapittel 3.3, og vil ligge til grunn for verdsettelsen som gjennomføres i kapittel 11. For å utarbeide fremtidsregnskapet vil vi følge stegene i rammeverket nedenfor, som bygger på Penman (2013) sin mal for budsjettering og Knivsflå (2015h) sitt rammeverk. I kapittel 10 vil fremtidskrav fastsettes på basis av fremtidsregnskapet, som videre analyseres ved EPS estimat og fremtidig strategisk fordel.



Figur 9.1 – Rammeverk for fremtidsregnskap

9.2 Valg av horisont og detaljnivå

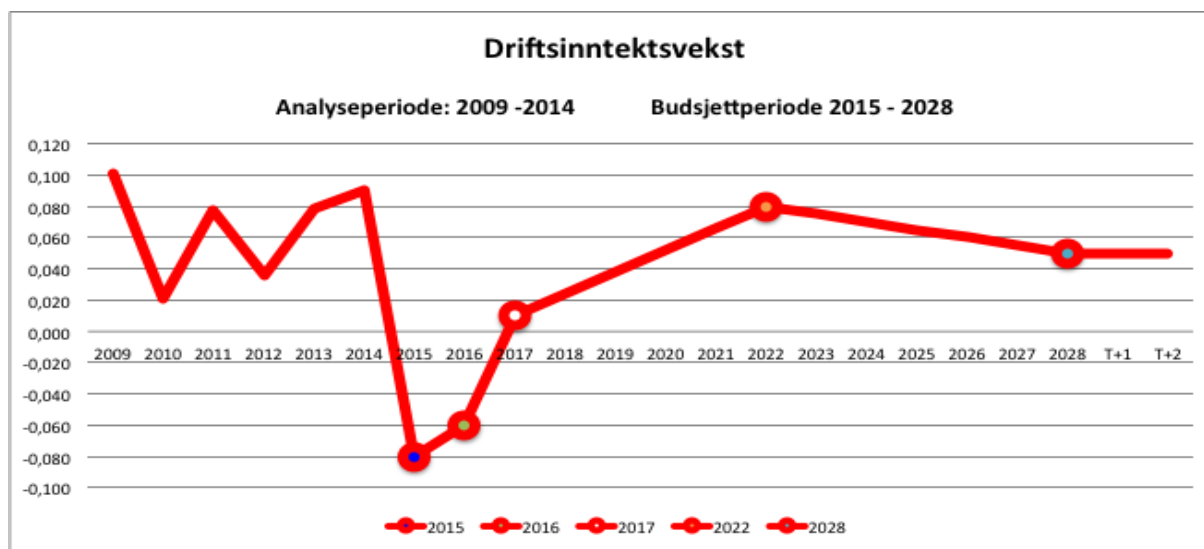
Før man starter budsjetteringen er det nødvendig å fastsette budsjetthorisonten. Etter budsjetthorisonten skal alle budsjettdriverne være konstante, noe som betyr at virksomheten er i "steady state". Hvor lang tid det tar før virksomheten er i "steady state" vil avhenge av hvor moden og stabil bransjen er (Knivsflå, 2015k). Som vi konkluderte med i kapittel 3.2 regner vi offshorebransjen som en moden bransje. Veksten i bransjen anses derimot som ustabil, da den påvirkes mye av variasjon i rater og markedssvingninger. Analysen av driftsinntektsveksten i neste avsnitt viser også til en ustabil vekst med store svingninger. Dette indikerer at det vil ta lengre tid før virksomheten er i konstant vekst, og at det vil være nødvendig med en lang budsjetthorisont. Kaldestad og Møller (2011) understreker også at man bør benytte en budsjetthorisont på lengre enn 5 år innen sykliske bransjer. Et annet forhold som påvirker valg av budsjetthorisont er kvaliteten på regnskapsføringen. Farstad regnskapsfører etter IFRS, som er verdibasert regnskapsføring. Dette peker mot en kortere budsjetthorisont, ettersom budsjetthorisonten trenger kortere tid for å fange opp verdiene ved verdibasert regnskapsføring (Knivsflå, 2015k). Vi velger å bruke en mellomlang budsjetthorisont på 14 år, slik at Farstad er i "steady state" med konstant vekst etter 2028. For å enklere kunne basere oss på den strategiske analysen vil vi benytte budsjettpunkt ved fastsetting av de ulike budsjettdriverne.

Videre velger vi å benytte et lavt detaljeringsnivå ved budsjetteringen, slik at vi konsentrerer oss kun om de viktigste faktorene. Ettersom det er stor usikkerhet i utviklingen til postene, spesielt ved en lengre budsjettorison, mener vi fokuseringen vil gjøre budsjetteringen enklere å håndtere, jamfør Knivsflå (2015k). Antall budsjett drivere vil dermed bli begrenset. Vi velger å benytte driftsinntektsvekst, omløpshastighet til netto driftseiendeler, netto driftsmargin, finansiell gjeldsdel- og rente og finansiell eiendelsdel- og rentabilitet.

9.3 Analyse og budsjettering av driftsinntektsvekst

Ifølge Knivsflå (2015k) er driftsinntektsveksten helt grunnleggende som budsjett driver fordi den avgjør størrelsen på virksomheten i fremtiden. Derfor er den også utgangspunktet for budsjettering. På kort sikt vil veksten avhenge av om det er vekst i bransjen eller om virksomheten har interne ressurser til vekst. Farstad har hatt en marginal ressursfordel over analyseperioden, jamfør tabell 8.10 i kapittel 8.5. Dette mener vi konklusjonene i strategisk analyse kapittel 4.5 at kommer av fortrinn i flåte og finansiell styrke. Fortrinnene i disse ressursene forventes å forsvinne på kort sikt, da de vurderes som midlertidige. Økonomiske faktorer ble i kapittel 4.2.1.7 konkludert med å være de aller viktigste makrofaktorene som påvirker bransjen. Ifølge strategiske innsikt vil de to neste årene være preget av lav aktivitet offshore, lave rater og lave utnyttelsesgrader. Samtidig forventes sanksjonene mot og av Russland og vedvare. Vi mener derfor at nedgangen i bransjen vil dominere veksten de to neste årene. Det første budsjettåret er driftsinntektsveksten fastsatt indirekte mellom fremskriving av omløpet til netto driftskapital. Dette fører til en nedgang i driftsinntekter første året, noe vi mener er rimelig å anta ettersom Farstad har lav kontraktsdekning i 2015 jamfør kapittel 4.4, samtidig som ratene antas å være lave. Videre følger det av konklusjonene fra den strategiske analysen at vi forventer nedgang også i 2016. Nedgangen i 2016 for Farstad og bransjeutvalget forventes imidlertid å bli litt bremsset. Dette som følge av store kontraktstildelinger til Johan Sverdrup. Ettersom bransjeutvalget opererer i Nordsjøen har vi også antatt at vekstperioden starter tidligere enn den antatte globale vekstperioden i 2018. En ny vekstperiode for bransjeutvalget vårt er derfor satt til å starte i 2017. I 2017 settes dermed driftsinntektsveksten som marginal positiv og økes gradvis de påfølgende årene. På lang sikt kan ingen virksomheter vokse raskere enn den samlede økonomien. Det betyr at en virksomhet som vokser raskt, til slutt vil møte en reduksjon i veksten hvor den vil konvergere tilbake til gjennomsnittet. Farstad har hatt en gjennomsnittlig driftsinntektsvekst på ca. 5,8 %. Dette er betydelig lavere enn bransjens gjennomsnitt på 11,6 %. Den lave driftsinntektsveksten i forhold til bransjen kan også sees av trendanalysen i kapittel 8.3.2.1.

Veksten på lang sikt kan ikke overstige summen av forventet realvekst i verdensøkonomien og global inflasjon i dag. Den langsiktige veksten kan dermed ikke være høyere enn 5 % årlig, som er summen av forventet realvekst på 3,3 % og 1,8 % global inflasjon. Maksimalt kan veksten settes til 7,5 % på lang sikt, dersom man mener fremtiden vil føre til en "ny økonomi" (Knivsflå, 2015k). På bakgrunn av dette mener vi det er rimelig å sette den langsiktige driftsinntektsveksten til 5 %. Videre velger vi å sette et budsjettpunkt i året 2022, mellom 2017 og horisonten. Veksten som starter i 2017 øker vi lineært mot 2022, hvor den antas å avta og konvergere mot 5 % som er veksten i "steady state". Vi velger å sette veksten i 2022 som 8%, ettersom vi synes dette er et rimelig estimat basert på Farstad og bransjens historiske gjennomsnittlige driftsinntektsvekst. Nedenfor har vi fremstilt driftsinntektsveksten for analyse- og budsjettperioden. Selv om det ser ut som om nedgangen i bransjen bare går over to år, så vil ikke bransjen oppnå en fordel før i 2021. Dette synliggjøres senere i oppsummering av fremtidig strategisk fordel i kapittel 10.2



Figur 9.2 – Driftsinntektsvekst 2009-2028

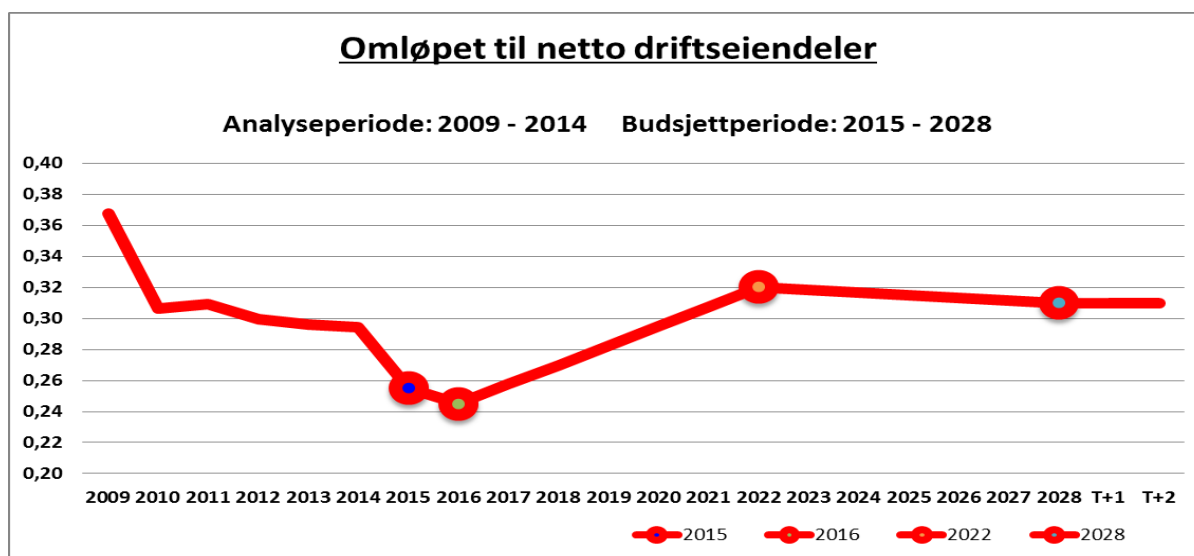
9.4 Andre budsjett drivere

I den strategiske analysens **kapittel 4.5** utarbeidet vi en oversikt over den strategiske innsikten til fremtidsregnskapet. Denne vil ligge til grunn for fremskriving av budsjettdriverne. Videre vil innsikten i de historiske tallene fra regnskapsanalysen, **kapittel 5 til 8**, være utgangspunktet til budsjettdriverne og bestemme grensene for den videre utviklingen. Det er en tendens at mange regnskapstall vil vende tilbake til gjennomsnittet i bransjen eller til virksomheten over tid (Knivsflå, 2015k). Som vi gjorde klart under forrige avsnitt vil driftsinntektsveksten konvergere mot langsiktig økonomisk vekst. Netto driftsmarginen vil normalt konvergere mot gjennomsnittet i bransjen som følge av

konkurranseskraftene. Knivsflå (2015) viser også til klare tendenser til "mean reversion" i omløp til netto driftseiendeler og netto driftsrentabilitet. Dette er noe vi tar i betraktning ved fremskriving av budsjettdriverne. I den strategiske analysens konkluderte vi med at bransjen ville beholde en svak bransjefordel på lang sikt, som følge av erfaring og tilpasningsdyktighet. Ifølge oppsummeringen av historisk superrentabilitet i kapittel 8.5 har bransjen hatt en tidsvektet ulempe i drift over analyseperioden, noe som støttes av den strategiske innsikten. Ettersom analyseperioden inneholder mer nedgang enn oppgang mener vi budsjettdriverenes gjennomsnitt ikke alltid vil være et godt estimat. Vi vil derfor vurdere **strategisk overstyring** av det historiske gjennomsnittet, ettersom vi mener bransjen på lang sikt vil ha en driftsfordel.

Omløpet til netto driftseiendeler (onde)

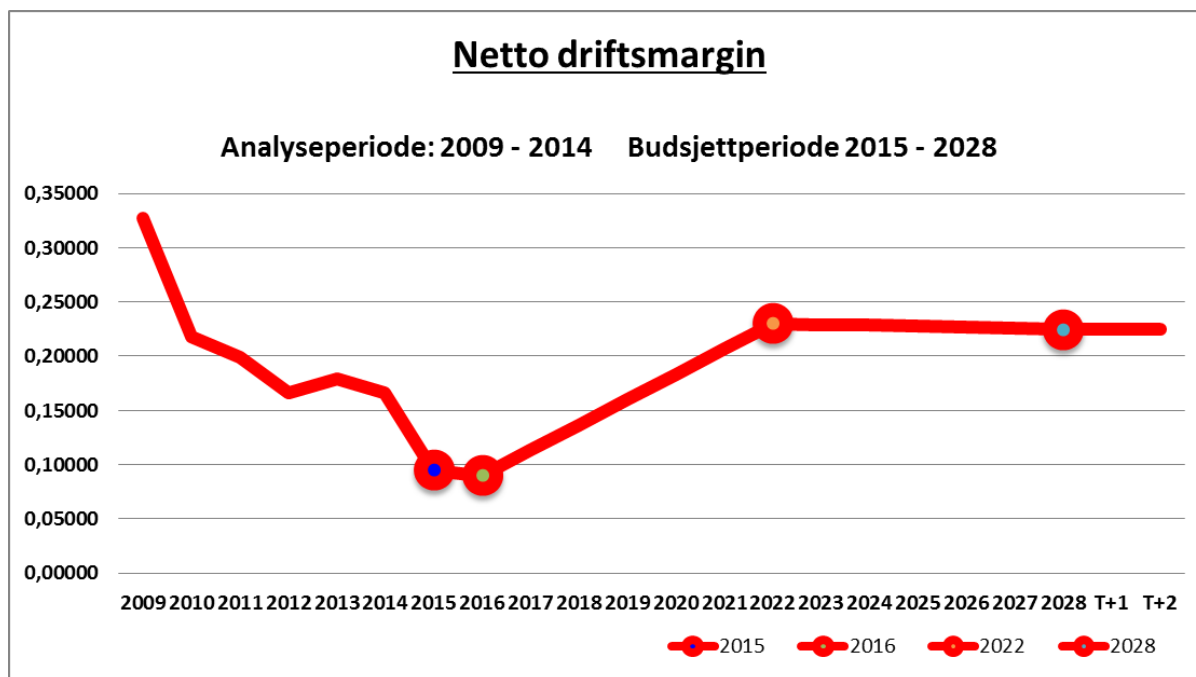
For å fremskrive netto driftseiendeler bruker vi omløpet til netto driftseiendeler som budsjettdriver. Farstad hadde en svak omløpsfordel med en negativ trend i analyseperioden jf. tabell 8.4 i kapittel 8.3.2.1. Denne forutsetter vi at vil fortsette å være svak og vil forsvinne i løpet av kort tid, slik at utviklingen i onde først og fremst vil være bransjereletert. Konklusjonene i den strategiske analysen peker mot at de neste to årene vil være preget av lav kontraktsdekning og lave rater. Dermed velger vi å sette onde relativt lavt de to neste årene sammenlignet med analyseperioden. Videre velger vi en lineær økning i onde fra 2017, da en ny vekstfase antas å starte, til budsjettpunktet i 2022 der vekstfasen forutsettes å være ferdig. Etter 2022 konvergerer onde mot 0,31, som er Farstads tidsvektede snitt i analyseperioden. Dette er litt høyere enn det tidsvektede bransjesnittet presentert i tabell 8.4 i kapittel 8.3.2.1. Ettersom vi mener bransjen vil være i en bedre situasjon på lang sikt enn den var over analyseperioden, forventer vi høyere utnyttelsesgrader og priser, og dermed høyere onde.



Figur 9.3 – Omløpet til netto driftseiendeler 2009-2028

Netto driftsmargin (ndm)

Vi velger å bruke netto driftsmargin som budsjettdriver for det fremtidige netto driftsresultatet. Som man kan se av tabell 8.3 i kapittel 8.3.2.1 har Farstad gjennom analyseperioden hatt en liten marginfordel. Utviklingen i analyseperioden viser til en negativ trend, og vi forventer at denne vil forsvinne på kort sikt. Fremskrivningen av netto driftsmargin er dermed mest relatert til forventet utvikling i bransjen. Analyseperioden viser til en svært negativ utvikling i netto driftsmarginen til Farstad, jamfør tabell 8.3. Våre konklusjoner fra den strategiske analysen peker mot at den kraftige nedgangen i bransjen vil fortsette, og vi forventer derfor at netto driftsmarginen reduseres ytterligere. Vi tror Farstads driftsinntekter blir lave som følge av liten aktivitet og lavt ratenivå, samtidig som det trolig tar tid før Farstad vil klare å omstille seg og kutte ned kostnadene tilstrekkelig. At Farstad snart får to nye skip vil også kunne skape vanskeligheter med å få ned driftskostnadene. Når den antatte vekstfasen i 2017 starter forventer vi en økning i netto driftsmargin, da inntektene vil øke og diverse omstillinger som tidligere ble iverksatt trolig vil begynne å gi resultater på kostnadssiden. Fra 2022 velger vi å konvergere netto driftsmarginen mot en margin som er litt høyere enn bransjesnittet. Dette er en strategisk overstyring som blir gjort som følge av at bransjesnittet i 2009 - 2014 vurderes som litt lavt, jamfør tidligere diskusjon.



Figur 9.4 – Netto driftsmargin 2009-2028

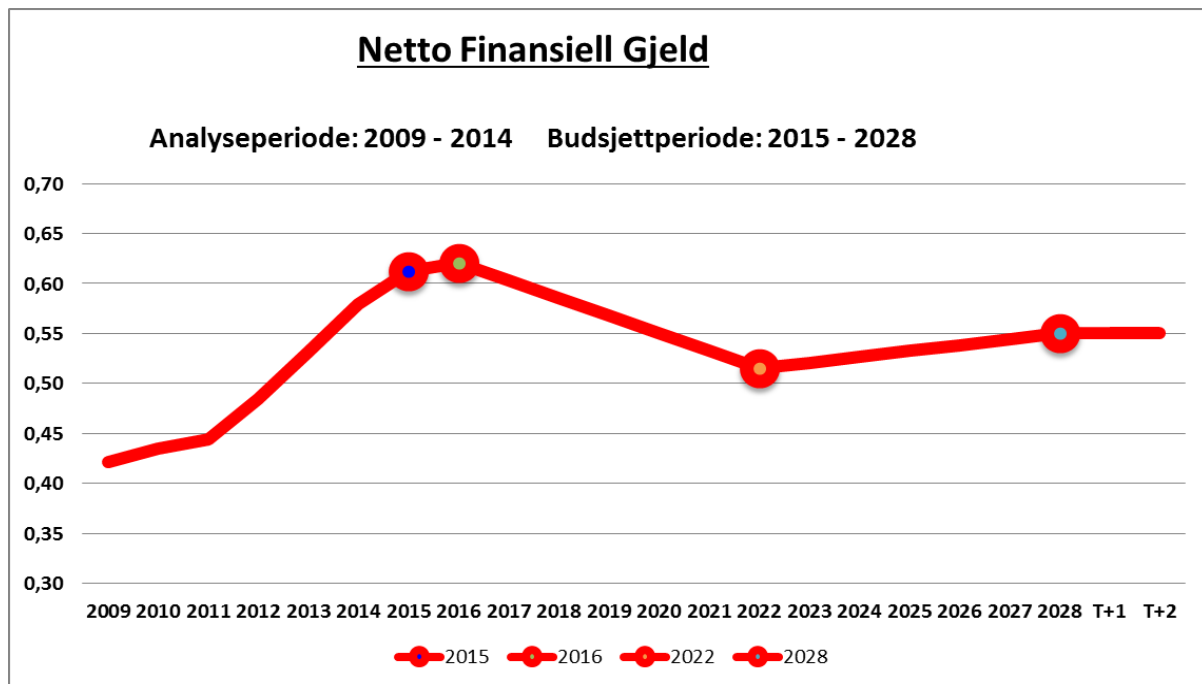
Finansiell gjelds- og eiendelsdel

For å fremskrive netto finansiell gjeld har vi valgt å budsjettere finansiell gjeld og finansielle eiendeler separat ved bruk av budsjettdriverne finansiell gjelds- og eiendelsdel. I analyseperioden kan Farstad vise til en relativt lav finansiell gjeldsdel på 63 % sammenlignet med bransjens 73 %. De siste årene har den finansielle gjeldsdelen til Farstad økt kraftig, og vi antar at den vil bli enda høyere de to neste årene. Etterhvert som markedet bedres forventer vi en reduksjon i gjeldsdelen, men at den konvergerer mot 66 % på lang sikt, som er litt lavere enn det historiske bransjesnittet. Dett som følge av at vi mener analyseperioden har litt høyere gjeldsgrad enn det som vil være normalt for bransjen på lang sikt. Både den historiske og den budsjetterte finansielle gjeldsdelen er relativt høy sammenlignet med 50 % som er en typisk finansiell gjeldsdel på Oslo Børs (Knivsflå, 2015). Etersom en stor del av bransjens eiendeler har stor likvidasjonsverdi vil det være lav risiko knyttet til å låne penger til Farstad. Vi mener derfor en framskrivning av en relativt høy finansiell gjeldsdel er forsvarlig.

Den gjennomsnittlige finansielle eiendelsdelen for bransjen har vært omtrent 10 %. Med sine 15 % har Farstad hatt en noe høyere finansiell eiendelsdel enn bransjen over analyseperioden. Ifølge Knivsflå (2015) er det typisk å ha en finansiell eiendelsdel på ca. 20 %. Som estimat i "steady state" er dette derimot høyt siden optimal selskapsstyring tilsier en lavere andel kontanter når disse ikke skal brukes til annet enn kontantvekstinvesteringer (Knivsflå, 2015). Vi velger å la den finansielle eiendelsdelen konvergere fra starten av budsjettperioden til bransjesnittet på 10 % i "steady state". Bransjesnittet har vært ganske stabilt rundt dette over perioden og vi anser det derfor som et rimelig estimat.

Netto finansiell gjeld

Budsjetteringen av finansiell gjelds- og eiendelsdel i de foregående avsnittene resulterer i en framskrivning av netto finansiell gjeldsdel, som gitt i figur 9.5. Analyseperioden viser til en høy gjennomsnittlig finansiell gjeldsdel i bransjen på 63 % sammenlignet med Farstads 48 %. Utviklingen de siste årene viser imidlertid en stadig økende netto finansiell gjeldsdel i virksomheten. Basert på vår budsjettering av finansiell gjelds- og eiendelsdel kan vi se at vi forventer en videre økning, før den reduseres i vekstperioden. Fra 2022 konvergerer netto finansiell gjeldsdel mot 55 %, som er litt lavere enn snittet i bransjen og litt høyere enn det Farstad hadde over analyseperioden.



Figur 9.5 – Netto finansiell Gjeld 2009-2028

Finansiell gjeldsrente og eiendelsrentabilitet

For å budsjettere "netto netto" finanskostnad, altså netto finanskostnad minus netto finansinntekt, velger vi å budsjettere finansiell gjeldsrente og eiendelsrentabilitet. Den tidsvektede finansieringsfordelen presentert i kapittel 8.4 er marginalt negativ, altså tilnærmet lik null. Dette tyder på et velfungerende kapitalmarked. I tillegg regnskapsfører Farstad etter IFRS, noe som betyr at netto finansiell gjeld blir balanseført til virkelig verdi. Følgende velger vi å sette finansiell gjeldsrente og finansiell eiendelsrentabilitet lik kravene, slik at netto finansiell gjeldsrente også vil være lik kravet. Vi forutsetter dermed at kapitalmarkedet kommer til å være velfungerende også i fremtiden, og finansieringsfordelen i budsjettperioden vil være null. Argumentene ovenfor mener vi taler for at dette er rimelige forutsetninger for fremtiden, jamfør Knivslå (2015).

9.5 Fremtidsregnskap, balanse og fri kontantstrøm

Farstads fremtidsregnskap, fremtidsbalanse og fremtidig kontantstrømoppstilling for budsjettperioden utarbeides på basis av de tidligere nevnte budsjettdriverne. I 2028 er Farstad i "steady state", da veksten etter dette året er konstant. Nedenfor presenteres fremtidsregnskap, balanse og fri kontantstrøm.

Fremtidsresultatregnskap	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	T+1	T+2
Driftsinntekter	4 018 771	3 777 645	3 815 421	3 906 991	4 055 457	4 266 341	4 547 919	4 911 753	5 280 134	5 649 744	6 016 977	6 377 996	6 728 786	7 065 225	7 418 486	7 789 410
Netto driftsresultat	381 783	339 988	432 414	533 956	648 873	782 163	939 903	1 129 703	1 210 031	1 290 025	1 368 862	1 445 679	1 519 584	1 589 676	1 669 159	1 752 617
+Netto finansinntekt	22 128	23 869	24 983	26 311	27 915	29 863	32 234	35 120	39 655	44 381	49 253	54 217	59 213	64 178	68 363	71 781
=Netto resultat til SSK	403 912	363 857	457 398	560 267	676 788	812 026	972 137	1 164 823	1 249 686	1 334 406	1 418 115	1 499 896	1 578 798	1 653 854	1 737 522	1 824 398
-Netto finanskostnad	434 278	465 287	460 657	448 086	266 507	270 529	278 196	289 732	313 568	349 814	388 057	428 078	469 604	512 312	555 482	583 256
=Nettoresultat til EK	- 30 367	- 101 429	- 3 260	112 181	410 281	541 497	693 941	875 091	936 117	984 593	1 030 059	1 071 818	1 109 193	1 141 542	1 182 040	1 241 142
-Fri kontantstrøm til EK	620 410	242 795	- 124 775	- 93 501	112 908	140 843	173 622	6 218	431 721	492 108	555 271	620 608	687 424	761 593	643 602	675 782
=Endring i EK	- 650 777	- 344 224	121 515	205 682	297 373	400 653	520 319	868 873	504 396	492 484	474 788	451 210	421 769	379 949	538 439	565 360

Tabell 9.1 – Fremtidsregnskap

Fremtidsbalanse	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	T+1	T+2
Netto driftseiendeler	15 418 959	14 817 170	14 470 339	14 355 601	14 462 173	14 789 982	15 349 228	16 586 810	17 841 296	19 101 515	20 355 306	21 589 686	22 791 048	23 930 600	25 127 130	26 383 487
Finansielle eiendeler	2 196 336	2 073 636	1 988 984	1 937 386	1 915 676	1 922 187	1 956 563	2 072 922	2 185 174	2 291 852	2 391 485	2 482 628	2 563 895	2 632 366	2 763 984	2 902 184
=Sysselsatte eiendeler	17 615 295	16 890 806	16 459 323	16 292 987	16 377 849	16 712 169	17 305 791	18 659 731	20 026 470	21 393 367	22 746 791	24 072 314	25 354 943	26 562 967	27 891 115	29 285 671
Egenkapital	5 973 981	5 629 757	5 751 272	5 956 954	6 254 328	6 654 981	7 175 300	8 044 173	8 548 569	9 041 054	9 515 842	9 967 052	10 388 821	10 768 770	11 307 209	11 872 569
Finansiell gjeld	11 641 314	11 261 049	10 708 051	10 336 032	10 123 521	10 057 188	10 130 491	10 615 558	11 477 901	12 352 313	13 230 949	14 105 262	14 966 122	15 794 196	16 583 906	17 413 101
=Sysselsatt kapital	17 615 295	16 890 806	16 459 323	16 292 987	16 377 849	16 712 169	17 305 791	18 659 731	20 026 470	21 393 367	22 746 791	24 072 314	25 354 943	26 562 967	27 891 115	29 285 671

Tabell 9.2 – Fremtidsbalanseoppstilling

År	2 015	2 016	2 017	2 018	2 019	2 020	2 021	2 022	2 023	2 024	2 025	2 026	2 027	2 028	T+1	T+2
FKD	722 711	941 777	779 246	648 694	542 301	454 353	380 657	- 107 879	- 44 456	29 806	115 071	211 298	318 222	450 123	472 629	496 261
+ΔNDE	- 340 928	- 601 788	- 346 832	- 114 738	106 572	327 809	559 246	1 237 582	1 254 487	1 260 219	1 253 791	1 234 381	1 201 362	1 139 552	1 196 530	1 256 357
=NDR	381 783	339 988	432 414	533 956	648 873	782 163	939 903	1 129 703	1 210 031	1 290 025	1 368 862	1 445 679	1 519 584	1 589 676	1 669 159	1 752 617
NFK - NFI	412 150	441 417	435 674	421 775	238 592	240 666	245 962	254 612	273 914	305 432	338 804	373 861	410 391	448 134	487 119	511 475
-NMR																
=NRE	- 30 367	- 101 429	- 3 260	112 181	410 281	541 497	693 941	875 091	936 117	984 593	1 030 059	1 071 818	1 109 193	1 141 542	1 182 040	1 241 142
-NBU	620 410	242 795	- 124 775	- 93 501	112 908	140 843	173 622	6 218	431 721	492 108	555 271	620 608	687 424	761 593	643 602	675 782
=ΔEK	- 650 777	- 344 224	121 515	205 682	297 373	400 653	520 319	868 873	504 396	492 484	474 788	451 210	421 769	379 949	538 439	565 360
FKD	722 711	941 777	779 246	648 694	542 301	454 353	380 657	- 107 879	- 44 456	29 806	115 071	211 298	318 222	450 123	472 629	496 261
-FKNFG	102 301	698 982	904 021	742 195	429 393	313 510	207 035	- 114 096	- 476 177	- 462 302	- 440 199	- 409 309	- 369 202	- 311 469	- 170 972	- 179 521
-FKMI																
=FKEK = NBU	620 410	242 795	- 124 775	- 93 501	112 908	140 843	173 622	6 218	431 721	492 108	555 271	620 608	687 424	761 593	643 602	675 782

Tabell 9.3 - Fremtidskontantstrøm

9.6 Analyse av fremtidsregnskapet

Fremtidsregnskapet bør ifølge Knivsflå (2015l) analyseres nærmere for å undersøke om det virker rimelig. Dette kan gjøres ved hjelp av sammenligning med analytikerestimat, og da spesielt EPS de to første årene. I tillegg kan det klargjøres hvilke strategiske fordeler som er innebygd i budsjettet ved å utføres en strategisk rentabilitetsanalyse. Vi sammenligner først med analytikerestimat, før vi finner fremtidskrav og utfører den strategiske rentabilitetsanalysen i kapittel 10.

Dagens Næringsliv (2015f) har per 01.06.2015 en forventet EPS på -1,2 og -4,02 for Farstad de to neste årene. Våre estimat gir en EPS på ca. -0,78 for 2015 og -2,6 for 2016, noe som tilsvarer omtrentlig 35 % avvik begge årene i forhold til DN sine anslag. Dette tyder på at budsjetteringen vår for de neste to årene ikke virker urimelig, da begge anslagene tilsier negative nettoresultat til egenkapitalen i 2015 og 2016 og avvikene ikke er veldig store. Våre EPS anslag er imidlertid ikke så pessimistiske som anslagene presentert av DN. Dette henger sannsynligvis sammen med at vi har mer optimistiske forventninger til Farstads kontraktsdekning og oppnådde priser de neste to år enn analytikerne. Selv om vi er mer optimistiske enn analytikerne, er vi likevel rimelig pessimistiske og forventer røde tall de neste to årene.

En av årsakene til avvik EPS-estimat kan være at man baserer seg på informasjon fra forskjellige kilder. For eksempel ser vi at RS Platou og Nordea Markets sine anslag på fremtidige ratenivå er avvikende, jamfør kapittel 2.2.3.7. Dette kan føre til store utslag i forventet nettoresultat til egenkapitalen, alt etter hvem man baserer seg på.

En annen grunn til at våre estimat avviker fra finansanalytikernes er at vår strategiske analyse er utført på basis av tilgjengelig informasjon per 30.03.2015. Vår strategiske innsikt kan dermed utelukke viktige forhold som er blitt klart i ettertid. Finansanalytikernes estimer baserer seg hele tiden på ny og oppdatert informasjon. Denne informasjonen kan ha hatt negativ innvirkning på forventet nettoresultat til egenkapitalen de to neste årene.

Til slutt er det viktig å påpeke at vår budsjettering av verdidrivere inneholder stor usikkerhet, noe vi vil se nærmere på i kapittel 11.5. Det er veldig krevende å fastsette hva en spesifikk budsjettdriver vil være, selv ut ifra en omfattende strategisk regnskapsanalyse. Selv om vi hadde basert vår budsjettering på samme informasjon som finansanalytikerne, ville vi sannsynligvis ikke komme frem til nøyaktig samme verdi på budsjettdriverne. Om for

eksempel Farstads omløpshastighet til netto driftseiendeler i 2015 vil være 0,25 eller 0,23 er vanskelig å vurdere, uansett hvor mye informasjon man skulle ha. Dermed vil budsjetteringen være høyst subjektiv.

For å oppsummere mener vi at finansanalytikerne er mer pessimistiske i deres budsjettering av Farstads marginer og/eller utnyttelsesgrad. Vi mener dette kan komme av at finansanalytikerne baserer seg på mer oppdatert informasjon eller informasjon fra andre kilder enn hva vår strategiske analyse bygger på. En annen grunn til avviket kan være den store usikkerheten knyttet til budsjettering av driverne i fremtidsregnskapet, som bygger på subjektive vurderinger. Det må også nevnes at predikeringen til norske meklerhus kan inneholde store prediksjonsfeil. Empiri kan vise til at norske meklerhus har en prediksjonsfeil i gjennomsnitt på 50 % ett år før estimatåret og 25 % rett før offentliggjøring (Knivsflå, 2015).

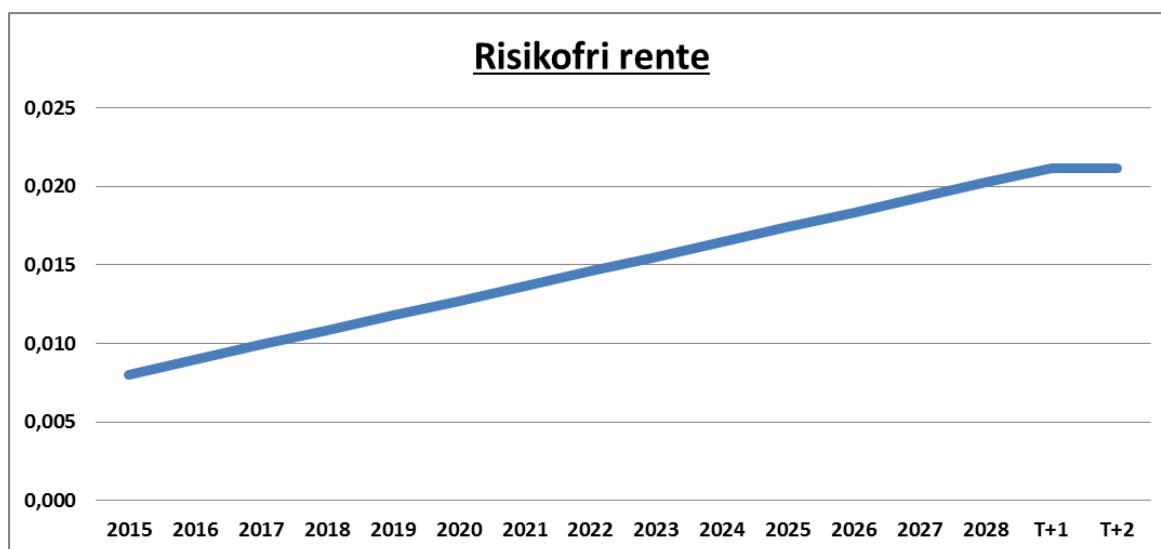
10. Fremtidskrav og strategisk fordel

10.1 Beregningene av fremtidskrav

I kapittel 7 beregnet vi avkastningskrav for Farstad over analyseperioden. I dette kapitlet skal vi beregne kravene for fremtiden. Beregningene av fremtidsbetaer og krav vil gjøres etter de samme formlene som vi presenterte i kapittel 7. Ved utregning av fremtidskrav skal det brukes estimerte verdivekter. Netto driftskravet bør imidlertid være vektet konsistent med målingen av rentabilitet når vi utfører rentabilitetsmåling. Vi velger som første tilnærming å bruke budsjetterte vekter fra fremtidsregnskapet, ettersom kravet da vil egne seg bedre til sammenligning med rentabilitet. Ved den fundamentale verdsettelsen i kapittel 11 vil vektene oppdateres sekvensielt gjennom en konvergeringsprosess slik at vi får riktige verdivekter (Knivsflå, 2015m).

10.1.1 Krav til egenkapital og netto finansiell gjeld

Ved beregning av den risikofrie renten har vi basert oss på at den vil være tilbakevendende til det historiske gjennomsnittet, jmfør Knivsflå (2015m). 3måneders Niborrente vil derfor ha en lineær utvikling som går fra 1,6 % i 2015 til 3,4 % på horisonten. Vi har også benyttet en kort kredittrisikopremie før skatt som holdes konstant i perioden på 5 %, da vi forutsetter at ratingen på norske banker vil være konstant AA i budsjettperioden (Knivsflå, 2015m). Som følge av at Nibor øker over perioden, og kredittrisikopremie holdes konstant, vil den risikofrie være stigende i budsjettperioden.



Figur 10.1- Utvikling i risikofri rente etter skatt fra 2015 til 2028

Ifølge Knivsflå (2015m) er den beste prediksjonen på markedsrisikopremien dagens nivå, og vi forutsetter derfor at markedsrisikopremien holdes konstant i fremtiden på 4,8 %.



Figur 10.2 – Utvikling i markedets risikopremie 2015 til 2028

Ved å analysere forholdstall fra fremtidsregnskapet og forventninger basert på strategisk analyse kan vi budsjettere hvilken kredittrisikopremie som vil være rimelig for fremtidige år. Likviditetsgrad 1 kan vi ikke beregne fra fremtidsregnskapet, derfor setter vi den lik den gjennomsnittlige likviditetsgrad 1 ratingen for analyseperioden (Knivsflå, 2015m). De andre nøkkeltallene kan vi imidlertid beregne, og resultatene presenteres i tabellen under. Setter man sammen ratingen for de fire nøkkeltallene får vi en rating for 2015 til 2018 på BB, mens resten av perioden gir BBB. I den strategiske analysen i kapittel 4.5 konkluderte vi med at bransjen de neste to årene vil være preget av nedgangskonjunktur med lave rater, høy tonnasje og lav aktivitet som følge av lav oljepris. Dette tilsier at konkurssannsynligheten for selskap i bransjen vil være høyere i en periode fremover. Videre mener vi fra den strategiske analysen at det i 2017 vil starte en ny vekstperiode som etterhvert vil slå ut i en bransjefordel. Vi forventer også at en bransjefordel vil kunne bevares på lang sikt ettersom selskapene har lang erfaring og trolig vil kunne tilpasse seg, jamfør kapittel 4.5. De beregnede fremtidige forholdstallene sammen med forventningene fra den strategiske analysen mener vi peker mot at BB rating i 2015 - 2018, og BBB rating resten av budsjettperioden vil være rimelig.

Syntetisk rating	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	T+1	T+2
Likviditetsgrad 1	?	?	?	?	?	?	?	?	?	?	?	?	?	?	?	?
	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB
Rentedekningsgrad	0,91	0,78	0,99	1,25	2,54	3,00	3,49	4,02	3,99	3,81	3,65	3,50	3,36	3,23	3,13	3,13
	B	B	B	BB	BBB+	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A
EK-andel	0,34	0,33	0,35	0,37	0,38	0,40	0,41	0,43	0,43	0,42	0,42	0,41	0,41	0,41	0,41	0,41
	BB	BB	BB	BB+	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB
Netto driftsrentabilitet	0,024	0,022	0,029	0,037	0,045	0,054	0,064	0,074	0,073	0,072	0,072	0,071	0,070	0,070	0,070	0,070
	CCC+	CCC+	B	B	B+	BB	BB	BB	BB	BB	BB	BB	BB	BB	BB	BB
Syntetisk rating	BB	BB	BB	BB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB
Kort KRP	0,027	0,027	0,027	0,027	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01
Lang KRP	0,031	0,031	0,031	0,031	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014

Tabell 10.1 – Syntetisk fremtidsrating

I kapittel 7.3.2 valgte vi å følge Modigliani & Miller sitt første teorem, og vi forutsetter dermed at netto driftsbeta er konstant. Denne holder vi videre konstant også i busettingsperioden på 0,573. For å beregne egenkapitalbetaen i årene fremover må vi først beregne beta til netto finansiell gjeld. Man kan beregne beta til netto finansiell gjeld ved vektning av finansiell eiendelsbeta og finansiell gjeldsbeta slik vi gjorde i kapittel 7. Den syntetiske fremtidsratingen fra tabell 10.1 gir en kredittrisikopremie på 3,1 % de fire første årene, som går ned til 1,4 % når ratingen går over til å bli BBB. Markedsrisikodelen vi benytter er 0,167, som vi beregnet i kapittel 7 ved hjelp av regresjonsanalyse. Ved beregning av finansiell eiendelsbeta tar vi samme forutsetninger som i kapittel 7. Dette innebærer at kontantene er risikofrie, investeringer har en beta på 1 og fordringer har en gjennomsnittlig rating på BBB. Tabellene nedenfor viser beregningen av finansiell gjelds- og eiendelsbeta:

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028 T+1	T+2
Lang kredittrisikopremie	0,031	0,031	0,031	0,031	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014
- langtillegget	0,004	0,004	0,004	0,004	0,004	0,004	0,004	0,004	0,004	0,004	0,004	0,004	0,004	0,004	0,004
= kort kredittrisikopremie	0,027	0,027	0,027	0,027	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010
/markedspremien	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048
= Fordringsbeta når mrd= 1	0,563	0,563	0,563	0,563	0,208	0,208	0,208	0,208	0,208	0,208	0,208	0,208	0,208	0,208	0,208
* markedsrisikodel	0,167	0,167	0,167	0,167	0,167	0,167	0,167	0,167	0,167	0,167	0,167	0,167	0,167	0,167	0,167
= Fordringsbeta	0,094	0,094	0,094	0,094	0,035	0,035	0,035	0,035	0,035	0,035	0,035	0,035	0,035	0,035	0,035
Kontantbeta	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
*kontantvekt	0,965	0,960	0,955	0,950	0,945	0,940	0,935	0,930	0,925	0,920	0,915	0,910	0,905	0,900	0,900
+ Fordringsbeta	0,094	0,094	0,094	0,094	0,035	0,035	0,035	0,035	0,035	0,035	0,035	0,035	0,035	0,035	0,035
* Fordringsvekt	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
+ investeringsbeta	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
* investeringsvekt	0,035	0,040	0,045	0,050	0,055	0,060	0,065	0,070	0,075	0,080	0,085	0,090	0,095	0,100	0,100
= Finansiell eiendelsbeta	0,035	0,040	0,045	0,050	0,055	0,060	0,065	0,070	0,075	0,080	0,085	0,090	0,095	0,100	0,100

Tabell 10.2 – Beregning av finansiell eiendelsbeta

Finansiell gjeldsbeta	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028 T+1	T+2
Rating	BB	BB	BB	BB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB
(krp)	0,031	0,031	0,031	0,031	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014
* Markedsrisikodel	0,167	0,167	0,167	0,167	0,167	0,167	0,167	0,167	0,167	0,167	0,167	0,167	0,167	0,167	0,167
/Markedspremien	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048
= Finansiell gjeldsbeta	0,1076	0,1076	0,1076	0,1076	0,0486	0,0486	0,0486	0,0486	0,0486	0,0486	0,0486	0,0486	0,0486	0,0486	0,0486

Tabell 10.3 – Beregning av finansiell gjeldsbeta

Tabell 10.2 viser at finansiell eiendelsbeta øker over budsjetteringsperioden, mens utviklingen i finansiell gjeldsbeta er høy de fire første årene, før den blir tilnærmet halvert etter at ratingen går opp til BBB. Ved å vekte mellom beta til finansiell gjeld og beta til finansielle eiendeler, kan vi nå beregne netto finansiell gjeldsbeta i tabell 10.4 under. Med utviklingen i finansiell eiendelsbeta og finansiell gjeldsbeta til grunn, ser vi at netto finansiell gjeldsbeta ligger på 0,126 de fire første årene, før den blir mye lavere fra 2019 og det er tydelig at ratingen har mye å si for utviklingen.

Netto finansiell gjeldsbeta	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028 T+1	T+2
FG-Beta	0,108	0,108	0,108	0,108	0,049	0,049	0,049	0,049	0,049	0,049	0,049	0,049	0,049	0,049	0,049
*Finansiell gjeldsvekt	1,250	1,233	1,226	1,228	1,231	1,233	1,236	1,239	1,243	1,235	1,228	1,221	1,214	1,207	1,200
-FE beta	0,035	0,040	0,045	0,050	0,055	0,060	0,065	0,070	0,075	0,080	0,085	0,090	0,095	0,100	0,100
* Finansiell eidegelsvekt	0,250	0,233	0,226	0,228	0,231	0,233	0,236	0,239	0,243	0,235	0,228	0,221	0,214	0,207	0,200
=NFG-Beta	0,126	0,123	0,122	0,121	0,047	0,046	0,045	0,044	0,042	0,041	0,040	0,039	0,039	0,038	0,038

Tabell 10.4 – Beregning av netto finansiell gjeldsbeta

Ettersom netto driftsbeta holdes konstant over budsjettperioden, og vi har beregnet netto finansiell gjeldsbeta, kan vi nå beregne egenkapitalbetaen:

Netto driftsbeta	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028 T+1	T+2	
Egenkapitalbeta	1,190	1,285	1,310	1,259	1,315	1,265	1,219	1,177	1,137	1,152	1,166	1,181	1,197	1,212	1,227	1,227
*EK/NDK	0,420	0,387	0,380	0,397	0,415	0,432	0,450	0,467	0,485	0,479	0,473	0,467	0,462	0,456	0,450	0,450
+Minoritetsbeta	1,190	1,285	1,310	1,259	1,315	1,265	1,219	1,177	1,137	1,152	1,166	1,181	1,197	1,212	1,227	1,227
*MI/NDK	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
+Netto finansiell gjeldsbeta	0,126	0,123	0,122	0,121	0,047	0,046	0,045	0,044	0,042	0,041	0,040	0,039	0,039	0,038	0,038	0,038
*NFG/NDK	0,580	0,613	0,620	0,603	0,585	0,568	0,550	0,533	0,515	0,521	0,527	0,533	0,538	0,544	0,550	0,550
= Netto driftsbeta	0,573	0,573	0,573	0,573	0,573	0,573	0,573	0,573	0,573	0,573	0,573	0,573	0,573	0,573	0,573	0,573

Tabell 10.5 – Beregning av netto driftsbeta

Vi har nå beregnet tallene vi trenger for å budsjettere egenkapitalkravet til Farstad. Beregningene av egenkapitalkravet vises i tabell 10.6 nedenfor. Vi forutsetter at illikviditetspremien holdes konstant på 2 %, også i budsjetteringsperioden. Ettersom markedspremien og illikviditetspremien holdes konstant, er det risikofrie rente og egenkapitalbetaen som bestemmer utviklingen. Den risikofrie renten er økende, mens egenkapitalbetaen er litt mer svingende. Over budsjettperioden fører dette til at egenkapitalkravet øker fra 8,5 % til 10 % på horisonten.

Ek-Kravet	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028 T+1	T+2	
risikofri rente etter skatt	0,008	0,009	0,010	0,011	0,012	0,013	0,014	0,015	0,016	0,016	0,017	0,018	0,019	0,020	0,021	0,021
+ egenkapitalbeta	1,196	1,300	1,295	1,247	1,305	1,258	1,215	1,175	1,137	1,152	1,166	1,181	1,197	1,212	1,227	1,227
* markedspremien	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048
+ illikviditetspremie	0,020	0,020	0,020	0,020	0,020	0,020	0,020	0,020	0,020	0,020	0,020	0,020	0,020	0,020	0,020	0,020
= Egenkapitalkrav	0,085	0,091	0,092	0,091	0,094	0,093	0,092	0,091	0,090	0,092	0,093	0,095	0,097	0,098	0,100	0,100

Tabell 10.6 – Beregning av egenkapitalkrav

10.1.2 Krav til netto driftskapital – WACC

Kravet til netto driftskapital beregnes på samme måte som gitt i kapittel 7. Denne beregnes ved å vekte kravene til egenkapitalen, minoriteten og netto finansiell gjeld. Det fremtidige egenkapitalkravet ble beregnet ovenfor i tabell 10.6. Farstad har ikke minoritetsinteresse, slik at det ikke er nødvendig å fastsette fremtidig minoritetskrav. Dermed er det bare netto finansiell gjeldskrav som mangler for å kunne beregne netto driftskrav. Netto finansiell gjeld er differansen mellom det vektete finansielle gjeldskravet og finansielt eiendelskrav, jamfør kapittel 7. Den fremtidige risikofrie renten og kredittrisikopremien ble fastsatt under foregående delkapittel. Nedenfor beregnes kravet til finansiell gjeld. Som følge av at ratingen er BB de fire første årene er det finansielle gjeldskravet høyest i denne perioden, fremover blir den lavere som følge av en bedre rating.

FG krav	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028 T+1	T+2
Rating	BB	BB	BB	BB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB
Risikofri rente	0,008	0,009	0,010	0,011	0,012	0,013	0,014	0,015	0,016	0,016	0,017	0,018	0,019	0,020	0,021
+ kredittrisikopremie	0,031	0,031	0,031	0,031	0,031	0,031	0,031	0,031	0,031	0,031	0,031	0,031	0,031	0,031	0,031
= fgk	0,039	0,040	0,041	0,042	0,026	0,027	0,028	0,029	0,030	0,030	0,031	0,032	0,033	0,034	0,035

Tabell 10.7 – Beregning av finansielt gjeldskrav

Ved beregning av fremtidig finansielt eiendelskrav tar vi samme forutsetninger som ble tatt under kapittel 7 ved beregning av historisk eiendelskrav. Som vi ser av tabellen nedenfor er det fremtidige finansielle eiendelskravet økende over budsjettperioden.

FE krav	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028 T+1	T+2
kontantkrav	0,008	0,009	0,010	0,011	0,012	0,013	0,014	0,015	0,016	0,016	0,017	0,018	0,019	0,020	0,021
*kontantvekt	0,965	0,960	0,955	0,950	0,945	0,940	0,935	0,930	0,925	0,920	0,915	0,910	0,905	0,900	0,900
+ fordringskrav	0,034	0,036	0,037	0,038	0,022	0,023	0,024	0,025	0,026	0,026	0,027	0,028	0,029	0,030	0,031
*fordringsvekt	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
+ investeringskrav	0,056	0,057	0,058	0,059	0,060	0,061	0,062	0,063	0,064	0,064	0,065	0,066	0,067	0,068	0,069
*investeringsvekt	0,035	0,040	0,045	0,050	0,055	0,060	0,065	0,070	0,075	0,080	0,085	0,090	0,095	0,100	0,100
= fek	0,010	0,011	0,012	0,013	0,014	0,016	0,017	0,018	0,019	0,020	0,021	0,023	0,024	0,025	0,026

Tabell 10.8 – Beregning av finansielt eiendelskrav

Ved hjelp av den vektete differansen mellom finansielt gjeldskrav og finansielt eiendelskrav finnes netto finansielt gjeldskrav nedenfor. Vektene er budsjetterte og hentet fra fremtidsregnskapet.

NFG - Krav	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028 T+1	T+2
fkg	0,039	0,040	0,041	0,042	0,026	0,027	0,028	0,029	0,030	0,030	0,031	0,032	0,033	0,034	0,035
*FG/NFG	1,250	1,233	1,226	1,228	1,231	1,233	1,236	1,239	1,243	1,235	1,228	1,221	1,214	1,207	1,200
-fek	0,010	0,011	0,012	0,013	0,014	0,016	0,017	0,018	0,019	0,020	0,021	0,023	0,024	0,025	0,026
*FE/NFG	0,250	0,233	0,226	0,228	0,231	0,233	0,236	0,239	0,243	0,235	0,228	0,221	0,214	0,207	0,200
= nfgk	0,046	0,047	0,047	0,048	0,028	0,029	0,030	0,031	0,032	0,033	0,034	0,034	0,035	0,036	0,037

Tabell 10.9 – Beregning av netto finansielt gjeldskrav

Ettersom vi nå har de fremtidige kravene til egenkapital og netto finansiell gjeld, kan vi ifølge kapittel 7.3 beregne netto driftsbeta ved å vekte disse. For fremtidskravet benyttes budsjetterte vektorer hentet fra fremtidsregnskapet.

Kravet til NDK	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028 T+1	T+2
ekk	0,085	0,091	0,093	0,091	0,095	0,093	0,092	0,091	0,090	0,092	0,093	0,095	0,097	0,098	0,100
*EK/NDK	0,420	0,387	0,380	0,397	0,415	0,432	0,450	0,467	0,485	0,479	0,473	0,467	0,462	0,456	0,450
+mik	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
*MI/NDK	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
+nfgk	0,046	0,047	0,047	0,048	0,028	0,029	0,030	0,031	0,032	0,033	0,034	0,034	0,035	0,036	0,037
*NFG/NDK	0,580	0,613	0,620	0,603	0,585	0,568	0,550	0,533	0,515	0,521	0,527	0,533	0,538	0,544	0,550
=ndk	0,063	0,064	0,065	0,065	0,056	0,057	0,058	0,059	0,060	0,061	0,062	0,063	0,064	0,065	0,065

Tabell 10.10 – Beregning av netto driftsbeta - WACC

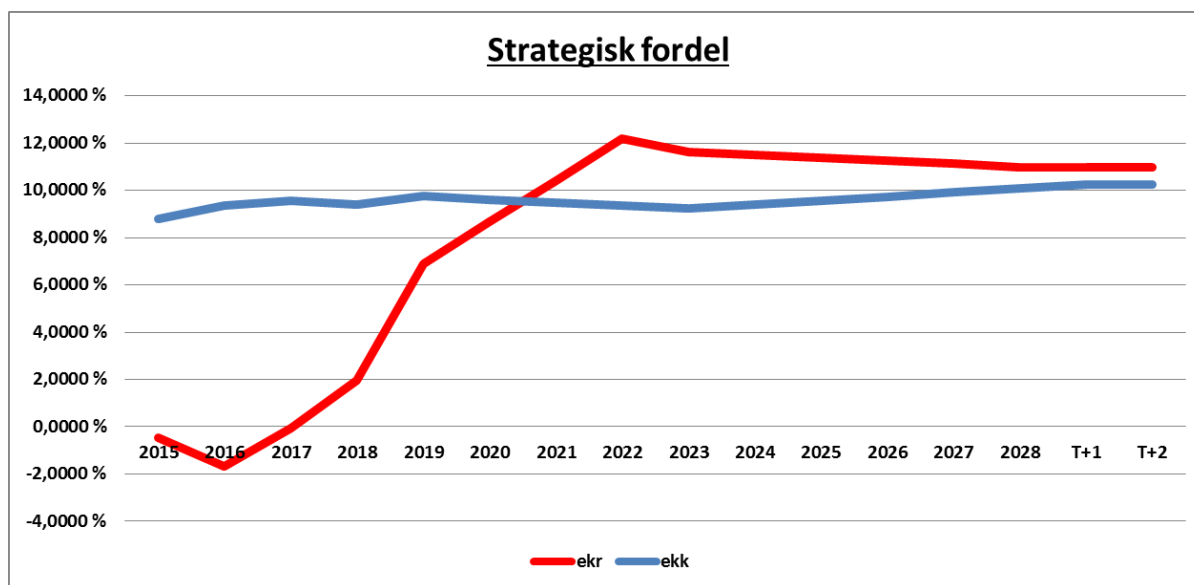
Netto driftsbeta øker de fire første årene og ligger på rundt 6,5 %, før den går ned til 5,6 % i 2019. Deretter stiger den gradvis mot 6,5 % på horisonten. Alle kravene i tabellen er basert på budsjetterte vektorer. Som vi skrev innledningsvis i kapittelet vil disse vektene oppdateres ved den fundamentale verdsettelsen i kapittel 11. Kravene i tabellen vil derimot bli benyttet til fremtidig rentabilitetsmåling da disse egner seg bedre til sammenligning med rentabilitet jamfør kapittel 10.1.

10.2 Analyse av fremtidig strategisk fordel

Den strategiske analysen i kapittel 4 har sammen med regnskapsanalysen i kapittel 5 lagt grunnlaget for hvordan vi har budsjettert fremtidsregnskapet til Farstad for perioden 2015 til 2028. Vi skal først se på den fremtidige strategiske fordel som ligger i fremtidsregnskapet vårt, deretter vil vi diskutere hva som kan være kildene. Analysen vil avsluttes med en oversikt over dekomponeringen av den fremtidige strategiske fordel.

10.2.1 Fremtidig strategisk fordel, ekr - ekk

Fremtidsregnskapet viser til en strategisk ulempe fra 2015 til 2020. Den strategiske ulempen vil gradvis utlignes når den antatte vekstperioden i 2017 starter, for så å gå over til en strategisk fordel i 2021. Den strategiske fordel når ett toppunkt i 2022 før den konvergerer mot en mindre fordel i "steady state".

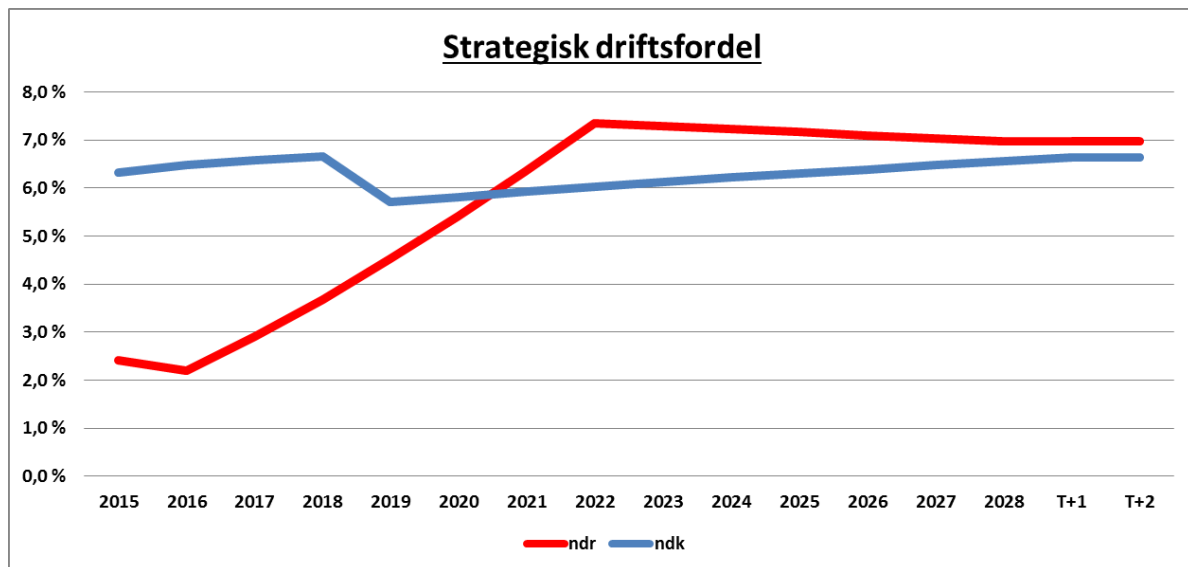


Figur 10.3 – Fremtidig strategisk fordel

Budsjettpriodens finansieringsfordel er forventet å være lik null, jamfør budsjettering av eiendels- og gjeldsrente i kapittel 9.4. Dermed er den strategiske ulempen hovedsakelig knyttet til driften. I neste avsnitt skal vi se nærmere på den fremtidige strategiske fordel i drift.

10.2.2 Strategisk fordel i drift, ndr - ndk

Fremtidsregnskapet viser til en negativ fremtidig strategisk fordel i drift de nærmeste årene. Den strategiske driftsulempen forsvinner gradvis etter vekstperioden i 2017 starter, og utvikler seg til en strategisk driftsfordel i 2021. Fra toppunktet i 2022 blir den strategiske driftsfordelen gradvis redusert til en lavere fordel i "steady state".



Figur 10.4 – fremtidig strategisk driftsfordel

Den strategiske driftsulempen i årene 2015 - 2020 vil hovedsakelig være forårsaket av en bransjeulempen, ettersom den strategiske innsikten fra kapittel 4.5 tilsier at den marginale ressursfordelen til Farstad vil forsvinne i løpet av kort tid. Ifølge den strategiske innsikten vil den dominerende bransjeulempen ha kilder i lave rater, overkapasitet og lav aktivitet som følge av lav oljepris. Dette forventer vi vil føre til at Farstad og bransjen får lave marginer og omløp, som igjen vil medføre lav vekst i driftsinntekter. Fra og med 2017 forventer vi en ny vekstperiode, ettersom oljeinvesteringer forventes å øke og aktiviteten i markedet da blir høyere. Dette vil sannsynligvis medføre seg bedre balanse mellom tilbud og etterspørsel, og en økning i ratenivået. Samtidig vil den økte aktiviteten trolig føre til at bransjen får bedret sin utnyttelsesgrad. Som følge av den budsjetterte vekstperioden i 2017 vil bransjeulempen sakte utlignes og utvikle seg til en bransjefordel i 2021. Dette samsvarer også med våre forventninger fra den strategiske analysen i kapittel 4.5 som tilsier at bransjeulempen vil viskes ut og gradvis utvikle seg til en bransjefordel i løpet av perioden 2015-2028. Veksten kan ikke fortsette evig, slik at vi har valgt å bruke 2022 som et budsjettpunkt hvor veksten avtar mot "steady state" som er satt etter 2028. Bransjefordelen i "steady state", som alene utgjør den langsiktige strategiske driftsfordelen, budsjetteres til å være 0,35 %. Dette

samsvarer med den strategiske analysen som pekte mot at bransjen ville beholde en svak fordel i drift på lang sikt som følge av lang erfaring tilpasningsdyktighet. Bransjefordelen i "steady state" på 0,35 % er en del høyere enn den marginale bransjeulempen i analyseperioden som ble presentert i tabell 8.2 i kapittel 8.3. Dette stemmer også overens med den strategiske innsikten som tilsier at situasjonen for bransjen ventes å være bedre på lang sikt enn over analyseperioden. Basert på diskusjonen mener vi en langsiktig bransjefordel på 0,35 % vil være rimelig.

10.2.3 Oppsummering av fremtidig strategisk fordel

Dekomponering av den strategiske fordelten som er innebygd i fremtidsregnskapet er vist i tabellen nedenfor:

År	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	T+1	T+2
ndr	2,4 %	2,2 %	2,9 %	3,7 %	4,5 %	5,4 %	6,4 %	7,4 %	7,3 %	7,2 %	7,2 %	7,1 %	7,0 %	7,0 %	7,0 %	7,0 %
-ndk	6,3 %	6,5 %	6,6 %	6,7 %	5,7 %	5,8 %	5,9 %	6,0 %	6,1 %	6,2 %	6,3 %	6,4 %	6,5 %	6,6 %	6,6 %	6,6 %
= SF Drift	-3,9 %	-4,3 %	-3,7 %	-3,0 %	-1,2 %	-0,4 %	0,4 %	1,3 %	1,2 %	1,0 %	0,9 %	0,7 %	0,6 %	0,4 %	0,3 %	0,3 %
+GFD	-5,4 %	-6,8 %	-6,0 %	-4,5 %	-1,7 %	-0,5 %	0,5 %	1,5 %	1,2 %	1,1 %	1,0 %	0,8 %	0,7 %	0,5 %	0,4 %	0,4 %
= DF	-9,3 %	-11,0 %	-9,6 %	-7,5 %	-2,9 %	-0,9 %	1,0 %	2,9 %	2,4 %	2,1 %	1,8 %	1,5 %	1,2 %	0,9 %	0,7 %	0,7 %
+ FF	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
= SF	-9,3 %	-11,0 %	-9,6 %	-7,5 %	-2,9 %	-0,9 %	1,0 %	2,9 %	2,4 %	2,1 %	1,8 %	1,5 %	1,2 %	0,9 %	0,7 %	0,7 %

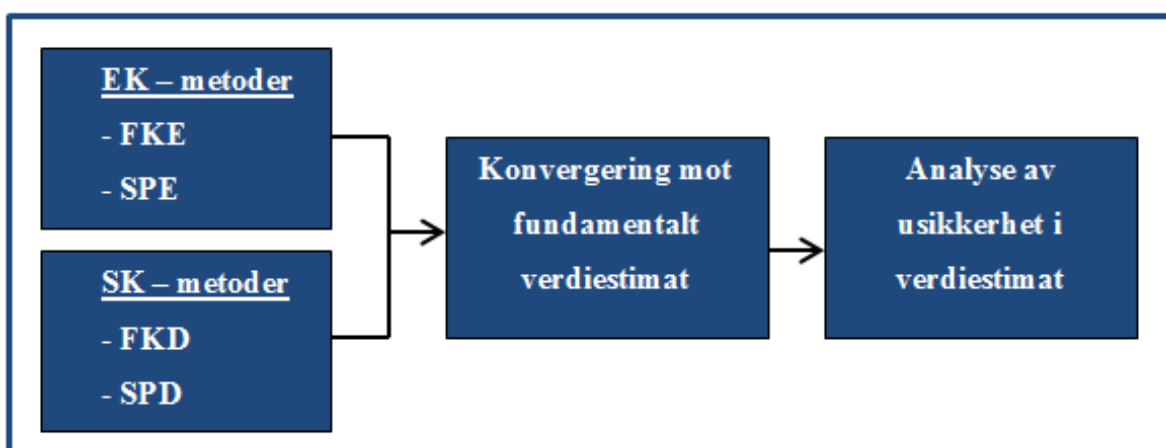
Tabell 10.11 – Fremtidig strategisk fordel

Den strategiske fordelten/ulempen over budsjettperioden er kun knyttet til driften, da finansieringsfordelen er lik null, jamfør kapittel 10.2.1. Den fremtidige driftsfordelen/ulempen består av en giret strategisk driftsfordel/ulempen. Ifølge diskusjonen i kapittel 10.2.2 er den budsjetterte strategiske fordelten i drift hovedsakelig forårsaket av forhold knyttet til bransjen.

Som det ble poengtert i kapittel 10.2.1 og 10.2.2 samsvarer de innebygde strategiske fordelene/ulempene i fremtidsregnskapet med våre konklusjoner fra den strategiske analysen. Budsjetteringen av regnskapet er etter vår mening utført fornuftig og rimelig basert på innsikt både fra strategisk- og regnskapsanalyse. EPS estimatet som ble utregnet basert på fremtidsregnskapet i kapittel 9.6 virket også å være innenfor rimelighetens grenser sammenlignet med analytikerestimat. Totalt sett mener vi derfor fremtidsregnskapet vårt virker fornuftig og vi vil benytte det for å beregne Farstads fundamentale verdiestimat i kapittel 11.

11. Fundamental verdsetting

I Kapittel 3 konkluderte vi med at vi vil benytte den fundamentale verdsettelsesmetoden som hovedteknikk for å verdsette egenkapitalen til Farstad. Selve verdsettelsen representerer steg 4 i Penman (2013) sin prosess for fundamental analyse, jamfør figur 3.2 i kapittel 3.3, og bygger på fremtidsregnskapet og fremtidskravene som ble fastsatt i kapittel 9 og 10. I dette kapitlet presenterer vi metodene vi benytter, samt beregningene vi gjør for å komme frem til verdien på egenkapitalen. Vi velger å benytte to modeller fra egenkapitalmetoden, og to modeller fra selskapskapitalmetoden. Det er vanlig at man får forskjellige verdiestimat fra egenkapitalmetoden og selskapskapitalmetoden. Når vi har funnet det første verdiestimatet vil vi oppdatere vektene over flere steg slik at man ved bruk av de to metodene konvergerer mot samme verdiestimat (Knivsflå, 2015o). Konvergeringsprosessen vil forklares nærmere i kapittel 11.4 hvor konvergeringen utføres. Etter konvergeringsprosessen vil begge metodene gi samme estimat. Det fundamentale estimatet til Farstads egenkapital er basert på fremtidsregnskapet og fremtidskravene, og er således vår subjektive vurdering. Verdiestimatet vil derfor trolig ikke være den samme som Farstads børsverdi den 31.12.2014. I slutten av kapitlet vil vi ved Monte Carlo simulering og sensitivitetsanalyser analysere usikkerheten i verdiestimatet (Damodaran, 2012). Videre vil vi justere estimatet for konkursrisiko, ettersom estimatet vi finner bygger på et fremtidsregnskap som forutsetter fortsatt drift (Knivsflå, 2015p). Det foreløpige estimatet vil senere suppleres med et komparativt verdiestimat som beregnes i kapittel 12. Rammeverket som er gitt i figur 11.1 baseres på Knivsflå (2015n) sitt rammeverk og på den tidligere nevnte prosessen fra Penman (2013).



Figur 11.1 – Rammeverk for fundamental verdivurdering

11.1 Oversikt over metoder og modeller

11.2 Egenkapitalmetode; FKE og SPE

De forskjellige modellene fra egenkapitalmetoden verdsetter egenkapitalen til Farstad direkte (Knivsflå, 2015n). Ved egenkapitalmetoden benyttes egenkapitalkravene vi beregnet i kapittel 10 som diskonteringsfaktor. På horisonten har vi budsjettet at veksten er lik 5 %, jamfør kapittel 9.3. De to modellene vi har valgt å benytte fra egenkapitalmetoden er fri kontantstrøm fra egenkapital (FKE) og superprofitt til egenkapital (SPE). Begge modellene skal ved konsistent bruk gi samme verdiesimat. Nedenfor presenteres de to egenkapitalmodellene vi benytter, og formlene vi benytter for å beregne dem hentet fra Knivsflå (2015n).

11.2.1 Fri kontantstrøm til egenkapital-modellen:

Denne modellen beregner verdien av egenkapitalen ved å summere nåverdier av fremtidige frie kontantstrømmer til egenkapitalen, og legge til en beregnet horisontverdi (Damodaran, 2012). De fremtidige frie kontantstrømmene til egenkapitalen er hentet fra fremtidskontantstrømmen i kapittel 9.5.

$$VEK_{2014} = \sum_{t=1}^T \frac{FKE_t}{(1+ekk_1) \cdots (1+ekk_t)} + \frac{FKE_{T+1}}{(1+ekk_1) \cdots (1+ekk_T) \cdot (ekk - ekv)}$$

Hvor:

FKE_t = Forventet fri kontantstrøm til egenkapitalen på tidspunkt $t = 1, 2, \dots, T$

FKE_{T+1} = Forventet verdi av egenkapitalen ved horisonten T

ekk = Forventet egenkapitalkrav i periodene $t = 1, 2, \dots, T$

ekv = konstant egenkapitalvekst på horisonten

FKE-modellen		2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028 T+1	T+2	
Eigenkapitalkrav		0,0881	0,0935	0,0957	0,0940	0,0975	0,0960	0,0946	0,0934	0,0924	0,0940	0,0957	0,0974	0,0991	0,1008	0,1025	0,1025
FKE		620 410	242 795	- 124 775	- 93 501	112 908	140 843	173 622	6 218	431 721	492 108	555 271	620 608	687 424	761 593	643 602	675 782
/Diskonteringsfaktor		1,088	1,190	1,304	1,426	1,565	1,716	1,878	2,053	2,243	2,454	2,689	2,951	3,243	3,570	3,936	-
=Nåverdi FKE		570 201	204 074	- 95 719	- 65 562	72 133	82 099	92 458	3 028	192 475	200 538	206 511	210 324	211 961	213 321	163 511	3 269 685
=Verdi av EK		5 531 041															

Tabell 11.1 – Fri kontantstrøm til egenkapitalmodellen

11.2.2 Superprofitt til egenkapital modellen:

Denne modellen beregner verdien av egenkapitalen ved å summere nåverdier av fremtidig superprofitt til egenkapitalen. Videre legges den balanseførte verdien av egenkapitalen på verdsettelsestidspunktet og horisontverdien til summen av nåverdiene. Superprofitten til egenkapitalen beregnes fra nettoresultat til egenkapitalen fratrukket egenkapitalkravet multiplisert med inngående egenkapital (Palepu, et al., 2013).

$$VEK_{2014} = EK_{2014} + \sum_{t=1}^T \frac{SPE_t}{(1+ekk_1)^{t-1} \dots (1+ekk_t)^t} + \frac{SPE_{T+1}}{(1+ekk_1)^{T-1} \dots (1+ekk_T)^T (ekk - ekv)}$$

Hvor:

EK_{2014} = Balanseført EK på tidspunkt 0, altså 2014

SPE = Forventet residuall resultat eller superprofitt til EK på tidspunktene $t = 1, 2, \dots, T$

SPE_{T+1} = Forventet verdi av egenkapitalen på horisonten

ekk_t = Forventet avkastningskrav i periodene $t = 1, 2, \dots, T$

SPE-modellen		2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028 T+1	T+2	
NRE	-	30 367	101 429	3 260	112 181	410 281	541 497	693 941	875 091	936 117	984 593	1 030 059	1 071 818	1 109 193	1 141 542	1 182 040	1 241 142
-(Eigenkapitalkrav		0,088	0,093	0,096	0,094	0,098	0,096	0,095	0,093	0,092	0,094	0,096	0,097	0,099	0,101	0,103	0,103
*EK t-1)		6 624 758	5 973 981	5 629 757	5 751 272	5 956 954	6 254 328	6 654 981	7 175 300	8 044 173	8 548 569	9 041 054	9 515 842	9 967 052	10 388 821	10 768 770	11 307 209
=SPE	-	613 707	659 715	541 871	428 695	170 800	58 858	64 212	204 701	192 943	180 654	164 687	144 940	121 380	94 048	78 149	82 056
/Diskonteringsfaktor		1,088	1,190	1,304	1,426	1,565	1,716	1,878	2,053	2,243	2,454	2,689	2,951	3,243	3,570	3,936	-
=Nåverdi SPE	-	564 041	554 505	415 685	300 595	109 118	34 309	34 194	99 694	86 020	73 618	61 249	49 120	37 426	26 343	19 854	397 018
= sum nåverdi SPE	-	1 093 717															
+Balanseført EK		6 624 758															
=Verdi av EK		5 531 041															

Tabell 11.2 – Superprofitt til egenkapitalmodellen

Vi ser fra resultatene av FKE - og SPE - modellen at vi får samme verdierestimat. Dette tyder på at utførelsen av verdsettelsen ved de to egenkapitalmodellene er konsistent. Første verdierestimat på egenkapitalen ved bruk av egenkapitalmetodene er på 5 531 041 TNOK.

11.3 Selskapskapitalmetode; FKD & SPD

Selskapskapitalmetoden verdsetter egenkapitalen indirekte ved å finne verdien av netto driftskapitalen, for så å trekke ut netto finansiell gjeld (Knivsflå, 2015o). Ved selskapskapitalmetoden bruker vi netto driftskravet vi beregnet i kapittel 10 som diskonteringsfaktor. Veksten på horisonten er fastsatt til å være 5 %, jamfør kapittel 9.3. Vi har valgt å benytte oss av to modeller innenfor SK-metoden, fri kontantstrøm til drift (FKD) og superprofitt fra drift. Også her skal de to modellene gi samme verdiestimat ved konsistent bruk. Nedenfor presenteres de to modellene og formlene hentes fra Knivsflå (2015o).

11.3.1 Fri kontantstrøm fra drift modellen:

Denne modellen beregner verdien av netto driftskapital ved å summere nåverdier av fremtidige frie kontantstrømmer til drift, og legge til en beregnet horisontverdi. Fri kontantstrøm fra drift beregnes fra netto driftsresultat fratrukket endringen i netto driftseiendeler. For å finne verdien av egenkapitalen trekkes balanseført netto finansiell gjeld fra verdsettelsestidspunktet ut fra det beregnede verdiestimatet til netto driftskapital (Damodaran, 2012).

$$VNDK_{2014} = \sum_{t=1}^T \frac{FKD_t}{(1+ndk_1) \cdots (1+ndk_t)} + \frac{FKD_{T+1}}{(1+ndk_1) \cdots (1+ndk_T) * (ndk - ndv)}$$

Hvor:

FKD_t = Forventet Fri kontantstrøm fra drift på tidspunktene $t = 1, 2, \dots, T$

FKD_{T+1} = Forventet verdi av egenkapitalen på horisonten

ndk = netto driftskrav i periodene $t = 1, 2, \dots, T$

ndv = konstant netto driftsvekst på horisonten

FKD-modellen															
År	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028 T+1	T+2
ndk	0,063	0,065	0,066	0,067	0,057	0,058	0,059	0,060	0,061	0,062	0,063	0,064	0,065	0,066	0,066
NDR	381 783	339 988	432 414	533 956	648 873	782 163	939 903	1 129 703	1 210 031	1 290 025	1 368 862	1 445 679	1 519 584	1 589 676	1 669 159
-(NDE)	15 418 959	14 817 170	14 470 339	14 355 601	14 462 173	14 789 982	15 349 228	16 586 810	17 841 296	19 101 515	20 355 306	21 589 686	22 791 048	23 930 600	25 127 130
-NDEt-1)	15 759 887	15 418 959	14 817 170	14 470 339	14 355 601	14 462 173	14 789 982	15 349 228	16 586 810	17 841 296	19 101 515	20 355 306	21 589 686	22 791 048	23 930 600
=FKD	722 711	941 777	779 246	648 694	542 301	454 353	380 657	- 107 879	- 44 456	29 806	115 071	211 298	318 222	450 123	472 629
/Diskonteringsfaktor)	1,063	1,132	1,207	1,287	1,360	1,439	1,525	1,616	1,716	1,822	1,937	2,061	2,194	2,338	2,494
=Nåverdi FKD	679 773	831 886	645 853	504 113	398 670	315 659	249 676	- 66 737	- 25 913	16 357	59 402	102 525	145 015	192 490	189 515
=VNDE	16 309 754														
-Balanseført NFG	9 135 129														
=Verdi av EK	7 174 625														

Tabell 11.3 – Fri kontantstrøm til drift modellen

11.3.2 Superprofitt fra drift modellen:

Denne modellen beregner verdien av netto driftskapital ved å summere nåverdier av fremtidig superprofitt til drift. Videre legges den balanseførte verdien av netto driftskapital på verdsettelsestidspunktet og horisontverdien til summen av nåverdiene. Superprofitten til drift beregnes fra netto driftsresultat fratrukket driftskravet multiplisert med inngående netto driftskapital (Palepu, et al., 2013).

$$VNDK_{2014} = NDK_{2014} + \sum_{t=1}^T \frac{SPD_t}{(1+ndk_1) \cdot \dots \cdot (1+ndk_t)} + \frac{SPD_{T+1}}{(1+ndk_1) \cdot \dots \cdot (1+ndk_T) \cdot (ndk - ndv)}$$

Hvor:

NDK_{2014} = Netto driftskapital på tidspunkt 0, altså 2014

SPD_t = Superprofitt fra drift på tidspunktene $t = 1, 2, \dots, T$

SPD_{T+1} = Forventet verdi av egenkapitalen på horisonten

ndk_t = Forventet netto driftskrav i periodene $t = 1, 2, \dots, T$

SPD-modellen																
År	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028 T+1	T+2	
NDR	381 783	339 988	432 414	533 956	648 873	782 163	939 903	1 129 703	1 210 031	1 290 025	1 368 862	1 445 679	1 519 584	1 589 676	1 669 159	1 752 617
(-ndk	0,063	0,065	0,066	0,067	0,057	0,058	0,059	0,060	0,061	0,062	0,063	0,064	0,065	0,066	0,066	0,066
*NDE t-1)	15 759 887	15 418 959	14 817 170	14 470 339	14 355 601	14 462 173	14 789 982	15 349 228	16 586 810	17 841 296	19 101 515	20 355 306	21 589 686	22 791 048	23 930 600	25 127 130
=SPD	- 613 707	- 659 715	- 541 871	- 428 695	- 170 800	- 58 858	64 212	204 701	192 943	180 654	164 687	144 940	121 380	94 048	78 149	82 056
/Diskonteringsfaktor	1,063	1,132	1,207	1,287	1,360	1,439	1,525	1,616	1,716	1,822	1,937	2,061	2,194	2,338	2,494	-
=Nåverdi SPD	- 577 245	- 582 737	- 449 112	- 333 148	- 125 563	- 40 891	42 117	126 634	112 464	99 136	85 015	70 327	55 313	40 218	31 336	1 996 003
= sum nåverdi SPD	549 867															
+ NDE t-1	15 759 887															
-Balanseført NFG	9 135 129															
=Verdi av EK	7 174 625															

Tabell 11.4 – Superprofitt til drift modellen

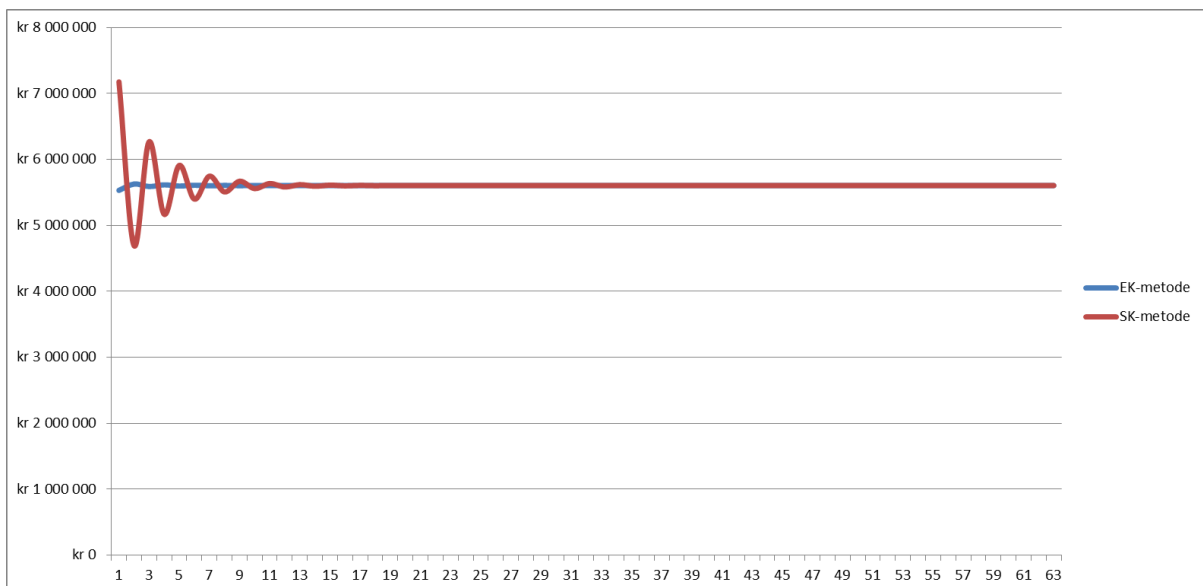
Vi ser fra resultatene av FKD - og SPD - modellen at vi også her får samme verdiestimat. Dette tyder på at utførelsen av verdsettelsen ved de to selskapskapitalmodellene er konsistent. Første verdiestimat på egenkapitalen ved bruk av selskapskapitalmetoden er på 7 174 625 TNOK.

Metode	EK-Metode	SK-metode	Avvik
Fri kontantstrøm	5 531 041	7 174 625	
Superprofitt	5 531 041	7 174 625	
Verdiestimat	5 531 041	7 174 625	25,9 %

Tabell 11.5 – Første verdiestimat fra egenkapital- og selskapskapitalmetodene

11.4 Første estimat og konvergens mot endelig

Som vi ser av tabellene i forrige delkapittel får vi to forskjellige verdiestimat på egenkapitalverdien til Farstad fra egenkapital- og selskapskapitalmetoden. EK - metoden ga oss et første verdiestimat på 5 531 041 TNOK, mens estimatet etter SK-metoden ble 7 174 625 TNOK. De første estimatene gir ett avvik mellom metodene på 25,9 %. De første estimatene er som tidligere nevnt basert på budsjetterte vekter fra fremtidsbalansen. For å få samme verdiestimat ved bruk av de to metodene må vi oppdatere vektene sekvensielt. Dette gjøres ved å gjennomføre vekting basert på oppdaterte verdiestimat gjennom flere steg. Prosessen vil føre til at verdiene i de to verdsettelsesmetodene konvergerer mot en og samme verdi (Knivsflå, 2015o). Konvergeringsprosessen fører til et sammenfallende egenkapitalestimat fra EK- og SK-metoden på 5 603 333 911 TNOK. Etersom Farstad har 39 000 000 utestående aksjer, tilsvarer dette 143,675 NOK per aksje, og er vårt foreløpige verdiestimat på Farstadaksjen. Figur av konvergeringsprosessen vises nedenfor:



Figur 11.2 – Konvergering av verdiestimat

Metode	EK-Metode	SK-metode	Avvik
Fri kontantstrøm	5 603 334	5 603 334	
Superprofitt	5 603 334	5 603 334	
Verdiestimat	5 603 334	5 603 334	0,0 %

Tabell 11.6 – Endelig verdiestimat etter konvergering

11.4.1 Pris/Bok forholdet

Før vi går videre og tar for oss usikkerhet med verdiestimatet, vil vi kommentere Pris/Bok forholdet til egenkapitalen. Det foreløpige verdiestimatet på egenkapitalen er beregnet til å være 5 603 334 TNOK. Den bokførte verdien på egenkapitalen til Farstad var den 31.12.2014 på 6 624 758 TNOK. Settes disse tallene sammen får vi et Pris/Bok forhold på 0,8458. Forskjellen mellom egenkapitalrentabiliteten og avkastningskravet er den viktigste forklaringen til Pris/Bok forholdet, hvor en Pris/Bok høyere enn 1 implisitt betyr en fremtidig strategisk fordel i forhold til bok. Dette ved at forventet egenkapitalrentabilitet overstiger kravet i tiden fremover (Kaldestad & Møller, 2011). Pris/Bok forholdet vi har beregnet henger derfor sammen med figur 10.3 i kapittel 10.2.1, som viser utviklingen i fremtidig strategisk fordel. Ettersom boken er 1, gir et Pris/Bok forhold på 0,8458 en fremtidig strategisk ulempe på ca. 15 % i forhold til bok. Dette virker rimelig ut fra figur 10.3 som viser at budsjettperioden inneholder en høy strategisk ulempe i starten av perioden.

Den reelle aksjekursen på 50,75 per 31.12.2014 viser videre til et Pris/Bok forhold på 0,2988. Estimatet fra børsen viser altså også til en forventet fremtidig strategisk ulempe i forhold til bok. Pris/Bok forholdet fra børsen er imidlertid betydelig lavere enn vårt, og gir en fremtidig strategisk ulempe på ca. 70 % i forhold til bok. Ifølge Kaldestad og Møller (2011, p. 161) vil et Pris/Bok forhold lavere enn 1 bety at man «ødelegger verdier for aksjonærene gjennom svak lønnsomhet ettersom markedsverdien av egenkapitalen er lavere enn den bokførte verdien». Både ut fra vårt og børsens Pris/Bok forhold ødelegger altså Farstad verdier for aksjonærene gjennom svak lønnsomhet, dette innebærer nedskrivninger. Selv om vår fundamentale aksjeverdi er vesentlig høyere enn den reelle aksjeverdien 31.12.2014, viser Pris/Bok forholdet at heller ikke vi har et optimistisk syn på fremtiden. Vi er imidlertid mye mindre pessimistiske enn børsen.

11.5 Usikkerhet: sensitivitet, simulering og konkurs

Verdiestimatet vi har fastsatt for Farstad er et punkttestimat basert på forventet utvikling til alle budsjett- og verdidriverne. Ettersom utviklingen i disse er usikre vil også verdiestimatet være usikkert, og verdiestimatet vil derfor ha en fordeling rundt punkttestimatet (Knivsflå, 2015p). Ved hjelp av simulering vil vi først synliggjøre usikkerheten i verdiestimatet, og få frem fordelingen rundt punkttestimatet (Damodaran, 2012). Deretter vil vi utføre to typer sensitivitetsanalyser, som synliggjør usikkerheten ved å endre på kritiske verdi- og budsjett drivere. Både simuleringen og sensitivitetsanalysene gjøres ved bruk av tilleggsprogrammet "Oracle Crystal Ball" i Excel.

11.5.1 Simulering

Ved å gjøre de kritiske budsjett- og verdidriverne til stokastiske variabler får vi gjennom simuleringen i "Oracle Crystal Ball" frem fordelingen rundt det forventede verdiestimatet for Farstad, istedenfor punkttestimatet. De mest usikre budsjettdriverne til Farstad vil være de som er knyttet til driften, altså driftsinntektsveksten, netto driftsmarginen og omløpet til netto driftseiendeler. I tillegg anses den finansielle gjeldsdelen i "steady state" som usikker. Videre er egenkapitalbeta og markedets risikopremie to kritiske drivere ettersom de har stor innvirkning på netto driftskravet (Knivsflå, 2015p). At de nevnte driverne er kritiske for verdiestimatet kan bekreftes ved å endre på dem og se hvilken virkning det har på verdiestimatet. Dette vil vi gå nærmere inn på ved utførelse av sensitivitetsanalysene i neste delkapittel.

Ved simuleringen settes forutsetninger for de mest usikre variablene. Standardavvikene på kort sikt er funnet fra historiske regnskapstall fra bransjen, da noen av Farstads standardavvik skilte seg litt mye ut. Å basere seg på historisk data for å fastsette standardavvik på de ulike variablene er ifølge Damodaran (2012) en akseptert fremgangsmåte. På mellomlang sikt ved budsjett punktet i 2022 er standardavvikene skalert opp ettersom vi antar usikkerheten her som større. På lang sikt er standardavvikene justert en del ned, da usikkerheten antas å være mindre (Knivsflå, 2015p). Standardavviket til driftsinntektsveksten i "steady state" vil være betydelig mindre ettersom den begrenses av øvre grense for økonomisk langsiktig vekst. Videre finnes egenkapitalbetaens standardavvik av Farstads historiske regnskapstall, mens forutsetningen av uniformfordelt fremtidig markedspremie baseres på Knivsflå (2015p).

11.5.1.1 Forutsetninger til simuleringen

Forutsetningene som ble diskutert i forrige avsnitt er gitt i tabellene nedenfor som videre anvendes i Monte Carlo simuleringen. Resultatet fra simuleringen vises i figuren på neste side.

Divt	Forventet	Standardavvik	Sannsynlighetsfordeling
2015	-0,08	0,025	Normalfordeling
2016	-0,04	0,025	Normalfordeling
2017	0,01	0,025	Normalfordeling
2022	0,08	0,05	Normalfordeling
T + 1	0,05	U (0,45 , 0,55)	Uniformfordeling

Tabell 11.7 – Forutsetninger for driftsinntektsveksten

Ndm	Forventet	Standardavvik	Sannsynlighetsfordeling
2015	0,095	0,038	Normalfordeling
2016	0,090	0,038	Normalfordeling
2022	0,230	0,07	Normalfordeling
T + 1	0,225	U (0,20 , 0,25)	Uniformfordeling

Tabell 11.8 – Forutsetninger for netto driftsmargin

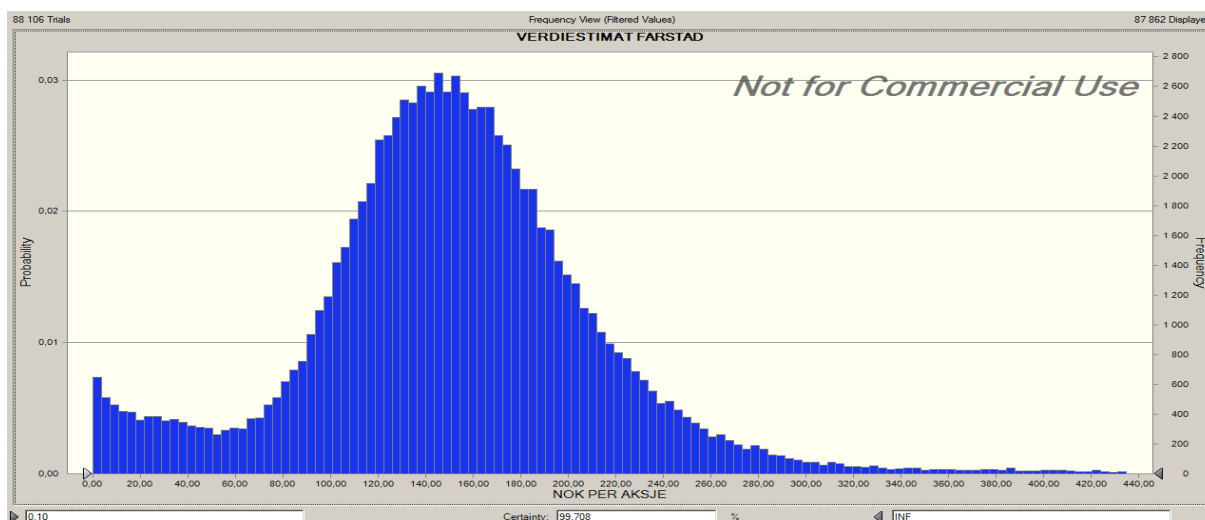
Onde	Forventet	Standardavvik	Sannsynlighetsfordeling
2015	0,255	0,02	Normalfordeling
2016	0,245	0,02	Normalfordeling
2022	0,320	0,03	Normalfordeling
T + 1	0,310	0,15	Normalfordeling

Tabell 11.9 – Forutsetninger for omløpet til netto driftseiendeler

Andre usikre variabler	Forventet	Standardavvik	Sannsynlighetsfordeling
Fgd T + 1	0,660	U (0,6 , 0,72)	Uniformfordeling
Markedspremie	0,048	U (0,042 , 0,052)	Uniformfordeling
Egenkapitalbeta	1,180	0,1	Normalfordeling

Tabell 11.10 – Forutsetninger for andre usikre variabler

11.5.1.2 Simuleringsresultat - Monte Carlo



Figur 11.3 – Monte Carlo simulering

Av simuleringen kan vi se at sannsynligheten for at Farstad går konkurs er estimert til å være ca. 0,29 %. Den syntetiske fremtidsratingen utført i kapittel 10.1 tilsier en rating på BBB og en fremtidig konkursrisiko på ca. 0,3 %. Konkursrisikoen er ikke reflektert i det budsjetterte fremtidsregnskapet, og dermed tar ikke punkttestimatet for Farstad som vi utarbeidet i kapittel 11.4 hensyn til dette. Vi vil derfor justere det fundamentale verdiestimatet av Farstad for en konkursrisiko på 0,3 %, ettersom dette virker rimelig både ut fra fremtidsratingen og simuleringen. Justeringen gjennomføres i kapittel 11.5.4.

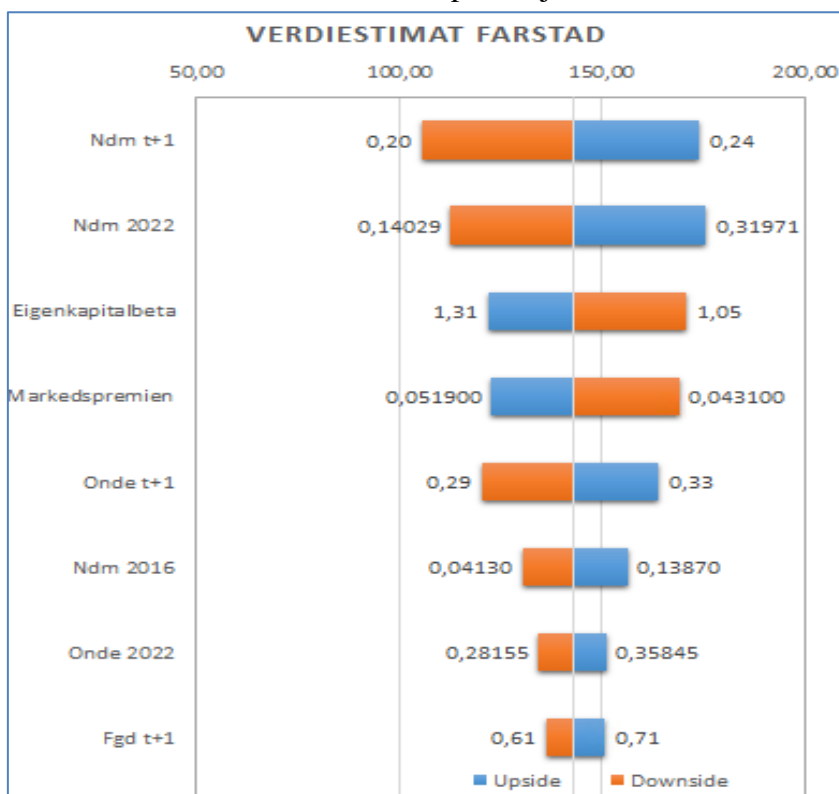
Simuleringen kan også brukes til å se på oppside potensiale og nedside risiko i forhold til punkttestimatet. Sannsynligheten for at verdien ligger 80 % under forventet verdi er 22,9 %. Det vil si at det er 22,9 % sannsynlighet for at verdien per aksje ligger under 114,94 kroner. Ser vi på potensiell oppside er det 32,4 % sjanse for at verdien er høyere enn 120 % av punkttestimatet. Dette innebærer at det er 32,4 % sjanse for at verdien per aksje er høyere enn 172,4 kroner. Det prosentvise årlige standardavviket er 0,4035, noe som tilsier at den årlige usikkerheten i simuleringen er nokså høy. Usikkerheten synliggjøres videre ved sensitivitetsanalyser i neste delkapittel gjennom å endre kritiske verdi- og budsjett drivere og se hva som skjer med verdiestimatet.

11.5.2 Sensitivitetsanalyse

Sensitivitetsanalyser synliggjør usikkerheten ved å endre på kritiske verdi- og budsjett drivere (Berk & DeMarzo, 2014). Vi utfører to typer sensitivitetsanalyse, som begge er tilleggsfunksjoner i "Oracle Crystal Ball". Først utfører vi en vanlig sensitivitetsanalyse, også kalt tornado analyse, som viser hvilken innvirkning en endring av en driver har på verdiestimatet innenfor de spesifiserte forutsetningene. Deretter utfører vi en variasjonsanalyse, som viser hvor mye av variasjonen i verdiestimatet som skyldes variasjon i de forskjellige usikre driverne (Knivsflå, 2015p).

11.5.2.1 Tornadoanalyse

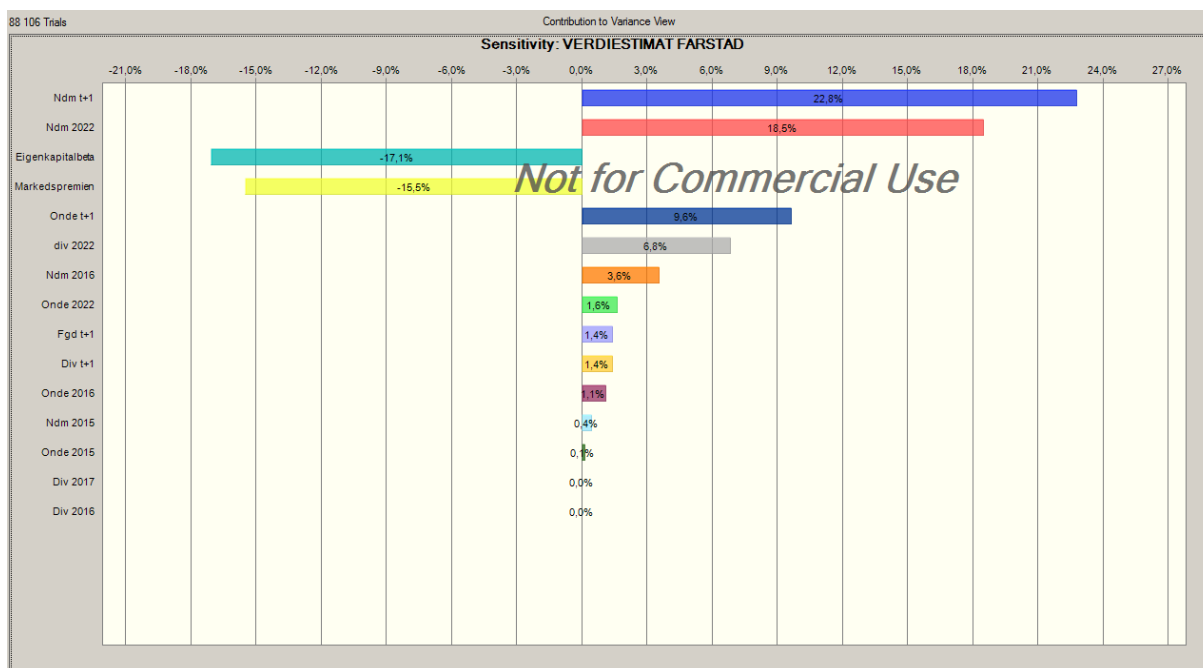
Vi kan se av tornadoanalysen at marginale endringer i bestemte verdi- og budsjett drivere vil gi store utslag i den estimerte verdien. Som et eksempel vil en netto driftsmargin i "steady state" på 0,2 i stedet for 0,225 redusere verdiestimatet til rundt 110 kr per aksje. Tilsvarende vil en høyere netto driftsmargin i "steady state", for eksempel på 0,24, øke verdiestimatet per aksje til rundt 170 kr. Vi kan også se at marginale endringer i drivere som netto driftsmargin i 2022, egenkapitalbeta, markedspremie og omløp i "steady state" slår ut i relativt store endringer i verdiestimatet. Dette gir et bilde på hvor usikkert den estimerte verdien faktisk er. Nedenfor vises tornadoanalysen og hvordan endringer i de mest kritiske budsjett- og verdidrivere endrer Farstads verdi per aksje.



Figur 11.4 - Tornadoanalyse

11.5.2.2 Variasjonsanalyse

Analysen viser at variasjonen i verdiestimatet skyldes mest variasjonen i budsjettdriveren netto driftsmargin i "steady state". Variasjonen i netto driftsmargin i "steady state" forklarer hele 22,8 % av den totale usikkerheten knyttet til verdiestimatet. Videre er det variasjonen i netto driftsmarginen i budsjettpunktet 2022 som har nest mest påvirkning på variasjonen i verdiestimatet, med sine 18,5 %. Variasjonen i netto driftsmarginen er dermed den budsjettdriveren som står for klart mest av den totale usikkerheten. På mellomlang og lang sikt forklarer variasjonen i denne budsjettdriveren hele 31,3 % av den totale usikkerheten. Videre kan vi se at variasjon i egenkapitalbeta og markedspremie, onde i "steady state" og driftsinntektsvekst i 2022 også har stor innvirkning på variasjonen i det fundamentale verdiestimatet.



Figur 11.5 - Variasjonsanalyse

11.5.3 Oppsummering - analyse av usikkerhet

Simuleringen i kapittel 11.5.1 viser til at det er stor usikkerhet knyttet til det fundamentale verdiestimatet av aksjeverdien til Farstad. Den årlige standardavviksprosenten på ca. 40 %, samt et klart oppsidepotensial og nedsiderisiko tilsier dette. Sensitivitetsanalysene bekreftet videre den store usikkerheten i verdiestimatet. Tornadoanalysen viste at marginale endringer i bestemte budsjett- og verdidrivere ville føre til store endringer i verdiestimatet. Dette gjaldt særlig budsjettdriveren netto driftsmargin på mellomlang og lang sikt. Variasjonsanalysen viste videre hvilke budsjett- og verdidrivere som forklarte størst del av usikkerheten i

verdiestimatet. Netto driftsmarginen på mellomlang og lang sikt forklarte her hele 31,3 % av variasjonen i verdiestimatet.

11.5.4 Justering av verdiestimat for konkurrisiko

Ettersom det tidligere estimerte punkttestimatet for Farstad er gitt fortsatt drift, vil vi justere verdiestimatet slik at sannsynligheten for konkurs også blir tatt hensyn til (Knivsflå, 2015p). Dette beregnes via formelen fra Knivsflå (2015p) :

$$VEK = (1-p) * FVEK + p * LVEK$$

Hvor:

FVEK = Fundamentalverdi av egenkapitalen gitt fortsatt drift

LVEK = Likvidasjonsverdi av egenkapitalen

p = Fremtidig konkurssannsynlighet

Ved konkurs skjer ofte en rask realisering av eiendeler, hvor konkursboet ofte selger eiendelene til en pris som er lavere enn ved en styrt avvikling. Som følge av dette vil ikke långiverne få full dekning, og det vil da ikke være noe igjen til eierne. Vi forutsetter derfor at likvidasjonsverdien er tilnærmet null. Sannsynligheten for konkurs fastsatte vi under simuleringen til å være ca. 0,3 %, noe som samsvarte med den estimerte fremtidsratingen BBB. Vi mener derfor det vil være rimelig å justere for en konkurrisiko på 0,3 %. Den estimerte aksjeprisen 31.12.2014 justert for konkurrisiko blir beregnet i tabellen nedenfor.

Justering for konkurrisiko			
Ny verdi egenkapital =	5 603 333 911	* 0,997	= 5 586 523 909
Ny pris per aksje =	143,68	* 0,997	= 143,24

Tabell 11.11 – Justering for konkurrisiko og ny pris per aksje

12. Supplerende verdivurdering

Som vi skrev i kapittel 3.2 vil vi supplere det fundamentale verdiestimatet med en komparativ verdivurdering. Jamfør diskusjonen i kapittel 3 er dette en metode som passer bra sammen med den fundamentale metoden. I slutten av kapittelet vil vi på basis av begge verdsettelsesmetodene komme frem til vårt endelige estimat på egenkapitalen til Farstad den 31.12.2014.

12.1 Komparativ verdivurdering

Den komparative metoden blir ansett som en mye enklere og mindre tidkrevende teknikk enn den fundamentale (Knivsflå, 2015r). Man har to muligheter når man skal gjennomføre komparativ verdivurdering, bruk av multiplikatorer eller substansverdivurdering. Vi har valgt å gjennomføre den komparative verdivurderingen ved multiplikatormodellen, da denne er enkel, lite tidkrevende og ofte brukt i praksis. Ulempene med multiplikatormodellen er blant annet at den har et kortsiktig fokus, at den er lett å misbruke for å oppnå ønsket verdi og at den bygger på forutsetninger som sjelden er oppfylt. Man kan f.eks. velge selskaper som er priset høyt for å argumentere for en høy verdi (Kaldestad & Møller, 2011). Som vi kan se av figur 2.16 i kapittel 2.3.1, har alle de komparative selskapene opplevd en tilsvarende nedgang i sine aksjekurser. Dette taler for at vi ikke baserer oss på multipler som vil dra verdien opp, og at vi dermed ikke misbruker metoden i vår beregning av prisen på Farstads aksje.

Det er mulighet for både å sammenligne egenkapitalen og selskapskapitalen til Farstad med de komparative selskapene vi har benyttet som bransjeutvalg i oppgaven. Vi har valgt å benytte selskapskapitalmetoden, som finner verdien på egenkapitalen indirekte. Dersom vi hadde beregnet verdien av egenkapitalen via den direkte metoden måtte vi justert for forskjeller i kapitalstruktur. Denne justeringen trenger man ikke å gjøre dersom man benytter den indirekte metoden. Å benytte den indirekte metoden samsvarer også med det Knivsflå (2015r) anbefaler. Verdivurdering med basis av multipler gjennomføres med utgangspunkt i regnskap-, balanse- og kontantstrømposter. Ved å kjenne til og ha erfaring om hvilke multipler som er vanlige i bransjen kan man altså finne et estimat på eget selskap (Kaldestad & Møller, 2011).

Man kan beregne verdien av egenkapitalen via flere forskjellige multiplikatorer. De som er mest vanlige er den balanseorienterte pris/bok multiplikatoren og den resultat- og kontantstrømorienterte pris/fortjeneste multiplikatoren (Knivsflå, 2015r). Begge disse metodene har både fordeler og ulemper. Nedenfor tar vi kort for oss fordeler og ulemper med

de forskjellige multiplikatorene, før vi beregner prisen på aksjene fra de forskjellige metodene. Den komparative verdien på Farstadaksjen vil utarbeides fra snittet til de multiplikatorene vi benytter.

12.1.1 Pris/Bok

Pris/bok multiplikatoren sier noe om verdiskapingsevnen til selskapet, og er svært enkel å benytte (Kaldestad & Møller, 2011). Betydningen av Pris/Bok forholdet ble diskutert grundigere i kapittel 11.4.1. Gjennomsnittet av de komparative selskapene utgjør Pris/Bok multiplikatoren som vi benytter for å beregne oss frem til et verdiestimat på egenkapitalen og aksjepris. Fastsettingen av Pris/Bok multiplikatoren blir beregnet via formelen nedenfor, hentet fra Knivsflå (2015r) og beregningene vises i tabell 12.1.

$$\frac{\text{Pris}}{\text{Bok}} = \frac{\text{Markedsverdi egenkapital} + \text{Balanseført netto finansiell gjeld}}{\text{Netto driftskapital}}$$

	Markedsverdi egenkapital	balanseført NFG	/ NDK	= Multiplikator
DOF	1 660 217 653	20 349 000 000	27 215 000 000	0,809
Havila	760 084 221	5 566 666 700	7 588 769 600	0,834
Solstad	3 056 302 783	10 347 351 000	15 404 882 000	0,870
Gjennomsnittlig multiplikator fra komparative virksomheter =				0,8375023

Tabell 12.1 – Beregning av pris/bok multiplikator

12.1.2 Pris/Fortjeneste

Pris/fortjeneste er en metode som er veldig mye brukt i praksis, ikke minst fordi den er veldig lett å benytte og er en metode som er lett å kommunisere (Kaldestad & Møller, 2011). Ulemper med denne metoden er at den ignorerer forskjeller i risiko og kapitalbehov, og således ignorerer sentrale faktorer (Kaldestad & Møller, 2011). Gjennomsnittet av de komparative virksomhetene utgjør multiplikatoren også i pris/fortjeneste metoden. Vi beregner pris/fortjeneste multiplikatoren for de komparative selskapene via formelen nedenfor hentet fra (Knivsflå, 2015r), og resultatet vises i tabell 12.2.

$$\frac{\text{Pris}}{\text{Fortjeneste}} = \frac{\text{Markedsverdi egenkapital} + \text{Balanseført netto finansiell gjeld}}{\text{Netto driftsresultat}}$$

	Markedsverdi egenkapital	+ balanseført NFG	/NDR	= Multiplikator
DOF	1 660 217 653	20 349 000 000	2 246 426 772	9,80
Havila	760 084 221	5 566 666 700	465 201 761	13,60
Solstad	3 056 302 783	10 347 351 000	835 383 537	16,04
Multiplikator fra medianen til de komparaive virksomhetene =				13,600

Tabell 12.2 – Beregning av pris/fortjeneste multiplikator

12.1.3 Enterprise Value/EBITDA & Enterprise Value/ Salg

I tillegg til å beregne multiplikator til pris/bok og pris/fortjeneste, har vi hentet multiplikatorer fra Dagens Næringsliv per 01.06.2015 på enterprise value/EBITDA og på enterprise value/Salg. EV/EBITDA er en av de multiplene som er mest benyttet i sammenheng med kjøp og salg av selskaper, og gjør det mulig å sammenligne den underliggende driften i selskapene. Multiplene anses som veldig nyttig da den er veldig mye brukt, men den må benyttes sammen med andre multipler som kompensasjon fordi investeringsbehovet blir oversett (Kaldestad & Møller, 2011). EV/salg er en metode som ifølge Kaldestad og Møller (2011) egner seg best som en sekundær multiplene da den bare gir en veldig grov sammenligning mellom selskaper. Den egner seg da godt sammen med enten EV/EBITDA eller EV/EBIT multiplikatorene (Kaldestad & Møller, 2011).

De komparative selskapene har multiplikatorer som ikke avviker mye fra hverandre, og vi benytter derfor gjennomsnittet av dem som grunnlag for multiplikatorer. Etter at vi har beregnet og hentet multiplikatorene har vi satt dem inn i tabellen på neste side, hvor vi også beregner verdien av egenkapitalen. Multiplikatorene ganges med hver sin faktor, som gir en verdi på netto driftskapital. Faktorene til pris/bok og pris/fortjeneste er henholdsvis netto driftskapital og netto driftsresultat fra omgruppert resultatregnskap og balanse for Farstad i 2014. Faktorene til EV/EBITDA og EV/Salg er hentet fra henholdsvis EBITDA fra Farstads resultatregnskap for 2014 og driftsinntekter fra omgruppert resultatregnskap for 2014. Videre etter at netto driftskapital er beregnet, trekkes netto finansiell gjeld ut for å finne verdiestimatet på egenkapitalen. Ettersom tallene er oppgitt i TNOK, ganges egenkapitalen med tusen før vi dividerer på antall aksjer. Nedenfor presenteres verdiestimatene på egenkapitalen og per aksje fra de forskjellige metodene, og en gjennomsnittlig verdi fra den komparative metoden.

	Vår multiplikator		DN multiplikator		SNITT	Fundamental verdi
	Pris/Bok	P/E	EV/EBITDA	EV/SALG		
Multiplikator	0,8375	13,6000	7,2815	3,0648		
*Faktor	15 759 887 000	726 416 702	1 641 463 000	4 368 938 000		
=VNDK	13 198 941 607	9 879 278 040	11 952 374 209	13 389 920 682		
-Netto finansiell gjeld	9 135 129 000	9 135 129 000	9 135 129 000	9 135 129 000		
=Egenkapital	4 063 812 607	744 149 040	2 817 245 209	4 254 791 682	2 969 999 634	5 586 523 909
/Antall aksjer	39 000 000	39 000 000	39 000 000	39 000 000	39 000 000	39 000 000
=Verdiestimat per aksje	104	19	72	109	76	143,24

Tabell 12.3 – Komparativ verddivurdering

Fra tabellen ser vi at det er spesielt pris/fortjeneste som skiller seg ut fra de andre, i tillegg til at EV/EBITDA også blir litt lavere enn de andre. Den største ulempen med P/F er at den ikke tar hensyn til ulik kapitalstruktur (Kaldestad & Møller, 2011). Multiplikatoren fra DOF var her spesielt lav, noe som henger sammen med at selskapet har høyest gjeld av bransjen, og dermed også høyest netto finanskostnad. Farstad er det selskapet i bransjeutvalget som har høyest andel egenkapital. Deres netto finanskostnad ligger mer på høyde med Havila og Solstad, og det er dermed bedre overensstemmelse med deres multipler. Sammen gir de fire metodene oss et gjennomsnittlig verdiestimat fra den komparative verddivurderingen på 76 kroner per aksje per 31.12.2014.

12.2 Endelig verdiestimat

Den fundamentale verdsettelsesmetoden baserer seg på vesentlig mer informasjon enn den komparative. I kapittel 3.2 kom vi frem til at å benytte den fundamentale metoden som vår hovedteknikk. Vi mener derfor det vil være naturlig å vekte det fundamentale verdiestimatet mer enn det komparative. Vektene vi bruker er henholdsvis 2/3 på fundamentalt verdiestimat og 1/3 på komparativt verdiestimat. Dette gir oss følgende endelig verdiestimatet på Farstads aksje per 31.12.2014:

Endelig verdiestimat Farstad	Pris per aksje	Vekt		
Fundamental verdi	143,24	0,667	95,50	NOK
Komparativ verdi	76	0,333	25	NOK
= Sammensatt verdiestimat per aksje			120,88	NOK

Tabell 12.4 – Endelig verdiestimat Farstad

13. Avslutning

I avslutningen av oppgaven vil vi først gi en oppsummering av masterutredningens viktigste punkter. Videre vil vi komme med en konklusjon, der vi sammenligner vår estimerte verdi per aksje med aksjens faktiske børsverdi 31.12.2014. Videre kommenterer vi hvorfor verdiene avviker og kommer med anbefaling til handlingsstrategi. Avslutningsvis vil vi kort kommentere om vi kunne gjort ting annerledes ved gjennomføring av oppgaven og praktiske valg som ble tatt underveis.

13.1 Oppsummering

Formålet med masterutredningen, som vi fastsatte i kapittel 1, var å beregne verdien av Farstad Shippings egenkapital per 31.12.2014, og således den tilhørende aksjekursen. Videre ble det fastsatt at vi skulle komme med en anbefaling til handlingsstrategi.

Presentasjon av Farstad og offshorebransjen ble gjort i påfølgende kapittel. Offshorebransjen ble her definert som rederier med hovedvekt av sin flåte innenfor AHTS, PSV og SUBSEA. Farstad ble presentert som en av de største aktørene i verden, spesielt innenfor offshoreservice. Videre ble det lagt frem at den aktuelle bransjen består av et stort antall aktører og er syklisk i den forstand at den påvirkes av flere makroøkonomiske faktorer, spesielt oljeprisen. Bransjen opplevde i 2014 et kraftig prisfall i olje, noe som førte til kursras der Farstad var et av selskapene som ble hardest rammet blant offshorerederiene. Avslutningsvis i kapittelet bestemte vi at Havila, Solstad og DOF skulle utgjøre bransjeutvalget sammen med Farstad, da det var mange likhetstrekk.

I kapittel 3 ble fundamental verdivurdering fastsatt som hovedteknikk. Denne metoden innebar at vi måtte analysere Farstads underliggende økonomiske forhold, utarbeide prognoser for fremtiden og neddiskontere fremtidsverdi med risikojusterte krav. Videre ble komparativ verdivurdering valgt som supplement for å få et mer pålitelig resultat.

Den strategiske analysen av Farstad ble utført i kapittel 4, ved analyse av eksterne og interne forhold. PESTEL - analysen kartla at de viktigste makroforholdene var de økonomiske- og de politiske faktorene, både historisk og i fremtiden. Porter - analysen viste til høy konkurranse i offshorebransjen for analyseperioden, og at en fortsatt høy konkurranseintensitet var forventet i fremtiden. I VRIO - analysen sammenlignet vi interne ressurser med bransjeutvalget. Konklusjonen ble at Farstad hadde midlertidige fortrinn knyttet til flåte og finansielle ressurser. Disse ble forventet å forsvinne på kort sikt, da fortrinnene var midlertidige.

Avslutningsvis i kapittelet oppsummerte vi styrker, svakheter, muligheter og trusler i SWOT - rammeverket. Deretter ble det utarbeidet en oversikt over den strategiske innsikten som skulle brukes som input i fremtidsregnskapet. De viktigste punktene fra den strategiske innsikten er gitt under:

- Analyseperioden 2009 - 2014 forventes å ikke inneholde noen netto driftsfordel. Dette på grunn av en historisk bransjeulempe som vurderes til å være på høyde med ressursfordelen. Bransjeulempen skyldes mer nedgang- enn oppgangskonjunktur. Selv om oljeprisen har vært relativt høy over mange år, har den nå falt, ratene har vært lave, det har vært ettervirkninger etter finanskrisen og sanksjoner er tatt ut mot og av Russland.
- De neste to årene, 2015 og 2016, antas å være preget av nedgang. Ratene antas å bli lave som følge av overkapasitet i markedet. Videre forventer vi lav aktivitet i offshoremarkedet, som følge av lav oljepris. Dette mener vi sammen med høy konkurranseintensitet og vedvarende sanksjoner mot og av Russland, vil føre til en sterk bransjeulempe.
- Videre ble det ifølge PESTEL - analysen konkludert med en ny global vekstperiode i 2018. Denne antok vi ville starte tidligere for bransjeutvalget, ettersom det vil være store kontraktstildelinger til Johan Sverdrup feltet i 2016, slik at vekstperioden for bransjen ble antatt å starte i 2017. Høyere aktivitet og rater forventes å gradvis viske ut bransjeulempen og utvikle seg til en svak bransjefordel. Ressursfordelen ble antatt å forsvinne i starten på vekstperioden.
- Den svake bransjefordelen ble antatt også å holde på lang sikt, ettersom selskapene i bransjeutvalget har lang erfaring fra markedet og vurderes å være tilpasningsdyktige.

I kapittel 5 ble det utført en analyse av Farstads historiske regnskapsinformasjon i perioden 2009 - 2014. Omgruppering av resultatregnskap, balanse og kontantstrøm for Farstad og resten av bransjeutvalget ble utført for å klargjøre dem til analyse i kapittel 6 og 7.

I kapittel 6 ble det utført analyse av Farstads historiske risiko. Totalanalysen tydet på at en rating på BBB for Farstad ville være rimelig. Farstad kunne vise til bedre tidsvektet snitt på alle kortsiktige og langsiktige forholdstall enn bransjen. Finansieringsstrukturen og den strategiske analysen tydet også på at ratingen var fornuftig. Den historiske syntetiske ratingen utgjorde videre en viktig del ved fastsettelse av historiske avkastningskrav i kapittel 7.

De historiske avkastningskravene ble videre brukt i kapittel 8 for å beregne historisk strategisk fordel. Lønnsomhetsanalysen viste til en tidsvektet strategisk fordel i drift lik null. Funnene samsvarte med våre forventninger i den strategiske analysen, da den strategiske driftsfordelen besto av en marginal bransjeulempe og en ressursfordel. Utviklingen i den strategiske driftsfordelen gjennom perioden viste seg å være negativ. Ved å dekomponere driftsfordelen sporet vi dette til å henge sammen med en svært negativ utvikling i marginfordel, i tillegg til en mindre reduksjon i omløpsfordel. Vi konkluderte avslutningsvis at dette hang sammen med en økning i driftskostnadsprosent relativt til bransjen. Ved hjelp av trendanalyse kunne vi se at Farstad fulgte kostnadstrenden i bransjen, men at driftsinntektsveksten utover perioden var fraværende. Dette konkluderte vi at hang sammen med lavere kontraktsdekning og/eller lave priser utover perioden relativt til bransjen.

I kapittel 9 utarbeidet vi et fremtidsregnskap basert på den strategiske regnskapsanalysen. Forventninger til fremtiden ble basert på de nevnte resultatene fra den strategiske analysen og ble supplert med innsikt i historiske snitt på budsjett- og verdidrivere fra regnskapsanalysen. Avslutningsvis analyserte vi fremtidsregnskapet ved å sammenligne vårt EPS estimat med finansanalytikerens estimat. Sammenligningen viste til avvik, men begge EPS estimatene viste til negativ forventning til de neste to årene.

I kapittel 10 ble det foretatt videre analyse av finansregnskapet gjennom beregning av fremtidskrav og fremtidig strategisk fordel. Fremtidsregnskapet viste seg å inneholde en høy strategisk ulempe i starten av budsjettperioden. Fra og med den antatte vekstperioden i 2017 ble ulempen gradvis visket ut og utviklet til en strategisk fordel i 2021. I 2022 når den strategiske fordel en toppunkt på 2,9 %, før den konvergerer mot en langsiktig svak strategisk fordel på 0,7 %. Etersom veksten ikke kunne fortsette evig ble 2022 satt som et budsjettpunkt ved utarbeidelse av fremtidsregnskapet, slik at veksten skulle konvergere mot konstant vekst i "steady state". Den strategiske fordel/ulempen i budsjettperioden ble hovedsakelig tilskrevet en giret bransjefordel/ulempe, ettersom ressursfordelen ble antatt å forsvinne på kort sikt. Utviklingen i den strategiske fordel samsvarte med våre forventninger fra den strategiske analysen, og vi konkluderte dermed med at fremtidsregnskapet var rimelig.

Det fundamentale verdiestimatet på Farstad ble så beregnet i kapittel 11. Vi brukte to modeller hver innenfor egenkapitalmetoden og selskapskapitalmetoden for å finne første verdiestimat. Deretter ble det utført en konvergeringsprosess ved sekvensiell oppdatering av

vekter og krav, slik at vi fikk samme verdi fra de to forskjellige metodene. Den konvergente aksjeverdien for Farstad 31.12.2014 ble 143,68 NOK. Med en anelse om at verdiestimatet vårt inneholdt betydelig usikkerhet, ble denne usikkerheten i verdiestimatet videre analysert. Gjennom utførelse av Monte Carlo simulering og sensitivitetsanalyser kom vi frem til at usikkerheten i det fundamentale verdiestimatet var høy. Variasjonen i verdiestimatet var særlig sensitivt for netto driftsmarginen på mellomlang og lang sikt. I tillegg hadde egenkapitalbeta og markedspremien stor innvirkning på estimatet gjennom påvirkning av kravet. I slutten av kapittel 11 ble den fundamentale aksjeverdien justert for en konkurrisiko, og det justerte estimatet ga en aksjepris på 143,24 NOK.

I kapittel 12 ble det justerte fundamentale verdiestimatet supplert med en komparativ verdivurdering. Vi valgte å utføre den komparative verdivurderingen ved hjelp av multiplikatorer, da den er en lite tidkrevende modell som ofte blir brukt i praksis. Fire multiplikatorer ble brukt til å finne det komparative verdiestimatet på 76 NOK per aksje. Vi valgte videre å vekte det fundamentale verdiestimatet tyngst, da dette var vår hovedteknikk. Det endelige verdiestimatet på Farstads aksje per 31.12.2014 ble etter å ha medregnet supplerende verdivurdering estimert til å være 120,88 NOK.

13.2 Konklusjon og handlingsstrategi

13.2.1 Avvik i verdiestimat

Aksjekursen til Farstad 31.12.2014 var 50,75 kr per aksje. Sammenligner vi den virkelige aksjekursen til Farstad med vårt verdiestimat på 121,43 kr per aksje ser vi at avviket er stort. Prisen vår kan virke ekstremt optimistisk sammenlignet med børsverdien. Pris/Bok forholdet, som ble diskutert i kapittel 11.4.1, viser derimot til at heller ikke vi er så positive til fremtiden. Det fundamentale Pris/Bok forholdet var lavere enn 1, og tilsa en fremtidig strategisk ulempe på 15 % i forhold til bok. Det nye Pris/Bok forholdet etter endelig verdiestimat gir videre en forventet fremtidig strategisk ulempe på ca. 29 % i forhold til bok. Dette innebærer at vi forventer nedskrivninger. Børsens verdi viser imidlertid til et vesentlig mer pessimistisk Pris/Bok forhold, som gir en fremtidig strategisk ulempe nærmere 70 % i forhold til bok. Dette betyr at børsen forventer veldig mye nedskrivning. Oppsummert kan vi si at avviket mellom vår estimerte aksjepris og den faktiske aksjekursen til Farstad 31.12.2014 er stort, men at begge estimatene har et pessimistisk syn på fremtiden. Kaldestad og Møller (2011) understreker at det ved avvikende resultater er viktig å prøve å forstå hvorfor.

Markedseffisiens og informasjon

En vanlig hypotese er at børsen er effesient. Dette betyr at aksjeprisen reflekterer all informasjon og absorberer den umiddelbart (Wærneryd, 2001). Vi mener imidlertid at denne hypotesen ikke alltid vil reflektere virkeligheten, noe som vil bli diskutert i neste avsnitt. Dersom vi likevel antar at hypotesen om effisiens holder, vil dette bety at børsen har mer informasjon enn det våre analyser bygger på. Våre analyser kan ikke reflektere all informasjon, da vi har tidsbegrensninger og må prioritere. Dersom informasjonen våre analyser mangler/overser er viktig for fremtidige forventninger, vil dette kunne gi store avvik mellom estimatene. Avviket kan også knytte seg til subjektive vurderinger som er mindre pessimistiske enn børsen. Mangel på, eller oversett informasjon og subjektive vurderinger vil bli videre diskutert under usikkerhet i verdiestimatet.

Konjunkturer - mer påvirkning på reelle aksjekurser enn fundamentalt estimat?

Koller et al., (2005) viser til at fundamentale verdsettelsesmetoder gir mindre volatile verdiestimat enn reelle aksjekurser, særlig ved verdsettelse av sykliske selskaper. Farstad hører til i en syklisk bransje, som er sterkt påvirket av konjunktursvingninger. Ved en fundamental verdsettelse av sykliske selskaper nulles ifølge Koller et al., (2005) konjunkturane ofte ut, slik at det er den langsiktige trenden som virkelig gjelder. Dette stemmer også overens med våre resultater fra sensitivitetsanalysene. I figur 11.5 kan vi se at variasjonen i drivere fra 2015 og 2016, som er i vår antatte nedgangsperiode, har veldig liten innvirkning på variasjonen i verdiestimatet. Nyere markedspsykologi viser til at markedet har en tendens til å overreagere konjunkturer, noe som kan forklare hvorfor aksjekursene i realiteten er mer volatile. Dette står i konflikt med teorien om at børsen er effesient. (Wærneryd, 2001). Koller et al., (2005) poengterer også at konjunkturer sender forvirrende signaler, noe som kan føre til at aksjemarkedet får problemer med å verdsette slike sykliske selskaper. Ettersom oljebransjen det siste halvåret opplevde et sjokk ved en halvering av oljeprisen i 2014 (Offshore.no, 2015c), mener vi dette kan ha ført til en nervøs og panisk "stemning" på børsen til oljerelaterte aksjer, noe som har ført til at markedsaktørene overreagerer og undervurderer Farstadaksjen. Ifølge Thoresen (2008) vil markedet være sterkt fokusert og årvåkne ved slike overraskende hendelser. Er hendelsen svært negativ, som er tilfellet med oljeprisfallet, kan dette skape pessimistisk stemning til den aktuelle sykliske bransjen. Dette støttes av Bodie, Kane, Marcus (2014) som viser til at investorene da kan reagere med flukt og skifte mot mindre sykliske selskaper. Diskusjonen ovenfor kan tyde på at aksjekursen i sykliske selskaper ikke alltid vil reflektere de egentlige fremtidsutsiktene til

selskapet. Med dette utgangspunktet mener vi at vi fanger opp fremtidige verdier i Farstad som ikke børsen finner.

Usikkerhet i verdiestimatet

Usikkerheten i verdiestimatet vårt kan også forklare hvorfor avviket fra børsverdien er stort. Gjennom oppgaven er det tatt mange avgrensninger, subjektive forutsetninger og konklusjoner. Tidsbegrensninger tilsier at mulighetene for feilberegninger, manglende eller mistolket informasjon og uriktige konklusjoner er til stede. Ifølge Kaldestad og Møller (2011) er sykliske bransjer utfordrende å verdsette. Den kraftige reduksjonen i oljeprisen i 2014 har ført til ekstra stor usikkerhet knyttet til fremtiden i offshorebransjen. Dette fører til at fremtiden for Farstad er utfordrende å predikere. Usikkerheten i verdiestimatet ble belyst i kapittel 11.5, og ble vurdert som nokså stor. Sensitivitetsanalysene kunne vise til at marginale endringer i fremtidsregnskapets drivere kunne ha stor innvirkning på det fundamentale verdiestimatet. For eksempel ville marginalt lavere driftsmarginer på mellomlang og lang sikt føre til betydelig lavere verdiestimat.

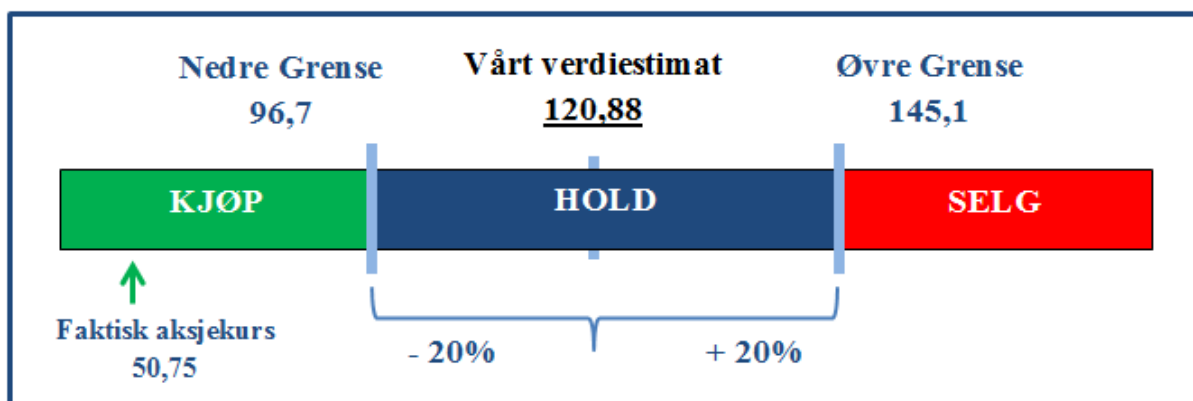
Vår vurdering av Farstads konkursrisiko er også usikker. Børsens lave aksjepris for Farstad tyder på at markedsaktørene vurderer Farstads konkursrisiko vesentlig høyere enn vi gjør. Etter våre analyser konkluderte vi med at Farstads fremtidige konkursrisiko var på bare 0,3 %. I ettertid kan vi se at vår konkursrisiko muligens er litt lav. Den burde kanskje vært satt høyere med tanke på den kraftige nedgangen bransjen har opplevd, og den videre nedgangen som forventes. Imidlertid mener vi totalanalysen vår peker mot at konkursestimatet vårt er fornuftig. Farstad kunne vise til en god finansieringsstruktur per 31.12.2014, og forholdstallene basert på fremtidsregnskapet tyder på at en BBB rating var rimelig. Om konkursrisikoen likevel er satt for lavt, kan dette være en forklaring på en del av avviket.

13.2.2 Handlingsstrategi

I denne delen vil vi sammenligne vårt verdiestimat med børskursen til Farstadaksjen per 31.12.2014, og komme med en handlingsstrategi. Dette innebærer at vi vil anbefale en kjøp-, hold eller selg strategi av aksjen. Anbefalingen baseres på om vi mener aksjen er riktig priset, eller om vi har funnet et verdiestimat som gir grunn til å mene at aksjen er over- eller underpriset. I tillegg vil vi fremskrive verdiestimatet til 30. Mai for å se hvordan Farstads aksjekurs har latt seg påvirke av ny tilgjengelig informasjon, og om vår anbefaling til handlingsstrategi fortsatt står.

Fastsetting av grenser og handlingsstrategi per 31.12.2014

Som det kommer frem fra vår diskusjon på forrige side, er det usikkerhet i verdiestimatet vårt. For å ta høyde for denne vil vi sette en øvre- og nedre grense som den reelle aksjekursen må ligge utenfor, slik at vi med høyere sikkerhet skal ha grunnlag for en kjøps- eller salg anbefaling. Om den reelle aksjekursen ikke er utenfor den øvre- eller nedre grensen vil anbefalingen vår være hold. Ettersom det er nokså høy usikkerhet knyttet til verdiestimatet, gjennom avgrensninger, subjektive vurderinger og antagelser, velger vi å sette grensene høyere enn normalen på 10 % (Knivsflå, 2015q). De øvre- og nedre grensene fastsettes derfor til å være +/- 20 % av vår estimerte aksjekurs. Dette betyr at dersom prisen på dagens aksjekurs er mer enn 20 % høyere enn vårt verdiestimat, så vil vi anbefale selg, og dersom prisen er mer enn 20 % lavere enn vårt estimat, så anbefaler vi å kjøpe. Dersom dagens aksjekurs ikke avviker +/- 20 %, mener vi ikke grunnlaget for en kjøp/selg anbefaling er sterk nok, og anbefalingen blir således hold. En anbefaling om å holde aksjen innen det intervallet kommer av usikkerheten rundt vårt estimat, og at det dermed er vanskelig for oss å si om det faktisk er noen overprising eller underprising av aksjen. Figuren nedenfor viser vårt estimat, og hva den øvre og nedre grensen utgjør.



Figur 13.1 - Handlingsstrategi

Som vi ser av figuren ligger faktisk kurs på Farstadaksjen langt nedenfor vår nedre grense. Med dette mener vi aksjen er kraftig undervurdert og anbefaler **kjøp**. For at anbefalingen skal virke mest mulig overbevisende vil vi komme med en mulig forklaring på hvilke verdier vi finner som ikke er reflektert i børsverdien. Forklaringen er sterkt knyttet til diskusjonen i kapittel 13.2.1 om hvorfor det er stort avvik mellom estimatene.

Argument for kjøpsanbefaling:

Markedspsykologi viser til at markedet tenderer å overreagere konjunkturer. Fallet i oljeprisen var det største på 30 år (Offshore.no, 2015c), og det forventes at oljeprisnedgangen skal være varig på kort sikt. Vi mener det kraftige oljeprisfallet i 2014 har ført til en nervøs og negativ «stemning» på børsen til oljerelaterte aksjer. Dette har etter vår mening ført til en kraftig undervurdering av Farstadaksjen og at børsen priser inn en konkurrisiko vi ikke anser å være tilstede. Vi mener således at vi fanger opp fremtidige verdier som børsen ikke reflekterer.

At nedgangen i bransjen vil være varig på kort sikt er også noe vi har budsjettert med. Med grunnlag i strategisk innsikt mener vi derimot at en ny vekstperiode vil starte for bransjen i 2017. Dette henger sammen med en forventning til en ny global vekst i oljeinvesteringer i 2018, og store kontraktstildelinger knyttet til Johan Sverdrup feltet i 2016. Dette mener vi vil føre til økt aktivitet i markedet, og en bedring i tilbud - etterspørsel forholdet etter skip. Vekstperioden vil følgelig føre med seg høyere utnyttelsesgrader og priser. Dette vil videre føre til en økning i driftsinntekter, omløp og marginer. På lang sikt mener vi Farstad og bransjen vil kunne beholde en svak bransjefordel ettersom de er erfarne i markedet, og vurderes tilpasningsdyktige.

Når det gjelder vår estimerte fremtidige konkurrisiko kunne denne muligens vært satt høyere. Imidlertid mener vi estimatet vårt på konkurrisiko er rimelig ut fra vår totale analyse. Vi tror det er liten risiko for at Farstad vil gå konkurs, selv med en strategisk ulempe en periode fremover. Farstad har et midlertidig fortrinn i finansiell styrke, noe som vi mener vil være med på å redusere den kortsiktige konkurrisikoen. Selv om det midlertidige fortrinnet i finansiell styrke antas å forsvinne i løpet av vekstperioden, viser fremtidsregnskapet til en lav konkurrisiko også på lang sikt.

Med grunnlag i diskusjonen ovenfor tyder dette på at vi har vurdert fremtiden mer optimistisk enn markedet. Selv om avviket mellom vår estimerte aksjekurs og den reelle kan beskrives som ekstremt, mener vi at utarbeidelsen av fremtidsregnskapet bygger på rimelige

forutsetninger, tatt med grunnlag i strategisk og regnskapsbasert innsikt. Som følge av dette mener vi fremtidsregnskapet gir et troverdig bilde. Vi anbefaler derfor **kjøp**, ettersom vårt estimat tyder på at Farstadaksjen per 31.12.2014 er kraftig underpriset.

Fremskrivning av verdiestimat til 30.05.2015

For å se om aksjekursen til Farstad har blitt påvirket av tilgangen på ny informasjon i løpet av de siste fem månedene, vil vi fremskrive vårt verdiestimat til den 30. Mai 2015 og se om kjøpsanbefalingen fortsatt holder. En fremskrivning av estimatet finnes via formelen hentet fra Knivsflå (2015q).

$$\text{Verdiestimat}_{0+N} = (1 + \text{ekk}_1)^{\frac{N}{12}} * \text{Verdiestimat}_0 \pm \text{Betalt utbytte per aksje}$$

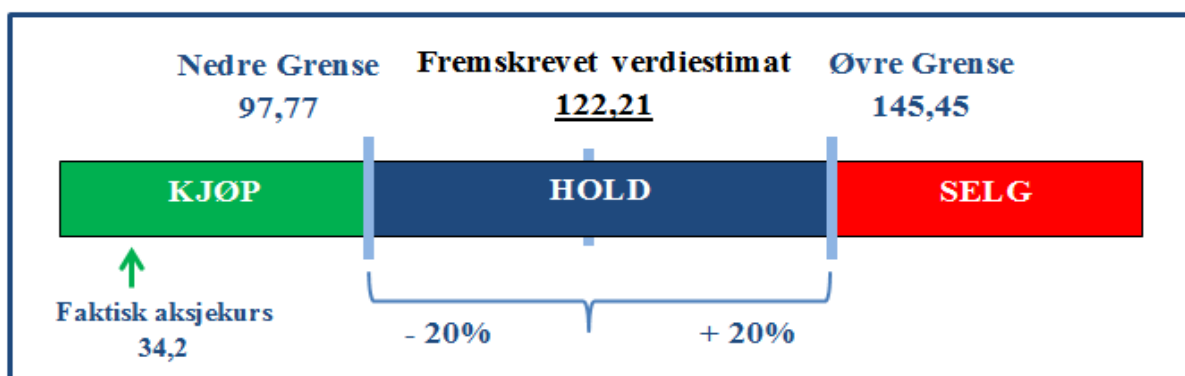
Hvor:

N = antall måneder estimatet flyttes frem i tid

ekk = egenkapitalkrav første år i budsjettperioden

Vi benytter det budsjetterte egenkapitalkravet for 2015, og fremskriver verdien på 120,88 NOK frem til 30. Mai 2015, som betyr at vi flytter frem estimatet fem måneder. Ved Farstads generalforsamling den 12. Mai ble et foreslått utbytte på 3 kroner per aksje godkjent jamfør Farstad shipping ASA (2015e), og vi velger derfor å medregne utbytte i det fremskrevne beløpet. Nedenfor beregnes det fremskrevne estimatet og settes inn i ny figur:

$$\text{Verdiestimat}_{30. \text{ Mai}} = (1 + 0,08805459)^{\frac{5}{12}} * 120,88 - 3 = 122,21$$



Figur 13.2 – Handlingsstrategi for fremskrevet estimat

Det fremskrevne verdiestimatet er beregnet til 122,21 NOK per aksje. Farstads faktiske aksjekurs den 30.05.2015 var 34,2 NOK. Pris/Bok forholdet på den faktiske aksjekursen 30.05.2015 er nå nede på 0,2, noe som tilsvarer en fremtidig strategisk ulempe på 80 % i forhold til bok. Som man ser er avviket blitt enda større, ettersom den negative trenden på Farstadaksjen har fortsatt etter 31.12.2014, og det er dermed ingen tvil om at kjøpsanbefalingen vår fortsatt holder.



Figur 13.3 - Kursutvikling etter verdsettelsestidspunktet Kilde: (Oslobørs.no, 2015b)

Konklusjon handlingsstrategi

Vår endelige konklusjon er at Farstads aksje per 31.12.2014 virker å være kraftig undervurdert, og vi anbefaler derfor kjøp. Denne anbefalingen holder også ved fremskriving av vårt verdiestimat da avviket er enda større. Aksjeverdien per 30.05.2015 reflekterer altså den fremtidige verdien vi har beregnet Farstad mindre enn aksjekursen den 31.12.2014. Ny tilgjengelig informasjon kan være årsaken, og den negative trenden for oljerelatert næring synes å fortsette.

13.3 Avsluttende kommentarer

Dersom vi skulle gjort noe annerledes i oppgaven med tanke på avgrensningene vi presenterte i kapittel 1.3, ville vi vurdert å foreta justeringer for målefeil i alle av bransjeutvalgets regnskaper. Da ville trolig regnskapene gitt ett enda mer rettviseende bilde på selskapenes økonomiske situasjon, og regnskapsanalysen kunne blitt enda mer troverdige. Vi kunne potensielt tatt for oss hvert av Farstad sine segmenter; AHTS, PSV og SUBSEA. Dette kunne gitt mer innsikt i hvilke segment som er mer lønnsomme enn andre. Avslutningsvis vil vi påpeke at selv om utredningen kunne gått enda dypere, mener vi at våre prioriteringer, forutsetninger og valg er både rimelige og fornuftige i forhold til tidsbegrensningene man står ovenfor ved utarbeiding av en masterutredning.

14. Bibliografi

Faglitteratur

- Berk, J. & DeMarzo, P., 2014. *Corporate Finance: The Core*. 3 red. Harlow: Pearson Education.
- Besanko, D., Dranove, D., Shanley, M. & Schaefer, S., 2013. *Economics of strategy*. 6 red. Hoboken, N.J: Wiley.
- Bodie, Z., Kane, A. & Marcus, A., 2014. *Investments*. 10 red. Berkshire: McGraw-Hill Education.
- Damodaran, A., 2012. *Investment Valuation: Tools and techniques for determining the value of any asset*. Third edition red. Hoboken, New Jersey: Wiley and Sons, Inc.
- Gjesdal, F., 2007. Praktisk økonomi og finans. *Regnskapsanalyse : Omgruppering av regnskapet for eierkontroll og verdsettelse*, Februar, pp. 3-17.
- Hill, C. & Jones, G., 2010. *Theory of strategic management*. 9 red. S.I: Cebgage Learning.
- Institute of chartered shipbrokers, 2011. *Offshore support industry*. s.I.: Witherby Seamanship International Ltd.
- Johnson, G. et al., 2014. *Exploring Strategy*. 10 red. Edingburgh Gate, UK: Pearson Education Limited.
- Kaldestad, Y. & Møller, B., 2011. *Verdivurdering, Teoretiske modeller og praktiske teknikker for å verdsette selskaper*. 1 red. Oslo: Den norske Revisorforening.
- Kavussanos, M. G., Marcoulis, S. N. & Arkoulis, A. G., 2002. Macroeconomic factors and international industry returns. *Applied Financial Economics* 12:12, pp. 923-931.
- Kavussanos, M., Juell-Skielse, A. & Forrest, M., 2003. International comparison of market risks across shipping-related industries. *Maritime Policy & Management: The flagship journal of international shipping and port research*, pp. 107-122.
- Koller, T., Goedhart, M. & Wessels, D., 2005. *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companys*. 4 red. New Jersey: McKinsey & Company.

Løwendahl, B. & Wentøp, F., 2010. *Grunnbok i Strategi*. 3 red. Oslo: Cappelen Akademiske Forlag.

Ringlund, G., Rosendahl, K. E. & Skjerpen, T., 2008. Does oilrig activity react to oil price changes? An empirical investigation. *Energy Economics*, 22 Juni, pp. 371-396.

Palepu, K., Healy, P. & Peek, E., 2013. *Business Analysis and Valuation: IFRS Edition*. 3 red. Andover: Cengage Learning.

Penman, S., 2010. *Financial Statement Analysis and Security Valuation*. 4 red. Boston: McGraw-Hill.

Penman, S. H., 2013. *Financial Statement Analysis and Security Valuation*. 5. red. New York: McGraw-Hill.

Porter, M., 1980. *Competitive Strategy: Techniques for analyzing industries and competitors*. New York: Free Press.

Porter, M., 1985. *Competitive advantage: Creating and sustaining superior performance*. New York: Free Press.

Stopford, M., 2009. *Maritime Economics*. 3 red. Oxon: Routledge.

Thoresen, O., 2008. *Markedspsykologi*. 1 red. Oslo: Hegnar Media.

Wærneryd, K., 2001. *Stock-Market Psychology: How people value and trade stocks*. 1 red. Cheltenham: Edward Elgar Publishing, Inc..

Forelesninger

Knivsflå, K. H., 2015a. BUS440 - Strategisk rekneskapsanalyse og verdsetjing. *Masteroppgave i fundamental verdivurdering*, Bergen, NHH, pp. 1-8.

Knivsflå, K. H., 2015b. BUS440 - Strategisk rekneskapsanalyse og verdsetjing. *Forelesningsplansje 3. Rekneskapsanalyse- Ramme og Trailing*, Bergen, NHH.

Knivsflå, K. H., 2015c. BUS440 - Strategisk rekneskapsanalyse og verdsetjing. *Forelesningsplansje 4. Omgruppering for analyse*, Bergen, NHH.

Knivsflå, K. H., 2015d. BUS440 - Strategisk rekneskapsanalyse og verdsetjing. *Forelesningsplansje 5. Omgruppering - Balanse og kontantstrøm*, Bergen, NHH.

Knivsflå, K. H., 2015e. BUS440 - Strategisk rekneskapsanalyse og verdsetjing. *Forelesningsplansje 6. Målefeil*, Bergen NHH,.

Knivsflå, K. H., 2015f. BUS440 - Strategisk rekneskapsanalyse og verdsetjing. *Forelesningsplansje 7. Justering av målefeil*, Bergen, NHH.

Knivsflå, K. H., 2015g. BUS440 - Strategisk rekneskapsanalyse og verdsetjing. *Forelesningsplansje 8. Kredittvurdering*, Bergen, NHH.

Knivsflå, K. H., 2015h. BUS440 - Strategisk rekneskapsanalyse og verdsetjing. *Forelesningsplansje 9. Avkastningskrav*, Bergen, NHH.

Knivsflå, K. H., 2015i. BUS440 - Strategisk rekneskapsanalyse og verdsetjing. *Forelesningsplansje 10. Strategisk rentabilitetsanalyse*, Bergen, NHH.

Knivsflå, K. H., 2015j. BUS440 - Strategisk rekneskapsanalyse og verdsetjing. *Forelesningsplansje 11. Strategisk driftsanalyse*, Bergen, NHH.

Knivsflå, K. H., 2015k. BUS440 - Strategisk rekneskapsanalyse og verdsetjing. *Forelesningsplansje 13. Framtidsregnskap*, Bergen, NHH.

Knivsflå, K. H., 2015l. BUS440 - Strategisk rekneskapsanalyse og verdsetjing. *Forelesningsplansje 14. Fremtidsregnskap andre budsjett drivere*, Bergen, NHH.

Knivsflå, K. H., 2015m. BUS440 - Strategisk rekneskapsanalyse og verdsetjing. *Forelesningsplansje 15. Fremtidskrav*, Bergen, NHH.

Knivsflå, K. H., 2015n. BUS440 - Strategisk rekneskapsanalyse og verdsetjing. *Forelesningsplansje 16. Egenkapitalmetoden*, Bergen, NHH.

Knivsflå, K. H., 2015o. BUS440 - Strategisk rekneskapsanalyse og verdsetjing. *Forelesningsplansje 17. SK-Metoden og Verdikonvergens*, Bergen, NHH.

Knivsflå, K. H., 2015o. BUS440 - Strategisk rekneskapsanalyse og verdsetjing. *Forelesningsplansje 17. SK-Metoden og Verdikonvergens*, Bergen, NHH.

Knivsflå, K. H., 2015p. BUS440 - Strategisk rekneskapsanalyse og verdsetjing. *Forelesningsplansje 18. Uvisse i verdiesimat*, Bergen, NHH.

Knivsflå, K. H., 2015q. BUS440 - Strategisk rekneskapsanalyse og verdsetjing. *Forelesningsplansje 20. Oppsummering - Eksamen og kursevaluering*, Bergen NHH.

Knivsflå, K. H., 2015r. BUS440 - Strategisk rekneskapsanalyse og verdsetjing. *Forelesningsplansje 21. Kompartiv verdivurdering*, Bergen, NHH.

Media

Dagens Næringsliv, 2014b. *Ser 40-tallet*. [Internett]

Available at: <http://www.dn.no/nyheter/finans/2014/12/16/2152/Oljemarkedet/ser-40tallet>
[Funnet 24 Februar 2015].

Dagens Næringsliv, 2014c. *Ordretørke på skipsverft*. [Internett]

Available at: <http://www.dn.no/nyheter/naringsliv/2014/10/03/2158/Uro-i-oljemarkedet/ordretrke-p-skipsverft>
[Funnet 20 Februar 2015].

Dagens Næringsliv, 2014d. *Norges bank kutter overaskende renten*. [Internett]

Available at: <http://www.dn.no/nyheter/finans/2014/12/11/1000/Rentemte/norges-bank-kutter-overraskende-renten>
[Funnet 24 Februar 2015].

Dagens Næringsliv, 2015a. *Kursras i Supply*. [Internett]

Available at: <http://www.dn.no/nyheter/naringsliv/2015/01/15/2150/Shipping/kursras-i-supply>
[Funnet 20 Januar 2015].

Dagens Næringsliv, 2015e. *Norge og sanksjonene*. [Internett]

Available at: <https://www.dn.no/meninger/debatt/2015/02/08/2052/Globalt/norge-og-sanksjonene>
[Funnet 18 Mars 2015].

Dagens Næringsliv, 2015f. *Børs og Marked - Farstad Shipping ASA*. [Internett]

Available at: <http://www.dn.no/finans/#/detaljer/FAR.OSE>
[Funnet 2 Juni 2015].

E24, 2015. *Rentekutt eller ikke? Uenige om hva olsen bør gjøre.* [Internett]

Available at: <http://e24.no/privat/penger/rentekutt-eller-ikke-uenige-om-hva-olsen-boer-gjoere/23392617>

[Funnet 25 Februar 2015].

Maritime.no, 2014a. *Neste årene blir begredelige.* [Internett]

Available at: <http://www.maritime.no/nyheter/neste-arene-blir-begredelige/>

[Funnet 4 Mars 2015].

Maritime.no, 2014b. *Riggsaksjonene rammer rederiene.* [Internett]

Available at: <http://www.maritime.no/nyheter/neste-arene-blir-begredelige/>

[Funnet 4 Mars 2015].

Maritime.no, 2014. *Dette trenger du å vite om nettolønnsordningen.* [Internett]

Available at: <http://www.maritime.no/nyheter/dette-trenger-du-a-vite-om-nettolonnsordningen/>

[Funnet 24 Februar 2015].

Maritimt Forum, 2012. *Utvikling av en konkurransedyktig nettolønnsordning.* [Internett]

Available at: <http://www.nhosjofart.no/getfile.php/Dokumenter/Nettolønnsordningen.pdf>

[Funnet 24 Februar 2015].

Maritimt Forum, 2014. *Maritim Verdiskapingsbok*, s.l.: Maritimt Forum.

Offshore.no, 2012. *Statoil satser milliarder på økt utvinning.* [Internett]

Available at: http://www.offshore.no/sak/34278_statoil_satser_milliarder_paa_oekt_utvinning

[Funnet 20 Februar 2015].

Offshore.no, 2015a. *Feltstatistikk på norsk sokkel.* [Internett]

Available at: <http://offshore.no/Prosjekter/norsk-sokkel-oversikt.aspx>

[Funnet 23 Februar 2015].

Offshore.no, 2015b. *Etterspørselen vil øke 37 prosent.* [Internett]

Available at: [http://offshore.no/sak/63285 - etterspoerselen vil oeke 37 prosent](http://offshore.no/sak/63285_-_etterspoerselen_vil_oeke_37_prosent)

[Funnet 4 Mars 2015].

Offshore.no, 2015c. *nå er oljeprisen halvert*. [Internett]

Available at: http://offshore.no/sak/62940_naa_er_oljeprisen_halvert_ekstrem_situasjon

[Funnet 12 Juni 2015].

Sunnsmørsposten, 2015. *Skandale gir utrygghet*. [Internett]

Available at: <http://www.smp.no/naeringsliv/article10637329.ece>

[Funnet 4 Mars 2015].

Sysla, 2014a. *Fem spørsmål du ikke våger å stille om oljeprisen*. [Internett]

Available at: <http://www.sysla.no/2014/12/19/oljeenergi/fem-sporsmal-du-ikke-vager-a-stille-om-oljeprisen/>

[Funnet 24 Februar 2015].

Sysla, 2014b. *OPEC kutter ikke i oljeproduksjonen*. [Internett]

Available at: <http://www.sysla.no/2014/11/27/oljeenergi/opec-kutter-ikke-i-oljeproduksjonen/>

[Funnet 24 Februar 2015].

Teknisk Ukeblad, 2014. *Her ser du hvorfor oljeprisen faller*. [Internett]

Available at: http://www.tu.no/petroleum/2014/12/11/her-ser-du-hvorfor-oljeprisen-faller?utm_source=newsletter-2014-12-11&utm_medium=email&utm_campaign=newsletter-evening

[Funnet 24 Februar 2015].

Offentlige kilder

European Commission, 2012. *Maritime Transport Strategy*. [Internett]

Available at:

http://ec.europa.eu/transport/themes/strategies/2018_maritime_transport_strategy_en.htm

[Funnet 24 Februar 2015].

European Commission, 2013. *Maritime - What do we want to achieve?*. [Internett]

Available at: http://ec.europa.eu/transport/modes/maritime/index_en.htm

[Funnet 24 Februar 2015].

Finansdepartementet, 2014. *Lovdata.no*. [Internett]

Available at: https://lovdata.no/dokument/NL/lov/1998-07-17-56/KAPITTEL_4#KAPITTEL_4

[Funnet 25 Mars 2015].

IEA, 2014a. *World Energy Investment Outlook*, Paris: International Energy Agency.

IEA, 2014b. *International Energy Agency - About renewable energy*. [Internett]

Available at: <http://www.iea.org/topics/renewables/>

[Funnet 24 Februar 2015].

MSCI, 2015. *msci.com*. [Internett]

Available at: <https://www.msci.com/acwi>

[Funnet 18 Mars 2015].

Norges Bank, 2015. *Styringsrenten*. [Internett]

Available at: <http://www.norges-bank.no/pengepolitikk/styringsrenten/>

[Funnet 4 Mars 2015].

Oslo Børs, 2015. *Farstad Shipping*. [Internett]

Available at: <http://www.oslobors.no/markedsaktivitet/#/details/FAR.OSE/overview>

[Funnet 4 Mars 2015].

Regjeringen, 2013a. *Politisk Plattform*, Oslo: Regjeringen.

Regjeringen, 2013b. *Arbeid trygger velferden*. [Internett]

Available at: <https://www.regjeringen.no/nb/aktuelt/arbeid-trygger-velferden/id714178/>

[Funnet 24 Februar 2015].

Regjeringen, 2013. *Politisk Plattform*, Oslo: Regjeringen.

Regjeringen, 2014. *Skatter, avgifter og toll 2015*. [Internett]

Available at: <http://www.statsbudsjettet.no/Statsbudsjettet-2015/Dokumenter-NY/Budsjettdokumenter/Skatte--avgifts/Prop-1-LS/Del-2-Narmere-om-de-enkelte-forslagene/3-Direkte-skatt-for-personer>

[Funnet 24 Februar 2015].

Regjeringen, 2015. *Satsing på klima og miljøvennlig kystfart*. [Internett]

Available at: <https://www.regjeringen.no/nb/aktuelt/satsing-pa-klima-og-miljovennlig-kystfart/id2361127/>

[Funnet 20 Februar 2015].

Statoil.com, 2014. *Statoil åpner nytt forskningscenter- En milepæl for økt oljeutvinning*.

[Internett]

Available at:

<http://www.statoil.com/no/NewsAndMedia/News/2014/Pages/IORJune2014.aspx>

[Funnet 20 Februar 2015].

Stortinget, 2014. *Stortingsmøte*. [Internett]

Available at: [https://www.stortinget.no/no/Saker-og-](https://www.stortinget.no/no/Saker-og-publikasjoner/Publikasjoner/Referater/Stortinget/2014-2015/141211/3/)

[publikasjoner/Publikasjoner/Referater/Stortinget/2014-2015/141211/3/](https://www.stortinget.no/no/Saker-og-publikasjoner/Publikasjoner/Referater/Stortinget/2014-2015/141211/3/)

[Funnet 24 Februar 2015].

Rapporter & selskapsinformasjon

Clarkson Capital Markets, 2012. *Overview of the Offshore Supply Vessel Industry*, s.l.:

Clarkson Capital Markets.

DOF ASA, 2008. *Årsrapport*, Storebø: DOF ASA.

DOF ASA, 2009. *Årsrapport*, Storebø: DOF ASA.

DOF ASA, 2010. *Årsrapport*, Storebø: DOF ASA.

DOF ASA, 2011. *Årsrapport*, Storebø: DOF ASA.

DOF ASA, 2012. *Årsrapport*, Storebø: DOF ASA.

DOF ASA, 2013. *Årsrapport*, Storebø: DOF ASA.

DOF ASA, 2014. *Årsrapport*, Storebø: DOF ASA.

Farstad Shipping ASA, 2014a. *Presentation - August 19th 2014*, Ålesund: Farstad Shipping ASA.

Farstad Shipping ASA, 2014. *Virksomhetsrapport - 2013*, Ålesund: Farstad Shipping ASA.

Farstad Shipping ASA, 2015a. *Kvartalsrapport 4-2014*, Ålesund: Farstad Shipping ASA.

Farstad Shipping ASA, 2015b. *Presentasjon av 4-kvartal 2014*, Ålesund: Farstad Shipping ASA.

Farstad Shipping ASA, 2015. *Virksomhetsrapport - 2014*, Ålesund: Farstad Shipping ASA.

Farstad.com, 2015. *Selskapet vårt - Historien*. [Internett]

Available at: <https://www.farstad.com/virksomheten/selskapet-vart/historien>

[Funnet 23 Februar 2015].

Havila Shipping ASA, 2008. *Årsrapport*, Fosnavåg: Havila Shipping ASA.

Havila Shipping ASA, 2009. *Årsrapport*, Fosnavåg: Havila Shipping ASA.

Havila Shipping ASA, 2010. *Årsrapport*, Fosnavåg: Havila Shipping ASA.

Havila Shipping ASA, 2011. *Årsrapport*, Fosnavåg: Havila Shipping ASA.

Havila Shipping ASA, 2012. *Årsrapport*, Fosnavåg: Havila Shipping ASA.

Havila Shipping ASA, 2013. *Årsrapport*, Fosnavåg: Havila Shipping ASA.

Havila Shipping ASA, 2014. *Årsrapport*, Fosnavåg: Havila Shipping ASA.

Menon Business Economics, 2012. *Samhandling i og mellom klynger - evaluering av seks NCE-prosjekter*, Oslo: Menon Business Economics.

Norges Rederiforbund, 2009. *Årsrapport*, Oslo: Norges Rederiforbund.

Norges Rederiforbund, 2013. *Forslag om å redusere formueskatt fra Høyre*. [Internett]

Available at:

[http://www.rederi.no/nrweb/cms.nsf/\\$all/6BBB0CC36B313E97C1257B10003C61E7](http://www.rederi.no/nrweb/cms.nsf/$all/6BBB0CC36B313E97C1257B10003C61E7)

[Funnet 24 Februar 2015].

Norges Rederiforbund, 2014a. *Konjunkturrapport*, Oslo: Norges Rederiforbund.

Norges Rederiforbund, 2014b. *Norske offshorerederier - Skaper verdier lokalt, vinner globalt*, Oslo: Norges Rederiforbund.

Norges Rederiforbund, 2014. *Konjunkturrapport*, Oslo: Norges Rederiforbund.

Norges Rederiforbund, 2014. *Norske offshorerederier - Skaper verdier lokalt, vinner globalt*, Oslo: Norges Rederiforbund.

Norsk Industri, 2015. *Konjunkturrapport*, Oslo: Norsk Industri.

RS Platou, 2015. *The Platou Report 2015*, Oslo: RS Platou.

Solstad Offshore ASA, 2008. *Årsrapport*, Skudeneshavn: Solstad Offshore ASA.

Solstad Offshore ASA, 2009. *Årsrapport*, Skudeneshavn: Solstad Offshore ASA.

Solstad Offshore ASA, 2010. *Årsrapport*, Skudeneshavn: Solstad Offshore ASA.

Solstad Offshore ASA, 2011. *Årsrapport*, Skudeneshavn: Solstad Offshore ASA.

Solstad Offshore ASA, 2012. *Årsrapport*, Skudeneshavn: Solstad Offshore ASA.

Solstad Offshore ASA, 2013. *Årsrapport*, Skudeneshavn: Solstad Offshore ASA.

Solstad Offshore ASA, 2014. *Årsrapport*, Skudeneshavn: Solstad Offshore ASA.

15 Figuroversikt

1.1 – Struktur del 1	11
1.2 – Struktur del 2	11
1.3 – Struktur del 3	11
2.1 – Flåteoversikt	13
2.2 – Aksjeutvikling Farstad Shipping ASA	14
2.3 – De største offshoreservice aktørene i verden	15
2.4 – Nybygg for AHTS og PSV	17
2.5 – Vekst i verdensflåten for AHTS og PSV	18
2.6 – Aktørene i Nordvest-Europa	19
2.7 – Aktørene i Brasil	20
2.8 – Aktørene i Australia/Asia	20
2.9 – Historisk utvikling i oljeprisen	23
2.10 – Globale olje- og gassinvesteringer	24
2.11 – Oljeservicemarkedet i Norge	24
2.12 – Verdensbankens anslag for realvekst 2012-2017	25
2.13 – Styringsrenten	26
2.14 – Historisk utvikling for fraktratene i Nordsjøen	27
2.15 – Historisk utvikling for fraktratene i Nordsjøen - Spotmarkedet	27
2.16 – Aksjeutvikling for bransjeutvalget	31
2.17 – Kapitalstruktur for bransjeutvalget	32
2.18 – Flåteoversikt for bransjeutvalget	32
2.19 – Nybyggaktivitet for bransjeutvalget	33
2.20 – Flåteoversikt for Farstad og bransjeutvalget 2015-2016	34
3.1 – Livssyklusens fem faser	37
3.2 – Rammeverk for fundamental verdivurdering	38
4.1 – Strategisk analyse	39

4.2 – SWOT-analyse	54
4.3 – Bransjefordel, ressursfordel og strategisk driftsfordel til fremtidsregnskapet	55
5.1 – Rammeverk for regnskapsanalyse	57
5.2 – Rammeverk for forholdstallanalyse	71
6.1 – Likviditetsgrad 1	73
6.2 – Likviditetsgrad 2	73
6.3 – Finansiell gjeldsdekningsgrad	74
6.4 – Rentedekningsgrad	75
6.5 – Egenkapitalandel	77
6.6 – Netto driftsrentabilitet	78
7.1 – Avkastning Farstad mot ACWI	83
8.1 – Egenkapitalrentabilitet	90
8.2 – Driftsrentabilitet	92
8.3 – Trendanalyse Farstad og Bransjen	95
9.1 – Rammeverk for fremtidsregnskap	100
9.2 – Driftsinntektsvekst 2009-2028	102
9.3 – Omløpet til netto driftseiendeler 2009-2028	103
9.4 – Netto driftsmargin 2009-2028	104
9.5 – Netto finansiell gjeld 2009-2028	106
10.1 – Utvikling i risikofri rente etter skatt fra 2015 til 2028	110
10.2 – Utvikling i markedets risikopremie 2015 til 2028	111
10.3 – Fremtidig strategisk fordel	115
10.4 – Fremtidig strategisk driftsfordel	116
11.1 – Rammeverk for fundamental verdivurdering	118
11.2 – Konvergering av verdiestimat	123
11.3 – Monte Carlo simulering	127
11.4 – Tornadoanalyse	128

11.5 – Variasjonsanalyse.....	129
13.1 – Handlingsstrategi.....	141
13.2 – Handlingsstrategi for fremskrevet estimat	143
13.3 – Kursutvikling etter verdsettelsestidspunktet	144

16 Tabelloversikt

2.1 – Verdijustert gjennomsnittsalder på flåtene i bransjeutvalget	33
2.2 – Kontraktsdekning for bransjeutvalget	33
2.3 – Antall år i bransjen	35
4.1 – Oppsummering av porters fem krefter	50
4.2 – VRIO oppsummering	53
5.1 – Resultatregnskap Farstad Shipping ASA 2008-2014.....	59
5.2 – Endring i EK – Farstad Shipping ASA	59
5.3 – Balanseoppstilling Farstad Shipping ASA.....	60
5.4 – Steg 1: Identifisering av fullstendig nettoresultat til EK	62
5.5 – Steg 2: Fordeling av fullstendig netto driftsresultat	62
5.6 – Steg 2: Fordeling av fullstendig netto finansresultat.....	62
5.7 – Steg 3: Normale og unormale driftsposter	63
5.8 – Steg 3: Normale og unormale finansposter	64
5.9 – Steg 3: Normale og unormale skattepoter	64
5.10 – Steg 4: Beregning av unormal driftsskattesats	65
5.11 – Steg 4: Fordeling av skattekostnad.....	66
5.12 – Steg 2: Drift og finans i totalbalansen.....	66
5.13 – Steg 3: Fra totalkapital til sysselsatt kapital	67
5.14 – Steg 4: Fra sysselsatt kapital til netto drift	67
5.15 – Omgruppert resultatregnskap	70
5.16 – Omgruppert balanseoppstilling	70
6.1 – Kontantstrømanalyse.....	76
6.2 – Statisk finansieringsmatrise for Farstad	79
6.3 – Statisk finansieringsmatrise for Farstad i prosent	79
6.4 – Statisk finansieringsmatrise for bransjeutvalget i prosent.....	79
6.5 – Syntetisk rating av Farstad 2009-2014.....	80

7.1 – Risikofri rente.....	82
7.2 – Regresjonsstatistikk.....	83
7.3 – Historisk avkastningskrav	85
7.4 – Implisitt finansiell gjeldsbeta	85
7.5 – Finansiell eiendelsbeta	86
7.6 – Beta til netto finansiell gjeld	86
7.7 – Netto driftsbeta	87
7.8 – Egenkapitalkrav.....	87
7.9 – Finansielt gjeldskrav	87
7.10 – Finansielt eiendelskrav.....	88
7.11 – Krav til netto finansiell gjeld.....	88
7.12 – Krav til netto driftskapital (WACC).....	89
8.1 – Analyse av superrentabilitet.....	90
8.2 – Dekomponering av netto driftsrentabilitet i bransje, ressurs og gearing.....	92
8.3 – Marginfordel.....	93
8.4 – Omløpsfordel.....	93
8.5 – Common size resultatanalyse Farstad	94
8.6 – Common size resultatanalyse Bransjen.....	94
8.7 – Finansieringsfordel.....	97
8.8 – Finansieringsfordel finansielle gjeld	97
8.9 – Finansieringsfordel finansiell eiendeler	98
8.10 – Dekomponering av strategisk fordel	99
9.1 – Fremtidsregnskap	107
9.2 – Fremtidsbalanseoppstilling.....	107
9.3 – Fremtidskontantstrømoppstilling	107
10.1 – Syntetisk fremtidsrating	111
10.2 – Beregning av finansiell eiendelsbeta.....	112

10.3 – Beregning av finansiell gjeldsbeta	112
10.4 – Beregning av netto finansiell gjeldsbeta	112
10.5 – Beregning av netto driftsbeta	113
10.6 – Beregning av egenkapitalkrav	113
10.7 – Beregning av finansielt gjeldskrav	113
10.8 – Beregning av finansielt eiendelskrav	114
10.9 – Beregning av netto finansielt gjeldskrav	114
10.10 – Beregning av netto driftskrav (WACC)	114
10.11 – Fremtidig strategisk fordel	117
11.1 – Fri kontantstrøm til egenkapitalmodellen	119
11.2 – Superprofitt til egenkapitalmodellen	120
11.3 – Fri kontantstrøm til drift modellen	121
11.4 – Superprofitt til drift modellen	122
11.5 – Første verdierestimert fra EK- og SK- metodene	122
11.6 – Endelig verdierestimert etter konvergering	123
11.7 – Forutsetninger for driftsinntektsveksten.....	126
11.8 – Forutsetninger for netto driftsmargin	126
11.9 – Forutsetninger for omløpet til netto driftseiendeler	126
11.10 – Forutsetninger for andre usikre variabler	126
11.11 – Justering for konkurserisiko og ny pris per aksje	130
12.1 – Beregning av Pris/Bok multiplikator.....	132
12.2 – Beregning av Pris/Fortjeneste multiplikator	133
12.3 – Komparativ verdivurdering	134
12.4 – Endelig verdierestimert Farstad	134