

Verdsettelse av Deep Sea Supply

**Grunde Birkeland og
Simen Thomasgård**

Veileder

Leif Atle Beisland

Masteroppgaven er gjennomført som ledd i utdanningen ved Universitetet i Agder og er godkjent som del av denne utdanningen. Denne godkjenningen innebærer ikke at universitetet inntår for de metoder som er anvendt og de konklusjoner som er trukket.

Universitetet i Agder, 2011

Fakultet for Økonomi

Institutt for Økonomi



DEEP SEA SUPPLY

© Simen Thomasgård og Grunde Birkeland

2011

Verdsettelse av Deep Sea Supply Plc

IV

Forord

Denne oppgaven er skrevet som siste ledd i masterstudiet i økonomi ved Handelshøyskolen i Kristiansand. Oppgaven tar for seg en strategisk regnskapsanalyse og verdsettelse av det børsnoterte offshore selskapet Deep Sea Supply Plc. Oppgaven er skrevet på bakgrunn av en fordypning i finansiell økonomi og internasjonal strategi og ledelse.

Ettersom vi innehar ulik kompetanse i form av forskjellige spesialiseringer, var det mange mulige temaer vi kunne fordypet oss i. Etter en gjennomgang av vår faglige sammensetning og interesser ble vi enige om temaet selskapsverdsettelse. Vi var enige om at en verdsettelse ville gi oss mulighet til å kombinere begge kompetanse på en god måte, samt utfordre oss både organisatorisk- og regnskapsmessig. Samtidig har vi begge gjennomgått kurset BE-414-1 Financial Statement Analysis and Equity Valuation, som verdsettelsen vil basere seg på.

Når vi så skulle velge oss en bedrift ble vi enige om å verdsette et børsnotert selskap. Gjennom vår studietid har vi hatt muligheten til å bli kjent med flere bedrifter, og vi vil benytte muligheten til å takke universitetet for å ha skapt en maritim interesse hos oss begge. Særlig fagene Maritime Economics, og International Strategy har bidratt til å øke interessen for offshore relatert virksomhet. Det var viktig for oss å finne et selskap vi kunne samarbeide med, og gjennom gode kontakter kom vi i kontakt med Deep Sea Supply. Vi vil rette en stor takk til selskapet som har vært svært samarbeidsvillige gjennom hele prosessen.

Utredningen av masteroppgaven har vært en svært lærerik prosess, som har gitt oss en mye større innsikt i hvordan kan implementere opptjent kunnskap særlig i strategi- og regnskapsanalysen. Samarbeidet oss i mellom har gått svært bra, lange arbeidsøkter og faglige diskusjoner har bidratt til å øke begge kompetanse, samt få det beste ut av våre evner.

Oppgaven ville ikke blitt den samme uten faglige støttespillere. Vi vil rette en stor takk til vår veileder, førsteamanuensis Leif Atle Beisland for sin tilgjengelighet, raske tilbakemeldinger og gode innspill.

Kristiansand, juni 2011

Simen Thomasgård

Grunde Birkeland

Sammendrag

Gjennom en strategisk regnskapsanalyse og verdsettelse av Deep Sea Supply har vi i denne oppgaven kombinert offentlig informasjon med førstehåndsinformasjon fra selskapet som har vært svært samarbeidsvillige i denne prosessen. Vi har verdsatt selskapet basert på utsiktene for de fire kommende år.

Innledningsvis har vi presentert bransjen og selskapet, samt gitt en innføring i markedet for offshore supply virksomhet. Videre følger en presentasjon av generell verdsettelsesteori, hvorpå vi har tatt våre valg vedrørende metode for verdsettelsen.

Valget falt på en fundamental verdsettelse, noe som tar oss videre til en strategisk analyse av selskap og konkurransefaktorer i markedet. Neste steg i oppgaven er utarbeidelse av avkastningskrav som vi har benyttet i regnskapsanalysen hvor vi omgrupperer regnskapet til å passe et investorperspektiv. Vi utformer videre et fremtidsregnskap basert på det omgrupperte regnskapet og den strategiske analysen som vi legger til grunn for den fundamentale verdsettelsen.

Ved hjelp av ReOI modellen kommer vi frem til et verdierestimert på 46,15 kroner, noe som er et stort avvik i forhold til aksjekursen i dag. Årsakene til dette kommer vi nærmere inn på i handlingstrategien mot slutten av oppgaven. Vi kommer frem til en sterk kjøpsanbefaling på aksjen, men har også kommet med reservasjoner i form av en sensitivitetsanalyse som viser at aksjekursen er særlig sensitiv til endringer i elementer av WACC.

Innholdsfortegnelse

1	Innledning	1
1.1	Målsetting.....	1
1.2	Avgrensning	1
1.3	Struktur i oppgaven.....	2
2	Deep Sea Supply – introduksjon	4
2.1	Visjon.....	4
2.2	Eierstruktur.....	5
2.2.1	Utflagging	6
2.3	Bransjedefinisjon	7
2.4	Flåteoversikt	8
2.5	Markedsdrivere.....	11
2.5.1	Drivkreftene bak tilbud og etterspørsel i markedet	12
2.5.2	Ratepris og utnyttelse	13
2.5.3	Konkurrenter	14
2.5.4	Nye markeder.....	15
2.5.5	Utfordringer ved nye markeder	17
3	Verdsettelsesteori.....	20
3.1	Introduksjon.....	20
	Verdsettelsesmodeller.....	23
3.1.1	Fundamental verdsettelse.....	23
3.1.2	Balansebaserte metoder	25
3.1.3	Inntjeningsbaserte metoder	26
3.2	Komparativ verdsettelse.....	38
3.2.1	Price/Earnings	38
3.2.2	Price/Book.....	40

3.2.3	Kritikk mot komparativ verdsettelse	40
3.3	Opsjonsbasert verdsettelse	43
3.4	Drøftelse av verdsettelsesmetoder	44
3.4.1	Residual Income - modellen	44
3.4.2	Discounted Cashflow	45
3.4.3	Dividend Discount Model.....	46
3.4.4	Adjusted Present Value.....	46
3.4.5	Residual Income eller Discounted Cash Flow?.....	47
3.5	Valg av verdsettelsesmodell.....	48
4	Strategisk analyse	49
4.1	Ekstern analyse	51
4.1.1	Konkurransenivå i bransjen	52
4.1.2	Potensielle Inntrengere	53
4.1.3	Kunder.....	55
4.1.4	Leverandører	56
4.1.5	Substitutter	58
4.1.6	Oppsummering fem krefter	59
4.2	Internanalyse.....	60
4.3	VRIO	62
4.3.1	Fysiske ressurser.....	64
4.3.2	Menneskelige ressurser.....	65
4.3.3	Finansielle ressurser	67
4.3.4	Organisatoriske ressurser	67
4.3.5	Oppsummering VRIO.....	69
4.3.6	Oppsummering av SWOT.....	69
5	Avkastningskrav	70
5.1	Risikofri rente	70

5.2	Risiko og forretningsbeta	71
5.3	Markedets risikopremie.....	73
5.4	Capital Asset Pricing Model (CAPM)	75
5.5	Weighted Average Cost of Capital (WACC)	76
6	Regnskapsanalyse.....	78
6.1	Nøkkeltall.....	78
6.1.1	Profittmargin	79
6.1.2	Asset turnover	79
6.1.3	Avkastning på netto operasjonelle eiendeler	80
6.1.4	Financial leverage.....	80
6.1.5	Net borrowing cost	81
6.1.6	Spread	81
6.1.7	ROCE.....	82
6.2	Omgruppering.....	83
6.2.1	Omgruppering av egenkapitaloppstillingen.....	84
6.2.2	Omgruppering av resultatregnskap.....	85
6.2.3	Omgruppering av balansen	85
6.3	Fremtidsregnskap.....	88
6.3.1	Administrative kostnader	90
6.3.2	Andre inntekter.....	91
6.3.3	Avskrivninger.....	91
6.3.4	Finansinntekter	92
6.3.5	Finanskostnader.....	92
6.3.6	Fremtidsregnskap	92
6.3.7	Fremtidsbalanse basert på omgruppert balanse (2011-2014)	93
7	Verdsettelse	96
7.1	Verdsettelse basert på Residual Operating Income modellen	96

7.2	Supplerende verdsettelse – Substansverdimetoden	97
7.3	Sensitivitetsanalyse	100
7.4	Handlingsstrategi	102
8	Litteraturliste	104
9	Vedlegg	107

Figurliste

liFigur 1.	Oversikt over eierstruktur	5
Figur 2.	Eierstruktur.....	7
Figur 3.	kontraktoversikt skipsflåte	10
Figur 4.	Utviklingen i oljeprisen de siste 5 år, kilde dn.no	11
Figur 5.	Kontantstrømmer i shippingbransjen.....	12
Figur 6.	Dagrate-utvikling. Kilde ods-petrodata	13
Figur 7.	AHTS aktører. Kilde: Farstad Shipping.....	14
Figur 8.	Oversikt over verdensflåten	15
Figur 9.	AHTS utvikling nord-vest Europa vs resten av verden	15
Figur 10.	Muligheter når du går inn i nye markeder, kilde M.Peng.....	16
Figur 11.	Nye markedsmuligheter for DESSC, kilde: Årsrapport 2009.....	17
Figur 12.	Veien fra Finansregnskap til verdsettelse, Kilde: (Boye and Meyer 1998).....	22
Figur 13.	De ulike metodene for verdsettelse, Penman, egen oversettelse.....	24
Figur 14.	Fra innsamling til handling, Damadoran	50
Figur 15.	Porters fem krefter.....	51
Figur 16.	Oppsummering 5-krefter.....	59
Figur 17.	VRIO-modellen. Kilde: (Barney 1991) egen oversettelse.....	62
Figur 18.	Sammenhengen mellom ressurser og ressursutnyttelse.....	64
Figur 19.	Utviklingen i driftsinntekter for DESSC.	67
Figur 20.	VRIO analyse – oppsummert.	68
Figur 21.	Five forces analyse oppsummert i et SWOT rammeverk	69
Figur 22.	Yield-kurver - Renter på statsobligasjoner - årsgjennomsnitt	71
Figur 23.	Regresjonsanalyse	72
Figur 24.	Sluttkurs DESSC sammenlignet med OSEBX	73
Figur 25.	Sammenhengen mellom nøkkeltallsanalysene, (Penman, 2007)	78
Figur 26.	Aksjekursutvikling DESSC.....	102

Tabelloversikt

Tabell 1.	Flåteoversikt per 30.05.2011.....	9
Tabell 2.	Kulturelle forskjeller, kilde: Geert Hofstede.....	18
Tabell 3.	Gjeldskostnads-beregning.....	77
Tabell 4.	PM - historisk.....	79
Tabell 5.	PM - estimert.....	79
Tabell 6.	ATO - historisk.....	79
Tabell 7.	ATO - estimert	80
Tabell 8.	RNOA - historisk.....	80
Tabell 9.	RNOA – estimert.....	80
Tabell 10.	FLEV - historisk.....	81
Tabell 11.	FLEV - estimert.....	81
Tabell 12.	Capitalization Ratio	81
Tabell 13.	NBC - historisk.....	81
Tabell 14.	SPREAD - historisk.....	82
Tabell 15.	ROCE - historisk	82
Tabell 16.	ROCE - estimert	82
Tabell 17.	Omgruppert egenkapitaloppstilling.....	84
Tabell 18.	Omgruppert resultatregnskap	85
Tabell 19.	Omgruppert balanse.....	87
Tabell 20.	Fremtidige fraktinntekter og driftskostnader	89
Tabell 21.	Vekst i fraktinntekter og driftskostnader	90
Tabell 22.	Administrative kostnader	90
Tabell 23.	Avskrivninger.....	91
Tabell 24.	Finanskostnader.....	92
Tabell 25.	Fremtidsregnskap	93
Tabell 26.	Fremtidsbalanse.....	94
Tabell 27.	ReOI verdsettelse	97
Tabell 28.	Markedsverdi på flåten	98
Tabell 29.	Substansverdideregning	99
Tabell 30.	Sensitivitetsanalyse.....	100

1 Innledning

Siden Deep Sea Supply Plc (heretter kalt DESSC) ble notert på Oslo Børs i desember 2006 til en sluttkurs første dag på 18,50 NOK steg aksjen til en all-time high på 27,50 i 2007 til et historisk bunnivå på 5,53 i 2009. Fra bunn og til nå har aksjekursen stort sett variert mellom 10-12 NOK.

Vår oppgave vil undersøke om aksjen er korrekt prisen på Oslo Børs per 09.mai 2011

1.1 Målsetting

Basert på vår problemstilling er vår målsetting å komme frem til et best mulig estimat på selskapets egenkapitalverdi pr. utestående aksje for Deep Sea Supply Plc. Vi vil så gi en vurdering av vårt estimat, samt gi en anbefaling om kjøp, salg eller hold av aksjen til potensielle- og eksisterende investorer.

1.2 Avgrensning

Vi har i utarbeidelse av omgruppert fremtidsbalanse og fremtidsregnskap valgt å estimere de neste fire år, dette er en mindre horisont enn hva som er normalt å benytte. Begrunnelsen for dette er at vi har basert estimatene på forventninger og faktiske tall vi har mottatt fra DESSC. Gitt at markedet blir slik de forventer vil dette gi stor nøyaktighet i våre beregninger. Samtidig er det viktig å påpeke at dette er selskapets egne forventninger, noe som ikke vil gi samme objektivitet som en selskapsanalyse utført av en ekstern aktør. Vi har i denne prosessen vært i møte med DESSC flere ganger, vi har også innhentet analyser fra andre markedsaktører og forhørt oss med analytikere. Summen av de forventninger vi har innhentet gjorde at vi føler disse estimatene vil gi en høyere grad av nøyaktighet enn om vi selv skulle estimere dette kun basert på egne forventninger.

I selve verdsettelsen har vi benyttet oss av fundamental metode. Vi har ikke brukt mye tid på å gjennomgå opsjonsbasert verdsettelse, da dette ikke er vanlig praksis blant analytikere som verdsetter offshore supply selskaper, samtidig som vi hadde gode verdivurderinger av skip, samt nøyaktige ratetall.

Vi har supplert verdsettelsen med en komparativ verdsettelse, argumentasjonen for dette finnes i kapittel 3.

1.3 Struktur i oppgaven

Utredelsen er hovedsaklig basert på faget Financial Statement Analysis and Equity Valuation da hovedvekten av oppgaven baserer seg på teori presentert i faget.

Vi har innledet oppgaven med en omfattende beskrivelse av selskapet og bransjen. Dette er gjort for å gi leseren en innføring i selskapets virksomhet og markedssituasjon, forhåpentligvis på en slik måte at de valg vi senere tar vil være enklere å forstå. De begreper og terminologier vi har benyttet, har vi forsøkt og forklare slik at oppgaven blir lettere forståelig. Likevel vil nok oppgaven bære preg av å være skrevet av og for økonomer.

Oppgaven består hovedsakelig av tre hoveddeler. I del en inngår presentasjonen av selskap og marked, samt verdsettelsesteori og valg av verdsettelsesmetode.

I oppgavens andre del foretar vi en strategisk analyse av selskapet. Vi undersøker om det finnes grunnlag for varig superprofitt, og ser på selskapets vekstmuligheter. Vi vil her benytte en intern- og eksternanalyse av selskapet som vi oppsummerer i et SWOT-rammeverk.

Den siste delen av oppgaven består av selve verdsettelsen, samt alle de nødvendige beregninger som må være på plass for komme frem til et endelig kursmål. I tillegg har vi i denne delen gjennomført en lønnsomhetsanalyse, og avslutter verdsettelsesprosessen med en sensitivitetsanalyse for å se på usikkerhetsmomentene ved det endelige anslaget.



2 Deep Sea Supply – introduksjon

Oversikt: Deep Sea Supply (heretter kalt DESSC) er et offshore supply selskap som eier og opererer 22 supplyfartøy, i tillegg til 4 som er i bestilling. Flåten opererer i dag i Nordsjøen, Vest-Afrika, Middelhavet, nordøst Asia og i Brasil.

Selskapet ble først etablert av Jon B. Skabo og Klaus Tollefsen i 2004, med formål å bygge opp en offshore supply virksomhet. Kontorer ble etablert i Arendal, hvor hovedkontoret ligger den dag i dag. Det var liten aktivitet i selskapet før forhandlinger med Tidewater startet i 2005. Deep Sea Supply ASA ble etablert, og i juli 2005 overtok selskapet seks ankerhåndteringsfartøyer fra amerikanske Tidewater. Disse var av en størrelse og design som gjorde dem svært godt tilpasset operasjoner i blant annet Nordsjøen (15.000BHP-AHTS). Notering på Oslo Børs fulgte i september samme år.

På våren 2006 signerte selskapet en kontrakt med Sea Tankers Management Ltd. som innebar overtakelse av 22 nybyggingskontrakter til en pris av 394 millioner USD fra tre forskjellige verft i Asia. Det kan nevnes at Hemen Holding Ltd med John Fredriksen i spissen og tilknyttede selskaper ble rederiets største aksjonær med 23 % eierandel, og før årets utløp var denne andelen økt til i underkant av 35 %. De er pr. dags dato fortsatt den største aksjonæren i selskapet.

Den 7. november 2006 ble Deep Sea Supply PLC etablert på Kypros. Styret i Deep Sea Supply ASA vedtok at en kypriotisk skattemodell ville medføre mer stabilitet, forutsigbarhet og konkurransedyktighet over tid. I løp av noen måneder ble da det kypriotiske selskapet eier av hele Deep Sea Supply ASA.

2.1 Visjon

Selskapet ønsker å bli et av de ledende skipseiende og operative offshore supplyrederiene på global basis. Når det gjelder charterprofil for de ulike fartøyene, sikter Deep Sea seg inn på å oppnå og opprettholde hovedfokus på spotmarkedet, samt mellomlange kontrakter for de største AHTSene, og mellomlange til lange kontrakter for de mindre AHTSene og PSVene.

Videre er målene å kunne møte et stadig mer krevende marked med moderne og avanserte offshorefartøyer.

Deep Sea Supply Plc er registrert på Kypros og består av fire ansatte. Selskapet har som funksjon å eie aksjer i datterselskap, samt være ansvarlige for konsernregnskapet. Av norske datterselskap finner vi Deep Sea Supply ASA som tidligere var morselskap i konsernet, DESS Shipowning som eier skipene, og DESS Management som står for operativ drift og hvor den øverste ledelsen sitter. De kypriotiske datterselskapene eier diverse skip og er delt i to, hvor det ene eier AHTSer og det andre PSVer.

2.2 Eierstruktur

	Citizen	No. of shares	%
HEMEN HOLDING LIMITED	CYP	44 583 853	35,14%
SKAGEN KON-TIKI	NOR	11 096 000	8,75%
PERESTROIKA AS	NOR	6 350 000	5,01%
SVENSKA HANDELSBANKEN	SWE	3 924 177	3,09%
DNB NOR MARKETS	NOR	3 083 188	2,43%
ORKLA ASA	NOR	3 076 935	2,43%
VARMA MUTUAL PENSION INSURANCE	GBR	2 987 725	2,36%
KLP AKSJE NORDEN VPF	NOR	1 700 000	1,34%
UTHALDEN A/S	NOR	1 500 000	1,18%
TERRA SPAR	NOR	1 280 000	1,01%
UBS AG	GBR	1 000 000	0,79%
VERDIPAPIRFONDET HANDELSBANKEN	NOR	900 000	0,71%
CENTRA INVEST AS	NOR	900 000	0,71%
JPMORGAN CHASE BANK	GBR	754 200	0,59%
DNB NOR SMB	NOR	750 000	0,59%
TD AMERITRADE CLEARING INC	USA	741 752	0,58%
JPMORGAN CHASE BANK	GBR	683 124	0,54%
MP PENSJON PK	NOR	658 800	0,52%
CITIBANK N.A.	USA	627 945	0,49%
SG NANTES	NOR	625 000	0,49%
Total 20 largest shareholders:		87 222 699	68,75%
Total other shareholders:		39 641 161	31,25%
Total number of shares:		126 863 860	100,00%

Figur 1. Oversikt over eierstruktur

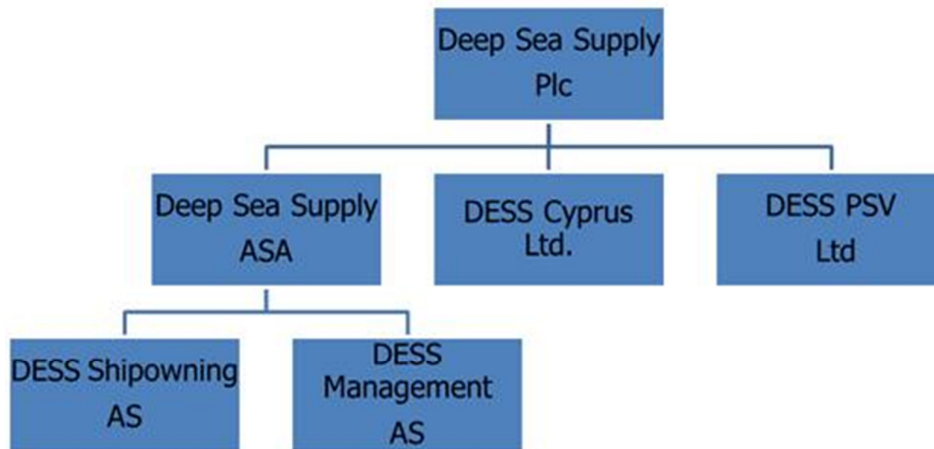
J. Fredriksens Hemen Holding har siden oppstart vært hovedaksjonær i DESSC. Det at et selskap har en eller få store eiere, fører ofte til begrenset likviditet i aksjen, mens for DESSC er ikke dette tilfellet. Aksjen regnes for å være en av de mest likvide innen offshore

supplybransjen. Hemen Holding kontrollerer også større aksjeposter i blant annet Frontline, Seadrill, og Golden Ocean. Fredriksens selskaper innen shipping har vist seg å være populære blant investorer, da han har levert god verdiskapning, samt ført en attraktiv utbyttepolitikk. Dette har i følge Dagens Næringsliv (22.2.2011) medført at han har kunnet reise kapital i markedet lettere og med mindre kostnader enn andre selskaper.

2.2.1 Utflagging

Det var flere faktorer som var avgjørende i beslutningen om å flytte firmaet til Kypros. Norsk rederibeskatning har vært ett hett tema det siste ti årene, og Deep Sea Supply har aldri lagt skjul på at beskatning av utbytte og salgsgevinster sto sentralt i beslutningen. Hemen Holding som i dag eier i underkant av 35 % av aksjene, er den eneste eieren med over 5 % eierandel foruten Skagen Kon-Tiki (8,75 %). Fullstendig oversikt over aksjonærene finnes i figur 1. Hemen Holding er eid av John Fredriksen, som i dette tilfellet ville sluppet unna selskapskatt uansett, ettersom han er registrert som kypriotisk statsborger. Men siden mange av eierne i selskapet kommer fra ulike land, var dette likevel en motivasjonsfaktor. Amerikanske eiere ville måttet betale opp til 15 % i kildeskatt på mottatt utbytte i Norge. Når i underkant av 70 % av investorene er utenlandske (pr. 31.12.2009), er beskatning en viktig faktor. Samtidig lider mange av selskapets konkurrenter under den omtalte reverseringen av rederiskatten. Denne reverseringen innebærer at gamle skatteforpliktelser må tilbakebetales, mot en svært gunstig beskatning i fremtiden.

En annen vesentlig retningsendring selskapet har tatt den siste tiden, er å opprette Deep Sea Supply Management (Singapore) PTE Ltd. og Deep Sea Supply Navegacao Maritima Ltda. (Brasil) som et ledd i å overta mer og mer av den tekniske og mannskapsmessige delen av virksomheten selv. Dette var tjenester som tidligere ble kjøpt, og endringen vil bety kostnadsbesparinger i form av fjerning av mellomledd i bemanningsprosessen. Figuren under viser selskapets strukturering i dag, og viser at Shipowning og Management selskapene ligger under Deep Sea Supply ASA som har kontor i Arendal.



Figur 2. Eierstruktur

2.3 Bransjedefinisjon

Et marked eller en bransje er definert som en gruppe selskaper som tilbyr produkter og tjenester som er nære substitutter til hverandre (Hill and Jones 2004). Offshorebransjen er en kompleks og segmentert bransje, der de ulike segmentene har sine egne krav til utstyr og teknologi. Bransjen inneholder selskaper som utfører nesten alle tjenester som er nødvendig for å sikre en effektiv drift av offshorerelaterte virksomheter. For DESSC er frakt av utstyr til og fra oljeinstallasjoner, tauing av borerigger og ankerhåndtering de mest relevante segmentene. Siden selskapene forsyner oljeriggene med varer eller tjenester blir skipene i bransjen kalt forsyningskip, eller supplyskip. I denne oppgaven vil vi benytte betegnelsen supplyskip. DESSC opererer innenfor to segmenter, PSV og AHTS.

2.4 Flåteoversikt

Plattformforsyningskip (PSV)



En PSV (Platform supply vessel) er et fartøy som er designet for å forsyne eller transportere materiell til offshoreinstallasjoner. De har en stor dekkflate for containere og nødvendig utstyr, samtidig som at de har store tanker under dekk for transport av flytende elementer slik som vann, drivstoff eller borevæske. En PSV varierer fra 20-100 meter i lengde, men den offisielle måleenheten er dødvektstonn (DWT) etter hvor stor lastekapasitet de har.

Ankerhåndteringskip (AHTS)

AHTS (Anchor handling tug supply vessel), er som navnet tilsier, et fartøy som muliggjør utlegging, flytting og løfting av store ankere tilknyttet oljeinstallasjoner. Dette gjøres ved hjelp av en ekstremt stor vinsj på akterdekket. Skipenes kapasitet og utforming gjør også skipene egnet til sleping av rigger og annet utstyr. De kan også fungere som vanlige forsyningskip, men da med redusert kapasitet.

Grunnet fleksibiliteten og de særegne egenskapene, er disse skipene både mer avansert og tyngre enn vanlige forsyningskip. Størrelsen på en AHTS måles i antall hestekrefter (BHP i tabellen under) etter hvor stor taue-kapasitet skipene innehar.

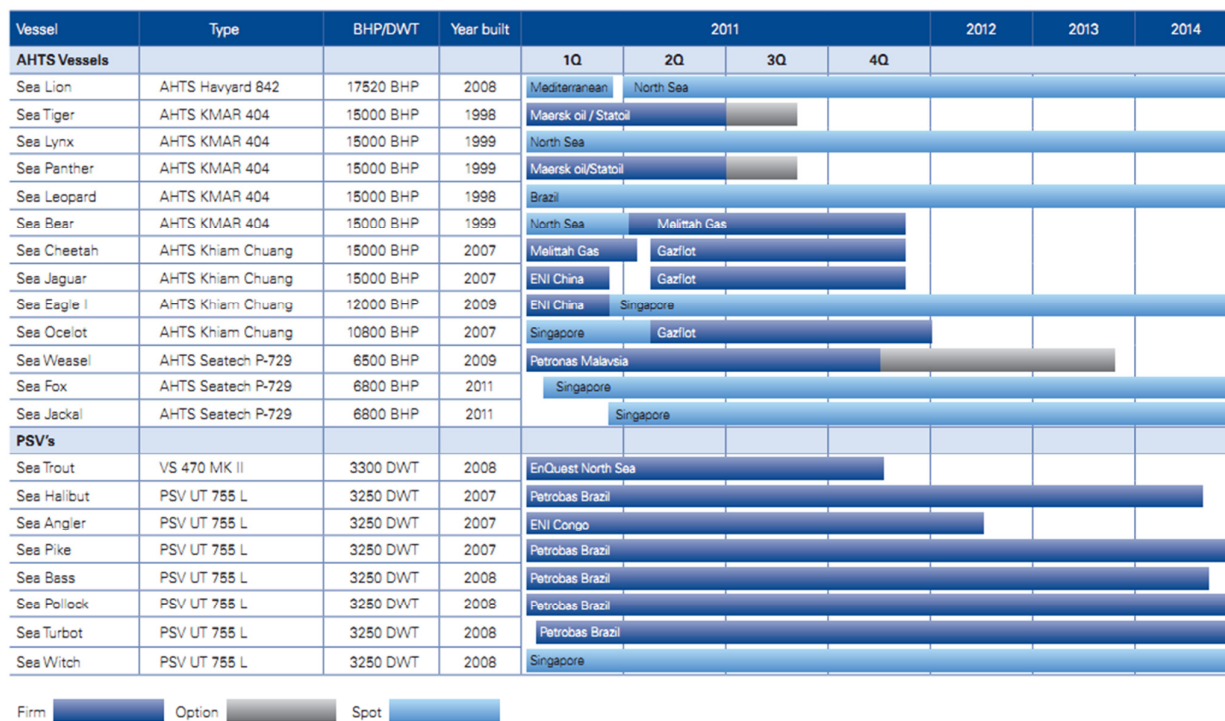


Under finner du fakta om skipene i flåten

Vessel	Type	BHP/Dwt	Year built
AHTS VESSELS			
Sea Lion	AHTS Havyard 842	17520 BHP	11.2008
Sea Tiger	AHTS KMAR 404	15000 BHP	1998
Sea Lynx	AHTS KMAR 404	15000 BHP	1999
Sea Panther	AHTS KMAR 404	15000 BHP	1999
Sea leopard	AHTS KMAR 404	15000 BHP	1998
Sea Bear	AHTS KMAR 404	15000 BHP	1999
Sea Cheetah	AHTS Khiam Chuang	15000 BHP	25.01.07
Sea jaguar	AHTS Khiam Chuang	15000 BHP	06.07.07
Sea Eagle I	AHTS Khiam Chuang	12000 BHP	20.04.09
Sea ocelot	AHTS Khiam Chuang	10800 BHP	01.10.07
Sea Weasel	AHTS Khiam Chuang	6500 BHP	29.10.09
Sea Fox	AHTS Seatech P-729	6800 BHP	13.01.11
Sea Jackal	AHTS Seatech P-729	6800 BHP	28.03.11
PSVs			
Sea Trout	VS 470 MK II	3300 DWT	18.06.08
Sea halibut	PSV UT 755 L	3250 DWT	27.04.07
Sea Angler	PSV UT 755 L	3250 DWT	19.07.07
Sea Pike	PSV UT 755 L	3250 DWT	10.10.07
Sea Bass	PSV UT 755 L	3250 DWT	18.01.08
Sea pollock	PSV UT 755 L	3250 DWT	30.04.08
Sea Turbot	PSV UT 755 L	3250 DWT	20.08.08
Sea Witch	PSV UT 755 L	3250 DWT	17.12.08

Tabell 1. Flåteoversikt per 30.05.2011

Ettersom skipene er på ulike kontrakter i forskjellige markeder, er det naturlig å se på kontraktssituasjonen, tabellen under viser status i dag.



Figur 3. kontraktoversikt skipsflåte

2.5 Markedsdrivere

Før vi går inn på ratepriser og utnyttelse er det naturlig å se på hva som er drivkreftene i markedet. Det er mange faktorer som påvirker tilbud og etterspørsel i bransjen. I Solstad Offshore sin årsrapport (2004) påpekte de følgende faktorer som ledende for etterspørselen:

- *Oljeprisutviklingen*
- *Kundenes behov*
- *Dagens produksjonsnivå*
- *Utbyggingsaktivitet*
- *Leteaktivitet*
- *Nye markeder*

(Solstad Årsrapport 2004)

“E&P spending” (Exploration and Production) blir brukt som en pekepinn på fremtidig etterspørsel. E&P, altså det samlede investeringsnivået offshore, økte fra 2004-2008 med ca. 20 % i gjennomsnitt, Solstad offshore årsrapport (2009). Stor global vekst kombinert med høy etterspørsel etter olje, som igjen medførte en høy oljepris, var den viktigste årsaken til dette. Som en konsekvens av at den økonomiske veksten så stoppet opp, fikk vi et stort fall i oljeprisen, og i 2009 falt investeringene med 8 % sammenlignet med året før. Platou (2010).

I en rapport gjort av Mermaid Maritime (2011) peker de på at samlet E&P økte med 7 % i 2010 og spår en samlet økning på 15 % for 2011 og 2012.



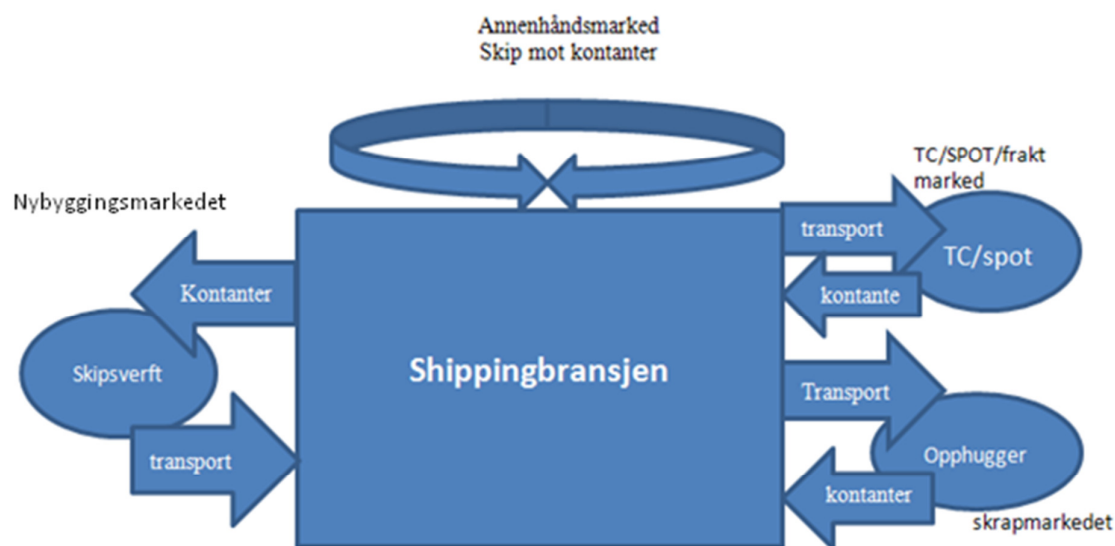
Figur 4. Utviklingen i oljeprisen de siste 5 år, kilde dn.no

Oljeprisen har økt betraktelig siden bunnivå 2009, og fremtidige estimater tilsier en nøktern, men positiv fremtidig utvikling.

“Oljeprisen er bra, og analytikere venter en økning på 15 prosent i E&P-midler i 2011”, sier Finn Amund Nordbye på DnB Nor Markets konferanse.

2.5.1 Drivkreftene bak tilbud og etterspørsel i markedet

Innenfor skipsfarten har man fire forskjellige markeder som danner et samspill; fraktmarkedet, annenhåndsmarkedet, nybyggingsmarkedet og skrapmarkedet. Over tid vil skipseiere måtte operere i alle disse markedene. I figuren under kan man se hvordan kontantstrømmene vil flytte seg.



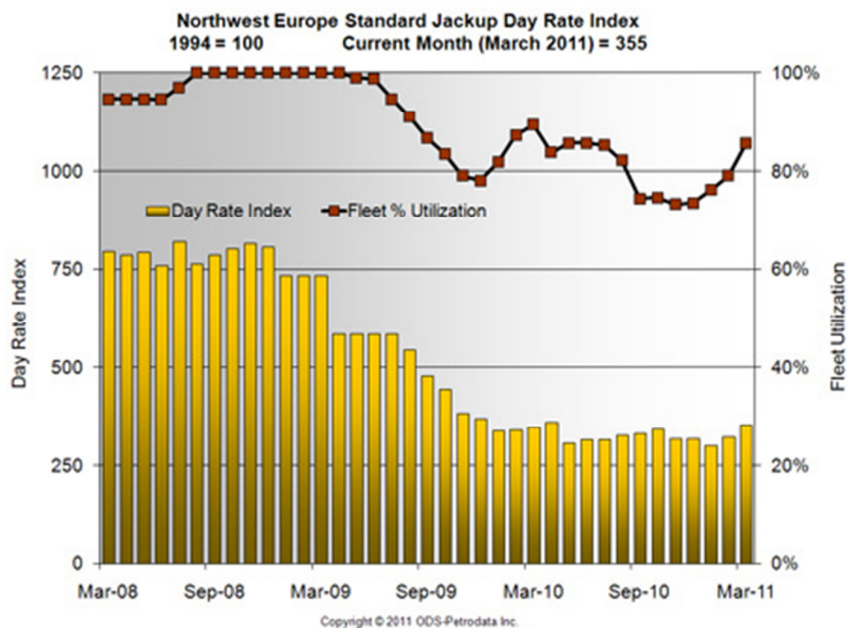
Figur 5. Kontantstrømmer i shippingbransjen

Figuren viser at Time Charter/spotmarkedet fungerer som en kilde for kontantstrømmer til skipsfarten som en helhet, ettersom det er kontraktsparten som betaler for transport eller leie av skip. Kontanter kan også komme fra skrapmarkedet, dette gjøres særlig i nedgangstider når skrapmetallet har høyere verdi enn fortsatt drift av skipet.

Ved bestilling av nybygg flyttes penger over til skipsverftene i bytte mot nye skip. Samtidig vil skip også selges på annenhåndsmarkedet fra skipseier til kjøper som ser større verdi i skipet enn pengeverdien. Denne pengeflyten som forgår kontinuerlig gjennom alle fasene kan gjøre kontantstrømmene uoversiktlige.

2.5.2 Ratepris og utnyttelse

Supplyelskapene søker å finne den optimale kombinasjonen mellom skip i spotmarkedet, som er en avtale om leie fra 1-30 dager, og *time charter* (periodemarkedet) hvor avtaler går fra 30 dager og oppover.



Figur 6. Dagrater-utvikling. Kilde ods-petrodata

Forvaltningssjef i investeringsfondet ODIN, Jarl Ulvin, finner flere markeder han har stor tro på. Men han understreker spesielt supplyshipping. "Her er det flere gode kandidater og jeg forventer god vekst i ratene." www.hegnar.no

2.5.3 Konkurrenter

Når vi sammenligner DESSC med sine mest sammenlignbare konkurrenter identifiserer vi Solstad Shipping, Farstad Shipping, Siem Offshore, DOF Subsea, Havila Shipping og Eidesvik Offshore.

På internasjonal basis finnes vi Tidewater (US), Gulfmark (US), Hornbeck (US), CBO (Brasil), Wilson Sons (Brasil) og Edison Chouest (US). Kilde: Anders Hall Jomaas, DEESC

AHTS>10 000 BHK OG PSV>2 000 DWT (inkl. NYBYGG) FORDELT PÅ EIERE (15 største)		AHTS	PSV	NY- BYGG
	Edison Chouest	14	67	33
	Tidewater	18	52	16
	Mærsk	51	11	4
	Bourbon Offshore	16	39	9
	Gulf Offshore	10	40	6
	Farstad Shipping	28	24	2
	DOF	8	20	16
	Solstad Offshore	18	13	3
	Kinesiske eiere	18	8	3
	Swire	15	8	4
	Hornbeck	0	21	6
	Seacor	14	11	0
	Siem Offshore	2	9	11
	Deep Sea Supply	12	8	1
	Toisa	3	11	5
	Sanko	8	2	10

Figur 7. AHTS aktører. Kilde: Farstad Shipping.

Verdensflåten besto ved årsskiftet 2009/2010 av 1350 PSV- og AHTS-fartøy, fordelt på 153 aktører. De 40 største aktørene, hvor alle eide 10 fartøy eller mer, kontrollerer over 75 % av den totale flåten. DESSC var ved årsskiftet den 16. største aktøren. Vi ser i figur 8 at verdensflåten har økt fra 1350 fartøy (09/10) til 2331 fartøy i mars 2011.

Supply vessels	Total fleet		AHTS		PSV	
Existing fleet	2331		1363		968	
Orderbook	398	17%	218	16%	180	19%
Average age	12,6		13,3		11,7	

Figur 8. Oversikt over verdensflåten

Fra rapporten ser vi også markante markedsendringer, særlig for PSV. I 1998 befant 90 av 109 enheter (82,5%) seg i Nordsjøen. I 2009 var dette tallet 31% (179 av 575 enheter).

Tilsvarende ser vi for AHTS. Utvikling viser en nedgang fra 47% av verdensflåten i 1998, til 19% i 2009. Samtidig har antallet AHTS-fartøy økt fra 115 til 401 enheter. Dette forteller oss at markedet både for både PSV og AHTS har økt betraktelig, selv om markedsfordelingen har endret seg radikalt.

AHTS I NORDVEST EUROPA vs VERDEN FORØVRIG

		Nordvest Europa	Verden forøvrig
Januar 2001	58	92	
Januar 2002	54	105	
Januar 2003	61	124	
Januar 2004	50	164	
Januar 2005	48	175	
Januar 2006	45	189	
Januar 2007	51	207	
Januar 2008	54	229	
Januar 2009	56	282	
Januar 2010	65	336	

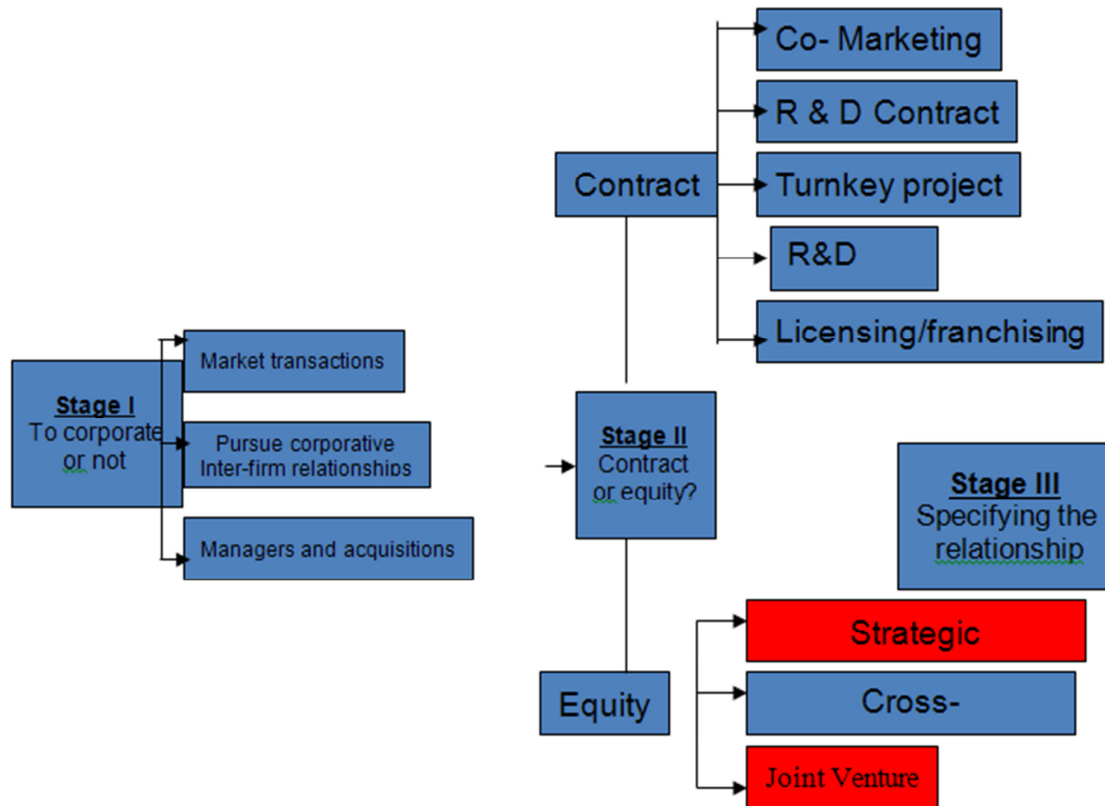
Figur 9. AHTS utvikling nord-vest Europa vs resten av verden

Norsk skipsbygging er nå ansvarlig for ca 12% av ordreboken ved starten av 2010, mot 18% i 2009 og 26% i 2008. Dette betyr at en stor del av skipene fortsatt bygges i Norge, men tendensen viser at en større andel av skipene ferdigstilles i andre land. Særlig i Asia og Sør-Amerika. (Tall fra årsrapport 2009, Farstad Shipping www.farstad.com)

2.5.4 Nye markeder

I modellen under ser vi en oversikt over noen av de valgene et firma står ovenfor når de skal entre et nytt marked, slik DESSC har gjort i Malaysia og i Brasil. Reguleringer i det

brasilianske markedet legger føringer på de strategiske valgene, som en direkte følge av dette, har DESSC opprettet en egen managementavdeling som opererer i Brasil.



Figur 10. Muligheter når du går inn i nye markeder, kilde M.Peng.

Figur 10 viser at utviklingen for DESSC også går mot at fremtidige investeringer vil bli gjort i andre områder enn Nordsjøen.

Vest-Afrika, Indonesia og Australia er pekt ut som de nye investeringsområdene. Dette er markeder med høye inngangsbarrierer som krever ulike strategiske valg i de forskjellige markedene. Felles for alle markedene er intensjonen om å velge en lokal strategi globalt. Det vil si at de tilpasser strategien til de ulike markedene, men tenker globalt i de store valgene.



Figur 11. Nye markedsmuligheter for DESSC, kilde: Årsrapport 2009

2.5.5 utfordringer ved nye markeder

DESSC har identifisert tre nye markeder for fremtiden; Vest-Afrika, Indonesia, og Australia. For å kikke litt nærmere på disse vil vi se på kulturelle forskjeller, med den hensikt å identifisere de største utfordringene knyttet til disse markedene.

Geert Hofstede definerer kultur som “kollektiv programmering av et menneskes sinn” M. Peng. Hofstede argumenterer for at det finnes fem dimensjoner av kultur.

Maktavstander forklarer hvordan mindre betydningsfulle mennesker i et land forventer og aksepterer at makten er ujevnt fordelt. I Brasil har de 10 % rikeste nesten 50 % av dets totale befolkningsinntekt, mens i Sverige tjener de 10 % rikeste 22 % av den totale inntekten til landet. Er scoren høy er maktavstanden stor.

Individualisme går på hvor individuelt orientert en person egentlig er, og er en motsetning til kollektivism, som forteller noe om hvor mye av din personlighet som påvirkes av kollektiv tenking. USA har størst grad av individualistisk tenkning, mens Afrika og Asia generelt tenker mer kollektivistisk. Ved høy score er landet preget av individuell tenkning.

Usikkerhets unngåelse forklarer hvordan kulturen i et land er i forhold til å søke å unngå usikkerhet istedenfor å trives i situasjoner hvor du tar større risiko. Hellas er ledende, med størst fokus på jobbsikkerhet, og pensjonsvilkår, mens Singapore har størst villighet til å ta risiko. Ved høy score søker landet sikkerhet fremfor risiko.

Kort eller langsiktig orientering: Langsiktig orientering refererer her til hvor langsiktig man tenker når det kommer til viktige valg og sikkerhet. Med særlig betydning for langsiktig sparerate. Kina er verdensledende på dette punktet. Høy score betyr det at landet er langsiktig orientert.

Maskulinitet forklarer i hvor stor grad kjønnsforskjeller er sosialt akseptert i et samfunn. Er tallet høyt betyr det at damer innehar profesjonsjobber, slik som tilfellet fortsatt er i Japan. Mens i land med lav score, eksempelvis i Sverige er damer og menn i mye større grad likestilt i yrkesfordeling.

Land	Maktavstander	Individualisme	Usikkerhets- unngåelse	Kort eller langsiktig orientering	Maskulinitet
Norge	31	69	50	20	8
Indonesia	78	14	48	-	46
Malaysia	104	26	36	-	50
Australia	36	90	51	31	61

Tabell 2. Kulturelle forskjeller, kilde: Geert Hofstede

Score fra 1-100. Kilde <http://www.clearlycultural.com/geert-hofstede-cultural-dimensions/>

Hvorfor analysere de kulturelle forskjellene? DESSC er et selskap i vekst, som de siste årene har erobret nye markeder. De søker også i fremtiden å utvide flåten, og markedsområdet sitt. Det finnes utallige eksempler på firmaer, også store globale kjeder som har mislykkes når de går inn i et nytt marked. Et eksempel på dette er da Wal-Mart gikk inn i det tyske markedet, hvor de i 2006 måtte gi opp hele satsningen, etter ni år med drift uten å produsere overskudd. Ved ikke å tilpasse seg til tysk kultur ble de ofte misforstått, slik som da de ba de ansatte om å smile så bredt de kunne, og hjelpe kundene med å pakke varene. Dette ble sett på med skepsis av tyskerne som ikke var vant til dette. Hverken varepakking eller påtvunget smiling til kundene var noe som tyskerne da satte pris på. LIDL måtte gi opp sitt forsøk på å

etablere seg i Norge, da konkurransen ble for stor, og prispolitikken ikke gav de noe fortrinn i markedet. Derfor er det viktig å være klar over forskjellene i de ulike markedene, for å kunne konkurrere best mulig. Fra tabell 2 ser vi store forskjeller i maktavstand mellom Norge, Malaysia og Australia. Vi ser at Australia er et svært individualistisk samfunn, mens Indonesia er et kollektivistisk. Vi ser også at Norge er et svært lite maskulint land, sammenlignet med Australia. Maskulinitet vil spille inn i for eksempel Brasil, hvor det i dag ikke finnes nok utdannede sjømenn til å fylle alle stillingene. Er utdanningsnivået på kvinner lavt, vil det være færre arbeidere å ta av. Selv om DESSC ikke søker B2C (Business-to-Customer) markedet, men skal forholde seg til internasjonale selskaper vil ulike nasjonale reguleringer kreve lokal nybygging av skipene, og reguleringer på nasjonaliteten til mannskapet. Derfor sier ikke bare disse kulturelle forskjellene kun noe om kundene, det sier også noe om arbeiderne i landet og selskapene DESSC skal forholde seg til. Kunnskap om kultur vil gi oss føringer på formaliteten som kreves i kontrakstinnngåelsen, og også noe hvordan vi skal forholde oss i representasjonsoppdrag for å tilpasse seg kulturen i landet det skal forhandles i.

3 Verdsettelsesteori

3.1 Introduksjon

Når man skal velge hvilken verdsettelsesteknikk som egner seg best for den virksomheten som skal verdsettes, må man vurdere hvilken fase i livssyklusen bedriften er inne i, om bedriften skal avvikles eller om den skal fortsette driften, og til slutt hvilken bransje selskapet hører til. ((Damodaran 2002), og Knivsflå; 2005)

Livssyklusen

Selskap i introduksjons- og vekstfasen bør verdsettes ved hjelp av opsjonsbasert- eller komparativ verdsettelse. Selskap som er inne i en moden fase bør verdsettes ved hjelp av fundamental verdsettelse. Det samme gjelder for virksomheter i tilbakegang. (Knivsflå; BUS425, våren 2005)

Avvikling eller fortsatt drift

Dersom bedriften er i en avviklingsfase bør komparativ verdsettelse benyttes, mens fundamental verdsettelse bør hovedsakelig benyttes dersom man legger forutsetningen om fortsatt drift til grunn. (Knivsflå; BUS425, våren 2005)

Bransje

Noen bransjer skiller seg ut ved at det er et godt annenhåndsmarked for eiendelene som virksomheten er basert på. I slike tilfeller bør man benytte komparativ verdsettelse, og her da spesielt substansverdimetoden. Eksempler på bransjer hvor det er relativt greit å finne slike markedsverdier, er shipping og eiendom. (Knivsflå; BUS425, våren 2005)

Her vil vi først presentere de ulike metodene benyttet i verdsetting, samt foreta en strategisk analyse for å kartlegge selskapets posisjon i markedet, for så å drøfte de modellene vi finner mest relevante for selskapet.

Verdsettelse benyttes i mange ulike sammenhenger, eksempelvis:

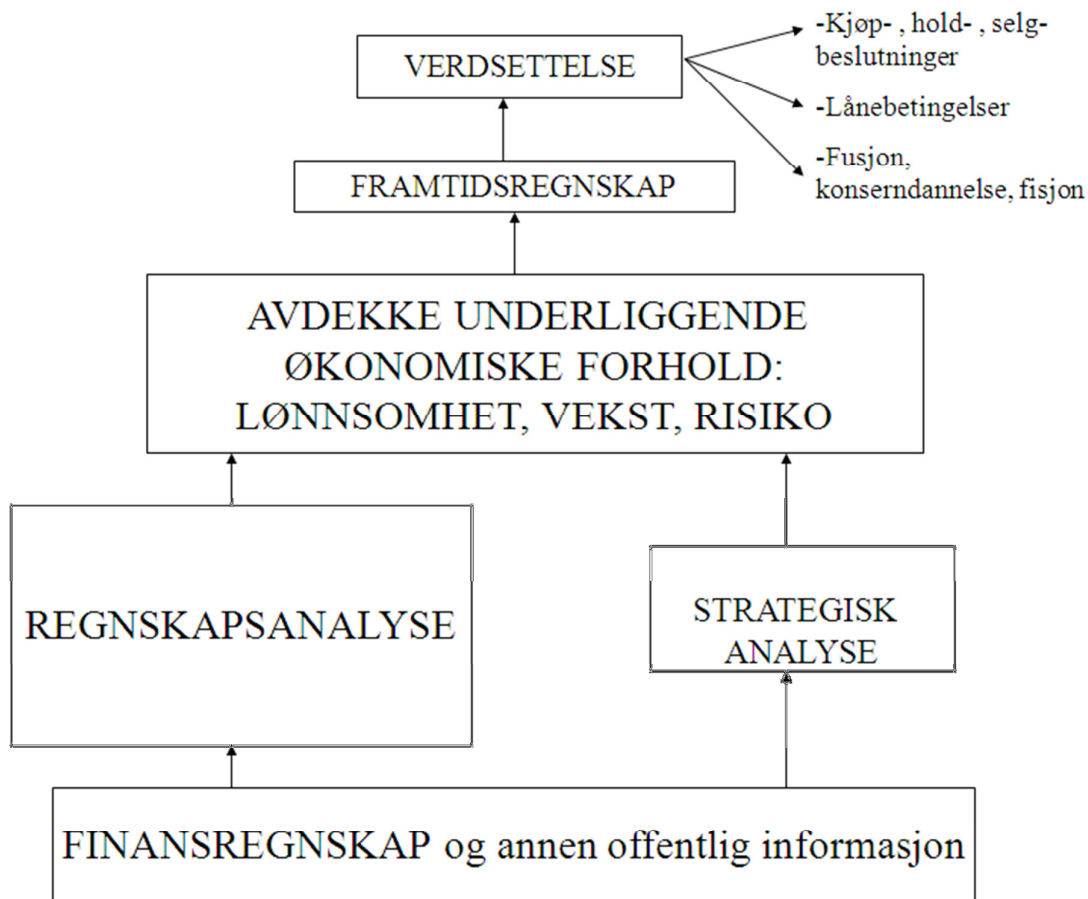
- Fisjoner
- Fusjoner
- Aksjeanalyser
- Emisjoner
- Kredittvurdering
- Vurdering av egen verdiutvikling

(Boye and Meyer 1998)

Verdsettelse av en bedrift har både interne og eksterne formål. Interessenter analyserer bedriftens ledelse for å se hvordan strategiske valg har slått ut i bedriftens utvikling. Slik verdsettelse benyttes for både børsnoterte og ikke-børsnoterte selskaper. Børsnoterte selskaper har til enhver tid en markedsverdi, men ved å foreta en verdsettelse av firmaet kan ledelsen få større innsikt i lønnsomheten til hver avdeling, samt en pekepinn på hvordan egne strategiske valg har lyktes. Ikke-børsnoterte selskaper bør regelmessig verdsettes for å kartlegge fremtidig utvikling (Boye and Meyer 1998). Ledelsen kan da bruke verdsettelsen som bakgrunn når de henvender seg til investorer, eller til å vurdere om eksisterende strategi skal benyttes eller om det må utvikles en ny. Sistnevnte kalles verdibasert ledelse (Penman 2007).

Eksterne aktører kan være individuelle investorer som analyserer bedrifter for å finne ut om en bedrift er en god investering. For en potensiell långiver vil det være naturlig å ta med en analyse av bedriftens gjeldsbetjeningsevne som et ledd i vurderingsprosessen. Et annet eksempel er meglerfirmaer som verdsetter på vegne av individuelle investorer og bedriftsinvestorer, og ut ifra det gi en anbefaling om investorene bør kjøpe, selge eller holde en aksje (Soffer and Soffer 2003)

En del av en verdsettelse vil alltid bygge på antagelser man har tatt om fremtiden til bedriften. Ettersom dette bygger på forutsetninger man tar, og fremtiden alltid er usikker, vil det alltid måtte knyttes en viss usikkerhet rundt verdiesestimater man kommer frem til (Boye and Meyer 1998). På grunnlag av dette vil forutsetningene og antagelsene man gjør underveis spille en viktig rolle, ikke bare sluttestimater.



Figur 12. Veien fra Finansregnskap til verdsettelse, Kilde: (Boye and Meyer 1998)

3.2 Verdsettelsesmodeller

I teorien rundt verdsettelse finnes det flere ulike modeller. Noen modeller er enkle, mens andre er svært omfattende. Alle har de både ulike styrker og svakheter.

Enkelte modeller har flere likhetstrekk, noe som gjør at vi kan dele de opp i hovedgrupper.

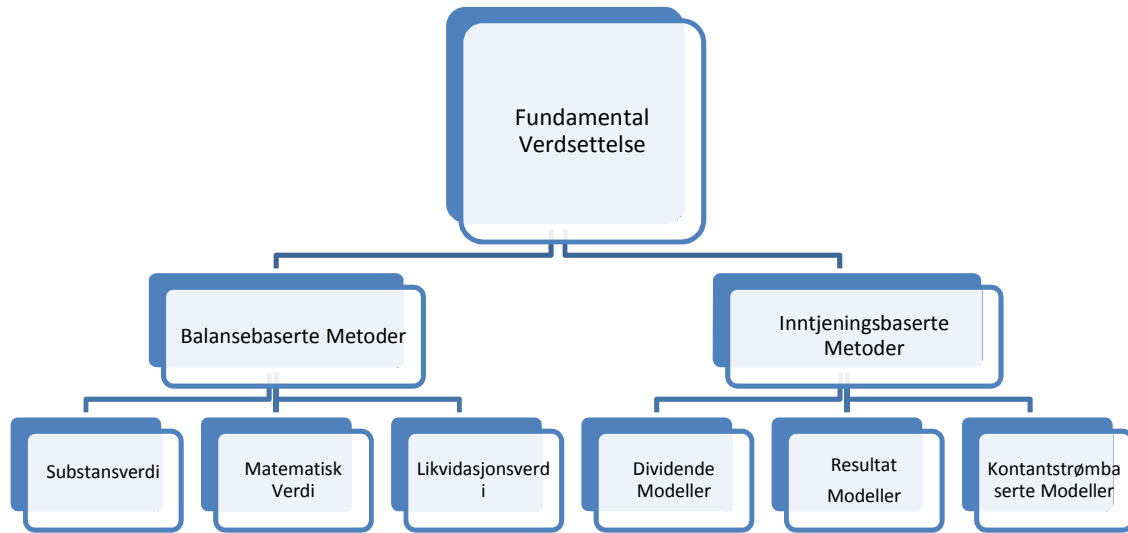
Gruppene er ikke gjensidig utelukkende, derfor er det mulig å benytte seg av flere modeller. (Damodaran 2002)

3.2.1 Fundamental verdsettelse

Ved en fundamental verdsettelsesteknikk utføres en verdivurdering av et selskap basert på en analyse av underliggende forhold. Dette gjøres gjennom en strategisk regnskapsanalyse, det vil si en ekstern og intern strategisk analyse av selskapet, samt en analyse av regnskapet.

Verdsettelsen bygger på underliggende forhold og verdivurderingen baseres på forventet fremtidig kontantstrøm eller profitt utover avkastningskravet. Disse blir deretter diskontert med et kapitalkrav. Verdsettelsen knyttes derfor opp mot teori om nåverdi. (Penman 2007) forklarer en fundamental analyse i fem steg.

Første steg går ut på å bli kjent med selskapet, videre analyseres informasjonen før man deretter utvikler fremtidsestimater. I steg fire konverteres estimatene til en verdivurdering. Prosessen avsluttes ved at man i femte og siste steg presenterer en investeringsbeslutning på bakgrunn av den verdien analysen konkluderer med.



Figur 13. De ulike metodene for verdsettelse, Penman, egen oversettelse

Metoden er tidkrevende og analysen går på mange punkter dypere enn komparativ og opsjonsbasert verdsettelse. Det kreves et stort datagrunnlag og bruk av mange ulike variabler. Prognostiseringen av fremtidige kontantstrømmer, samt analytikerens skjønsmessige vurderinger vil i stor grad prege verdsettingen. Den endelige verdsettingen baserer seg så på en sammenligning med markedsprisen, hvorpå man kan fastslå om selskapet er over- eller underpriset.

Som vi ser av figuren over kan de fundamentale verdsettelsesmetodene deles inn i to hovedgrupper; balansebaserte og inntjeningsbaserte modeller. De balansebaserte metodene tar for seg differansen mellom eiendeler og gjeld i balansen til (Meyer and Boye 1998) . Disse forutsetter at det finnes et aktivt og velfungerende annenhåndsmarked som kan si oss noe om markedsprisen av eiendelene.

Hvor de mest kjente modellene er *substansverdi*, *matematisk verdi* og *likvidasjonsverdi*.

Under inntjeningsbaserte metoder finner vi blant annet *Dividend Discount Model (DDM)*, *Residual Earnings Model (RE)* og *Discounted Cashflow Model (DCF)*

3.2.2 Balansebaserte metoder

➤ **Substansverdimetoden:**

I følge (Boye and Meyer 1998) kan substansverdi defineres som markedsverdi av eiendelene fratrukket gjelden. Substansverdimetoden kan også klassifiseres som en komparativ metode, da sammenligning med markedspriser for aktiva tilsvarende egne eiendeler tas i bruk. Uten et forholdsvis effektivt og funksjonelt annenhåndsmarked for anleggsmidlene vil verdianslaget være preget av stor usikkerhet, og nytteverdien reduseres kraftig. Verdien av omløpsmidler og gjeld kan stort sett anslås med relativt stor grad av nøyaktighet, så dette byr sjeldent på problemer. Men man må uansett ta høyde for enkelte ting. Dersom bedriften har lån med flytende rente, er det stort sett samsvar mellom markedsverdi og bokført verdi. Har bedriften derimot fast rente på hele eller deler av sine lån vil normalt sett markedsverdi og bokført verdi avvike noe. I de fleste årsregnskap vil man da kunne finne markedsverdi av gjelden i en fotnote. Det finnes flere måter og regler for hvordan omløpsmidlenes verdi beregnes. I finansregnskapet legges forsiktighetsprinsippet til grunn, dersom virkelig verdi ikke benyttes.

Legges skattelovens regler til grunn er det en fare for at omløpsmidlene er overvurdert. For å finne markedsverdier for Deep Sea Supply sin flåte vil det være naturlig å henvende seg til aktører i markedet med kjennskap til shipping, for eksempel skipsmeglere. I en tidligere masteroppgave gjort om Deep Sea Supply, har forfatter henvendt seg til henholdsvis R.S. Platou og Seabrokers, jamfør (Nygaard 2008). Det vil være fornuftig å henvende seg til flere aktører for deretter å ta et gjennomsnitt av de enkeltes verdianslag. Til tross for at vi har funnet markedsverdier for både anleggsmidler, omløpsmidler og gjeld, kan virkelig verdi avvike fra substansverdi. Dette som en følge av for eksempel goodwill. Der det forekommer goodwill bør kontantstrømbasert verdsettelse benyttes for å kunne verdsette for eksempel fordelene av meromsetningen man drar nytte av ved overtakelse av eksisterende bedrift fremfor oppstart av en ny bedrift. Goodwill kan være gunstige leieforhold, leverandørnettverk, rykte, kundebase, merkenavn og så videre. I Deep Sea Supply sitt tilfelle kan for eksempel det å kjøpe et skip med en pågående gunstig langtidskontrakt betegnes som goodwill.

➤ **Matematisk verdi:**

Selskapets matematiske verdi er en verdsettelsesmetode som sjelden eller aldri brukes, rett og slett fordi den ikke gir oss et brukbart bilde på verdien av egenkapitalen. Metoden går kun utpå å dele bokført verdi av egenkapitalen på antall aksjer. (Boye and Meyer 1998)

➤ **Likvidasjonsverdi:**

Likvidasjonsverdi er verdien eierne vil sitte igjen med dersom selskapet ble avviklet i dag. Verdien som da er igjen etter at selskapets gjeld er betalt, alle eiendeler er solgt og avviklingskostnader er fratrukket. Likvidasjonsverdi er ofte lavere enn substansverdi. Dette er på grunn av at substansverdimodellen forutsetter videre drift, mens likvidasjonsverdimodellen som sagt forutsetter avvikling, og som regel når eiendelene brått selges blir dette til en lavere pris en man normalt ville fått for dem. (Boye and Meyer 1998)

3.2.3 Inntjeningsbaserte metoder

➤ **Dividend Discount Model (DDM)**

Ved hjelp av DDM finner vi verdien av egenkapitalen ved å diskontere de fremtidige kontantstrømmene eierne forventer å motta. Dette er den mest direkte metoden innenfor teorien om diskonteringsmetoder, og den danner grunnlaget for alle andre modeller innenfor samme sjanger. Modellene baserer seg på estimater av fremtidige kontantstrømmer vi utfører som grunner i bedrifts- og regnskapsanalyser. *Dividend Discount Model* er basert på idéen om at verdien til ethvert verdipapir er lik nåverdien av alle fremtidige kontantstrømmer, diskontert med avkastningskravet som holder krever. Holder vil motta dividende så lenge han sitter med aksjen, i tillegg til aksjens verdi ved et eventuelt salg. Verdien av aksjekapitalen i et selskap på et bestemt fremtidig tidspunkt, er dermed lik nåverdien av forventet fremtidig dividende, pluss nåverdien av fremtidig aksjepris diskontert med egenkapitalkostnaden;

$$V_0^{EK} = \sum_t^T \frac{DIV_t}{(1+r_e)^t} + \frac{P_T}{(1+r_e)^T} \quad (3.1)$$

hvor DIV_t er forventet dividende på tidspunkt t , P_t er forventet salgsverdi for aksjen på tidspunkt t og r_e er egenkapitalkostnaden.

I tilfeller hvor en aksje holdes i uoverskuelig fremtid, vil verdien av aksjeposten på tidspunkt T være lik nåverdien av alle fremtidige dividendeutbetalinger;

$$\sum_{t=1}^{\infty} \frac{DIV_t}{(1+r_e)^t} \quad (3.2)$$

For å kunne benytte seg av modellen er man avhengig av å kunne estimere fremtidig dividendeutbetaling. Å beregne og forutse disse er en tilnærmet umulig oppgave og visse forutsetninger er derfor nødvendige. Man forenkler da oppgaven med å forutsette at dividenden vil vokse med en konstant vekstrate, g , pr. år i uoverskuelig fremtid. Disse forutsetningene kan endres til ha to eller tre perioder med forskjellige vekstrater. I tilfellet beskrevet først, benyttes Gordons formel for konstant vekst; og forutsatt at $g < r_e$ vil ligning (3.2) blir redusert til;

$$\frac{DIV_1}{r_e - g} \quad (3.3)$$

For å få til en mest mulig korrekt verdiberegning, må faktorene i likningen over være korrekte. Dividenden i år 1 (DIV_1) er det enkleste. Denne finnes blant annet i årsrapporter og finansielle tidsskrift. Egenkapitalkostnaden (r_e) er noe mer komplisert, og beregnes for eksempel ved hjelp av CAPM-modellen, som vi kommer tilbake til i kapittel 5. Til slutt må vi estimere årlig dividendevekst (g). Kilden til dividenden en bedrift utbetaler til sine eiere er dens evne til å generere kontantoverskudd. Passende årlig vekst over lang tid, vil da være

akkurat så høy at bedriften har tilstrekkelige ressurser til å kunne håndtere fremtidige utbetalinger. For høy vekst vil til slutt medføre at låneopptak blir nødvendig for å utbetale utbytte. Samtidig er det ikke ønskelig å legge opp ekstra kontantreserver, som en følge av for lav utbetalingsrate. Kort fortalt; det utbetales så mye dividende som er forsvarlig. Verdiberegningen vil bli urealistisk høy dersom en ikke-bærekraftig og urealistisk årlig dividendevekst føres. Samme gjelder dersom vekstraten er for lav. Da vil vi se at bedriften legger seg opp kontantreserver som ikke blir fanget opp i beregningen, og verdien av selskapet blir da for lav. Hvordan finner vi en bærekraftig dividendevekst (g^*)? Det skal svært små avvik fra g^* til for at verdiberegningen blir feil, så estimatene som gjøres må være så nøyaktige som mulig for at modellen skal gi en korrekt verdi på selskapet. Som nevnt utbetales så mye som mulig ved vekstraten g^* , hvilket betyr at bedriftens kontantoverskudd over lang tid vil bevege seg mot null. Dette gjør at det er mulig å estimere bedriftens fremtidige kontantstrømmer for mange perioder fremover, og dermed finne den vekstraten som gjør at balansen i det siste året er lik null. For at dette skal skje og for at det er den korrekte vekstraten som blir brukt i modellen, må følgende likning være sann;

$$\frac{DIV_1}{r_e - g^*} = C_0 + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{\overbrace{FCF_t - DS_t}^{\text{Kontantstrøm}_f\ddot{o}\text{r}_d\text{ividende}}}{(1 + r_e)^t} \quad (3.4)$$

hvor C_0 er kontantbeholdningen på tidspunkt 0, FCF_t er fri kontantstrøm i periode t og DS_t er gjeldskostnader i periode t . Studerer vi likning (3.4) ser vi at leddet på venstre side av likhetstegnet tilsvarer høyresiden av likning (3.3), bortsett fra at i likning (3.4) er g^* brukt. Fra før av vet vi at likning (3.3) tilsvarer verdien av selskapets egenkapital, noe som fører til at høyresiden av likning (3.4) gjør det samme. Det vil da si at vi må estimere bedriftens kontantstrømmer for så å løse likning (3.4) for g^* . Deretter kan g^* settes inn i (3.3) for å finne verdien av bedriftens egenkapital. Minuset med modellen er som vi ser utfra forklaringene ovenfor; når vi først har regnet ut høyresiden av likning (3.4) er det ikke lenger behov for g^* . Modellen er likevel svært viktig ettersom den danner grunnlaget for alle andre kontantstrømbaserte verdsettelsesmodeller og gir oss et bilde på viktige sammenhenger.

► Discounted Cash Flow Model (DCF)

Totalkapitalmetoden går ut på å beregne kontantoverskuddene som skal betjene både avkastning til eierne av egenkapital og den rentebærende gjelden.

For å kunne utvikle et realistisk fremtidsregnskap for Deep Sea Supply, må man ta i bruk både den strategiske og den regnskapsmessige analysen, slik vi beskriver i punkt 3.1. Med tanke på tidshorizonten for budsjetteringen, er det spesielt en viktig faktor som avgjør hvor langt frem i tid det bør være realistisk å kunne estimere fremtidige kontantstrømmer, og det går på hvor lang tid er det før bedriften er i en såkalt ”*steady state*”. Dette er det tidspunktet i fremtiden man kan anta at bedriftens vekst vil avta og man kan ta utgangspunkt i en mer generell vekstrate, for eksempel veksten i verdensøkonomien (Nygaard 2008). Dette vil være et realistisk anslag for videre vekst ettersom det er umulig for selskaper å opprettholde en vekst som er høyere enn den generelle veksten i markedet over lang tid.

Som vi så i avsnittet om *Dividend Discount Model*, kan man verdsette et selskap direkte ved å estimere fremtidige kontantstrømmer til eiere i form av dividender for så å diskontere disse med egenkapitalkravet. En annen måte å gjøre det på er ved hjelp av *Discounted Cash Flow Model*. “Ved denne verdsettelsesmetoden beregnes verdien av firmaet som nåverdien av de forventede kontantstrømmene, diskontert med en rente som reflekterer en risiko av disse kontantstrømmene” (Damodaran 2002), s. 10.

Egenkapitalmetoden gir oss kontantstrømmen etter at de finansielle postene og rentekostnadene er trukket fra. Kontantstrømmen etter fratrukk for rentebærende gjeld og reinvesteringer kalles fri kontantstrøm til egenkapital. Denne metoden diskonterer med egenkapitalkostnaden, som er eiernes avkastningskrav. Dette avkastningskravet skal reflektere risikoen til kontantoverskuddet.

Totalkapitalmetoden benytter derimot kontantstrømmen fra drift, altså før de finansielle postene. Avkastningskravet på totalkapitalen skal reflektere både kravet for eiere og kreditorer. Dette kaller vi for totalkapitalkostnaden. Kontantstrømmen til totalkapitalen går til alle som har kapital i selskapet, og tar derfor ikke hensyn til renter og avdrag i beregningen.

Selskapets bokførte gjeld finnes i balansen og er som regel nær markedsverdi, dersom bedriften benytter seg av flytende rente. Eventuelt finnes markedsverdien av gjelden i en

footnote i finansregnskapet. Differansen mellom kontantstrømmene fra operasjonelle og investeringsrelaterte aktiviteter kalles for fri kontantstrøm, dette fordi det er det som er til overs fra kontantstrømmen fra operasjonelle aktiviteter etter at selskapet har reinvestert i nye prosjekter. Likningen nedenfor forteller oss at verdien av et selskap er lik nåverdien av alle fremtidige frie kontantstrømmer.

$$V_0^F = \frac{C_1 - I_1}{r_{TK}} + \frac{C_2 - I_2}{r_{TK}^2} + \frac{C_3 - I_3}{r_{TK}^3} + \dots \quad (3.5)$$

Slik som det er med *Dividend Discount Model*, må vi også her estimere kontantstrømmer i uoverskuelig fremtid, og det er en like komplisert prosess. Skulle vi estimert verdien på et fremtidig tidspunkt T , må vi tillegge en verdi for de frie kontantstrømmene etter tidspunkt T . Denne verdien kalles *continuing value* og er verdien som blir utelatt dersom vi kun estimerer frem til tidspunkt T og ikke i uoverskuelig fremtid. For å få med kontantstrømmene etter tidspunkt T , benytter vi Gordon's vekstformel, slik vi gjorde i DDM, dersom vi forutsetter konstant vekst (Penman 2007):

$$V_0^E = \frac{C_1 - I_1}{1 + r_{TK}} + \frac{C_2 - I_2}{1 + r_{TK}^2} + \frac{C_3 - I_3}{1 + r_{TK}^3} + \dots + \frac{C_T - I_T}{1 + r_{TK}^T} + \frac{CV_T}{1 + r_{TK}^T} - V_0^D \quad (3.6)$$

Hvor

$$CV_T = \frac{C_{T+1} - I_{T+1}}{r_{TK} - g} \quad (3.7)$$

og $CV_{T+1} - I_{T+1}$ er lik $(C_T - I_T) * (1+g)$

➤ Adjusted Present Value (APV)

Når man benytter seg av totalkapitalmetoden av *Discounted Cashflow Model* (DCF) blir alle fremtidige kontantstrømmer diskontert med et fast forhåndsberegnet vektet avkastningskrav (WACC). Dette fungerer bra når en bedrift har som mål å opprettholde kapitalstrukturen med en fast gjeldsandel. Planlegger selskapet derimot en markant endring i kapitalstrukturen, ved for eksempel å nedbetale gjelden betraktelig, vil en verdsettelse av selskapet basert på en konstant WACC bli misvisende og feil som en følge av overvurdering av skattefordelene ved gjeldsfinansiering. Selv om det selvsagt er mulig å endre avkastningskravet for totalkapitalen med jevne mellomrom, er dette en komplisert og tidkrevende prosess. Vi vil derfor se på en alternativ modell, nemlig *Adjusted Present Value Model*.

Denne modellen deler verdien av totalkapitalen i to komponenter; verdien av totalkapitalen som om den kun var finansiert ved hjelp av egenkapital og verdien av skattefradrag som en følge av gjeldsfinansiering:

APV = Verdi egenkapitalfinansiert selskap + nåverdi skattefradrag ved gjeldsfinansiering

Adjusted Present Value Model bygger på at Miller-Modigliani-teoremet ikke holder.

Teoremet går på at valg av kapitalstruktur ikke har betydning for verdien av et selskap, gitt visse forutsetninger som at det ikke finnes skatter, lik utlånsrente for alle og full informasjon i markedet. Ser man på to selskaper som bortsett fra kapitalstrukturen er identiske (et uten gjeld og et med gjeld) vil under de gitte forutsetningene, verdien av selskapene også være identisk. Dette fordi en potensiell kjøper kan låne tilsvarende sum som det gjeldsfinansierte selskapet har gjort dersom han velger selskapet uten gjeld, og da betale samme sum som en følge av lik utlånsrente. Betydningen av kapitalstruktur gjelder altså kun når en eller flere av forutsetningene er brutt. (Gjesdal and Johnsen 1999)

Vi ser på et eksempel som viser oss Miller-Modigliani's tankegang. Anta at et selskap har en gjeldskostnad på 5 % og en egenkapitalkostnad på 10 % og ønsker å kjøpe tilbake aksjer i eget selskap. Selskapet vil da velge å finansiere dette med gjeld siden dette er det billigste alternativet. Det vil da være lett å tro at ved en endring i kapitalstrukturen, hvor gjeldesandelen i dette tilfellet øker, vil være med på å redusere avkastningskravet for totalkapitalen og øke selskapets verdi. Hvis forutsetningene vi nevnte over gjaldt, ville både

verdien og risikoen forbundet med kontantstrømmene, og dermed også verdien av selskapet og kapitalkostnaden, forbli uendret. Grunnen til at vi antok at totalkapitalkravet ville synke var den økte gjeldsandelen, hvorpå vi så at gjelden var billigere enn egenkapitalen. Men det vi overså var at med økt gjeldsfinansiering, øker risikoen til egenkapitaleierne. Dette skjer som en følge av at gjelden har prioritet foran egenkapitalen. Vi har da glemt å justere opp egenkapitalkravet som følge av økt risiko. Miller-Modigliani teoremet antar at økningen i egenkapitalkravet vil utjevne endringen i kapitalstrukturen. Ettersom gjeldsrenter gir fradrag på skatten, kan selskaper redusere skattene ved å øke gjelden, men påtar selskapet seg for mye gjeld, kan dette få negative virkninger i form av kapitalflukt fordi risikoen for konkurs blir for stor for potensielle investorer. Så det *Adjusted Present Value Model* gjør er å verdsette effekten av gjeldsfinansiering på kontantstrømmene separat i stedet for å modellere inn kapitalstrukturendringer i avkastningskravet. (Soffer and Soffer 2003; Koller, Copeland et al. 2005)

➤ **Residual Earnings**

Residual Earnings kan defineres som den meravkastning et selskap leverer utover egenkapitalkravet. Man fokuserer på hvor mye større avkastningen blir i selskapet sammenlignet med en alternativ plassering med samme risiko. Dersom to selskaper oppnår samme resultat, vil selskapet som har bundet opp færrest midler bli verdsatt høyest. Egenkapitalrentabiliteten utover egenkapitalkravet vil nemlig i dette selskapets tilfelle være høyere enn i selskapet med høyere kapitalbinding. Superprofitt = egenkapitalrentabilitet > egenkapitalkrav (EKR > EKK). En eventuell superprofitt kan deles opp i to komponenter; bransjefordel og ressursfordel, og en strategisk analyse vil kunne gi svar på hva som medvirker til at den oppstår.

$ekr - ekk = (ekrB - ekk) + (ekr - ekrB)$, ledd 1 og 2 på høyre side av likhetstegnet er henholdsvis *bransjefordel* og *ressursfordel*. (Risholm 2006)

Måten man går frem når man skal benytte *Residual Earnings* modellen, er at man tar en titt på finansregnskapet og finner den bokførte verdien av egenkapitalen, for deretter å avdekke verdiene som ikke blir tatt med.

Verdi egenkapital = Bokført verdi egenkapital + "premie"

$RI_t = \text{Resultat etter skatt}_t - (\text{bokført egenkapital}_{t-1} * \text{Avkastningskrav})$

$$NV(RI_t) = \frac{RI_t}{(1+WACC)^t} \quad (3.8)$$

Denne premien kan finnes ved å beregne nåverdien av forventede fremtidige *Residual Earnings* (ofte referert til som *abnormal earnings* eller *excess profit*), og sistnevnte sier oss litt om hva dette er for noe. *Residual Earnings* er den verdien som kan tillegges egenkapitalen etter at kapitaleiere har fått dekket inn sine krav.

Vi viser under hvordan dette vil forløpe seg i praksis med et enkelt talleksempel.

Investering år 0: 400

Forventede inntekter fra investering år 1: 440

Avkastning: 40

Avkastningskrav: 10 %

Verdien av denne investeringen vil bli bokført til en verdi av 400 i balansen, fordi verdien investeringen tilfører egenkapitalen er lik null, ettersom avkastningen er lik avkastningskravet.

Residual Earnings = Earnings – (avkastningskrav * investering)

Residual Earnings = 40 – (0,1 * 400) = 0

Hvis selskapets inntjening i år 1 derimot er på 450, noe som sier oss at avkastningen var høyere enn kravet, vil vi se at verdien av egenkapitalen vil være høyere enn det bokført verdi tilsier.

Residual Earnings = 50 – (0,1 * 400) = 10

Verdi egenkapital = bokført verdi egenkapital + nåverdien av fremtidige *residual earnings*

Verdi egenkapital = 400 + $\frac{10}{1,10} = 409,1$

Vi så her at avkastningen (*ROCE*: avkastning på total kapital - $ROCE_t = Earn_t/B_{t-1}$) var på 12,5 %, altså 2,5 % høyere (*Excess ROCE*) enn avkastningskravet, og vi får dermed en verdi

som kan tilføres egenkapitalen. Verdien av egenkapitalen til et selskap vil være avhengig av hvordan veksten i selskapet utvikler seg i tiden fremover, og i det følgende avsnittet vil det bli presentert hvilke forskjellige valg og metoder vi har for å kunne komme frem til en verdsettelse som er så nøyaktig som mulig.

Residual earnings er avkastning over avkastningskravet formulert i penger i stedet for i form av en ratio. En periodes RE kan også uttrykkes som

$\text{Residual Earnings}_t = (\text{ROCE}_t - \text{avkastningskrav}) * \text{bokført egenkapital}_{t-1}$

$$\text{Earn}_t - (\rho_E - 1)B_{t-1} = [\text{ROCE}_t - (\rho_E - 1)]B_{t-1} \quad (3.9)$$

Vi ser av likningen over at *residual earnings* avhenger av to komponenter; avkastningskravet til totalkapitalen og bokført egenkapital. Disse kalles for *Residual Earnings'* verdidrivere. Selskaper øker sin verdi over bokført verdi både ved strategier som tar sikte på å øke *ROCE* over avkastningskravet og vekst i bokført verdi. (Penman 2007)

Som vi har sett ovenfor tar vi utgangspunkt i bokført verdi av egenkapitalen, for deretter å tillegge ekstra verdi i form av å estimere fremtidige *residual earnings* som vi neddiskonterer til dagens verdi. Problemet vi nå står ovenfor dreier seg om hvordan *residual earnings* utvikler seg utover estimeringshorisonten, og det finnes ulike scenarier:

RE er lik 0 utover estimeringshorisonten.

RE er konstant utover estimeringshorisonten.

RE vokser med en konstant rate utover estimeringshorisonten.

1. RE er lik 0 utover estimeringshorisonten.

Ser vi fra beregningene man har gjort at *RE* er avtagende, og går mot 0, ved at *ROCE* nærmer seg avkastningskravet ($\text{Excess ROCE} = 0$), vil verdien av egenkapitalen være lik bokført egenkapital i år 0 (verdsettelsestidspunktet), pluss summen av de neddiskonterte *residual earnings* over estimeringsperioden.

Formelen er som følger:

(3.10)

$$\text{VerdiEK}(V_0^E) = B_0 + \frac{RE_1}{\rho_E} + \frac{RE_2}{\rho_E^2} + \frac{RE_3}{\rho_E^3} + \dots$$

hvor B_0 er bokført verdi av egenkapital, RE_n er *residual earnings* år n og ρ_E er avkastningskravet.

2. RE er konstant utover estimeringshorisonten.

Viser beregningene derimot en positiv RE ved utgangen av estimeringsperioden, er det en viss sannsynlighet for at dette vil være tilfellet utover horisonten også. I tilfeller hvor RE er konstante i estimeringsperioden, vil det være naturlig å anta at dette vil fortsette utover horisonten. Vi må da estimere *continuing value* av RE etter implisitt periode, og det gjøres slik som formelen under viser oss:

(3.11)

$$\text{VerdiEK}(V_0^E) = B_0 + \frac{RE_1}{\rho_E} + \frac{RE_2}{\rho_E^2} + \frac{RE_3}{\rho_E^3} + \dots + \frac{RE_T}{\rho_E^T} + \left(\frac{RE_{T+1}}{\rho_E - 1} \right) / \rho_E^T$$

Vi ser at formelen er den samme som ved tilfellet der RE var 0 ved estimeringshorisonten, bortsett fra det siste leddet som er *continuing value/continuing premium*. Ettersom RE antas å forbli konstant ser vi i dette tilfellet at RE for siste estimeringsperiode blir dividert med avkastningskravet -1, for å finne *continuing value*, før denne tallstørrelsen igjen blir neddiskontert til dagens verdi. Vi får da at verdien av egenkapitalen på tidspunkt 0 (verdsettelsestidspunktet) er summen av; bokført verdi av egenkapitalen på

verdsettelsestidspunktet, nåverdien av RE i estimeringsperioden og nåverdien av *continuing value*.

3. RE vokser med en konstant rate utover estimeringshorisonten.

Siste scenario vil være å benytte seg av Gordons vekstformel i beregningen av *continuing value* i det siste leddet i likningen under: Denne modellen benyttes når vi kan anta at veksten i RE tilsvare veksten i verdensøkonomien.

(3.12)

$$\text{VerdiEK}(V_0^E) = B_0 + \frac{RE_1}{\rho_E} + \frac{RE_2}{\rho_E^2} + \frac{RE_3}{\rho_E^3} + \dots + \frac{RE_T}{\rho_E^T} + \left(\frac{RE_{T+1}}{\rho_E - g} \right) / \rho_E^T$$

her er $RE_{T+1} = RE_T * (1+g)$

Vi ser at det eneste som skiller likningene i scenario 2 og 3 er at veksten er henholdsvis lik 0 ($g = 1,0$) og større enn 0 ($g > 1,0$). Dette påvirker kun beregningen av *continuing value* i slutten av likningen.

➤ Residual Operating Income (heretter ReOI)

Som en forlengelse av *Residual Earnings* modellen, som vi har gjennomgått tidligere i utredningen, har vi *Residual Operating Income*. Mens RE går på egenkapitalmetoden, tar ReOI utgangspunkt i totalkapitalmetoden.

ReOI = Driftsinntekter etter skatt – (totalkapitalkrav * netto operasjonelle eiendeler)

$$ReOI_t = OI_t - (\rho_F - 1)NOA_{t-1}$$

Verdi EK = Bokført EK + Nåverdi av fremtidige ReOI

$$V_0^E = B_0 + \frac{\text{Re}OI_1}{\rho_F} + \frac{\text{Re}OI_2}{\rho_F^2} + \frac{\text{Re}OI_3}{\rho_F^3} + \dots + \frac{\text{Re}OI_T}{\rho_F^T} + \frac{CV_T}{\rho_F^T}$$

Hvor

$$\text{Re}OI_t = OI_t - (\rho_F - 1)NOA_{t-1}$$

V_0^E er verdien av egenkapitalen

B_0 er bokført egenkapital på tidspunkt 0

$\text{Re}OI$ er Residual operating Income (superprofitt)

ρ_F er 1 + totalkapitalkravet

Modellen er svært lik *RE* modellen, bortsett fra at superprofitten blir beregnet ut fra netto operasjonelle eiendeler i stedet for bokført egenkapital (Penman 2007). *Continuing Value*-leddet på slutten av likningen over følger samme mønster som vi så ovenfor under beskrivelsen av *RE* modellen.

3.3 Komparativ verdsettelse

Denne type verdsettelse gjøres på basis av hvordan ett eller flere selskaper prises i forhold til en verdidriver. Det betyr at verdien blir utledet fra variabler tilhørende sammenlignbare selskaper eller fra bransjen generelt. De mest brukte variablene i en slik analyse er størrelser som kontantstrøm, bokverdi, inntjening og salg. Komparativ analyse gjøres på en av de to følgende måtene:

- **Direkte**
- **Indirekte**

Benytter vi multiplikatormodeller betegnes disse ofte som en direkte fremgangsmåte. Da tar vi utgangspunkt i bransjen eller sammenlignbare selskaper, hvorpå vi utleder verdien ved å benytte de aktuelle aktørers forholdstall i kalkuleringen. De mest brukte multiplene er pris/bok, pris/fortjeneste og EV/EBIT (enterprise value/earnings before interest and taxes).

Når indirekte fremgangsmåte benyttes vil en ta substansverdimodellen i bruk. En vil da verdsette selskapets egenkapital og gjeld mot sammenlignbare verdier for tilsvarende eiendeler.

3.3.1 Price/Earnings

(3.13)

$$\frac{P}{E} = \frac{\text{Markedspris pr aksje}}{\text{Resultat pr aksje}}$$

Hovedformålet med P/E-metoden er å få et blikk på hvordan et selskap eller en aksje er priset i forhold til for eksempel konkurrenter.

Verdi = (Resultat før ekstraordinære poster – Skattekostnad) * P/E-tall

P/E-ratioen er avhengig av flere forskjellige faktorer som inntjeningsvekst, kapitalstruktur og regnskapsmetode. Når man skal regne ut et P/E-tall dividerer man pris pr. aksje i selskapet

med resultat pr. aksje i selskapet (EPS) med dagens aksjekurs i telleren og EPS i nevneren. Et selskap med høy P/E-ratio behøver ikke nødvendigvis være overpriset. Har et selskap en høy forventet inntjeningsvekst vil dette være innbakt i markedsprisen, og en høy ratio kan da forsvares. Det at resultat før ekstraordinære poster benyttes gjør resultatene fra ulike år mer sammenlignbare.

For å finne verdien av egenkapitalen, finner man et gjennomsnitt av de sammenlignbare selskaperes P/E-ratioer og multipliserer dette med selskapets årsresultat (Trailing P/E). Vil man prøve å anslå verdien for eksempel et år frem i tid må man multiplisere P/E-tallet med et estimat for neste års resultat (Forward P/E). I tillegg har vi også Rolling P/E hvor man dividerer med summen av de fire siste kvartalsmessige resultatene. Er det vanskelig å finne sammenlignbare selskaper i Norge kan man benytte utenlandske selskaper, men da må man samtidig må være klar over markedsforskjellene som finnes, generelt kan man si at land med høy realrente skal ha en lavere P/E-ratio enn land med lav realrente. Markeder med høyere forventet vekst har høyere P/E-ratio enn et land med lav forventet vekstrate. Markeder som har høyere risiko har lavere P/E-ratio enn markeder med lav tilknyttet risiko (Damodaran 2002).

Ettersom nivået på P/E-tall varierer fra børs til børs, bør disse justeres. Vi vil her vise med et eksempel hvordan en slik justering kan gjøres:

Et talleksempel:

Hvis vi antar at gjennomsnittlig amerikansk P/E-tall for den spesifikke bransje er 20, gjennomsnittlig amerikansk P/E-tall er 25 og gjennomsnittlig norsk P/E-tall er 15. Da vil det være rimelig å anta at norsk P/E-tall for den spesifikke bransje kan være omtrent

$$15 * \frac{20}{25} = 12$$

(Boye and Meyer 1998)

3.3.2 Price/Book

Pris/Bok-metoden er et annet alternativ innenfor komparativ verdsettelse. P/B-metoden baserer seg i motsetning til P/E-metoden, på egenkapitalen i stedet for resultatet. Balansen viser oss eiernes nettoverdier, mens regnskapet viser oss inntjening og dermed tillagt verdi til nettoverdien av å drive selskapet. Bokført verdi av egenkapitalen kan betegnes som netto eiendeler (Eiendeler – gjeld), men kan ikke benyttes som et nøyaktig mål på verdien av en eiers investering i selskapet. Med andre ord er ikke bokført verdi lik virkelig verdi.

Forskjellen mellom markedsverdien og den bokførte verdien av egenkapitalen kalles for markedspremie og kan betegnes som en slags goodwill basert på framtidsutsiktene, blant annet med tanke på inntjening. Prises selskapet under bokført verdi, sies det da at det selges med en markedsrabatt, ofte som en følge av svært dårlige inntjeningsutsikter. Med andre ord, poenget med metoden er å vise at markedsverdien av egenkapitalen skal gjenspeile forventningene markedet har til selskapets fremtidige inntjeningsevner og kontantstrømmer. En av fordelene med denne metoden er at den også kan benyttes på selskaper med negativ inntjening, ettersom de fleste har positiv egenkapital.

(3.14)

$$\frac{P}{B} = \frac{\text{Markedsverdi av egenkapital}}{\text{Bokført verdi av egenkapital}}$$

3.3.3 Kritikk mot komparativ verdsettelse

Ved bruk av komparativ verdsettelse kan det være lett å trekke konklusjoner som ikke alltid gjenspeiler virkeligheten. Hvis vi utelukkende benytter multipler som eneste beslutningsparameter i en investeringsprosess, legger vi til grunn at markedet er effisient, altså at komparative selskaper er riktig priset. Sammenlignet med fundamental verdsettelse har komparativ verdsettelse en lavere kostnadsprofil og er lettere å gjennomføre. Noe som også vises ved at den ofte benyttes. Metoden kan også benyttes som et supplement til andre verdsettelsesmetoder, ved å bruke estimater og multiplikatormodeller for å sammenligne selskapet med tilsvarende selskapers markedsverdi.

Verdsettelse ved hjelp av multipler eller ratioer er en svært enkel og lite tidkrevende form for verdivurdering. Man bruker disse måletallene for å sammenligne med tilnærmet like selskaper innen samme bransje, for så å finne verdien selskapet som skal verdsettes ved hjelp

av hvordan de andre selskapene er priset i markedet. Likhetene bør helst omfatte industri, teknologi, vekstmuligheter, størrelse og finansieringsstruktur. (Horngren, Foster et al. 2006)

➤ **Kritikk av de tradisjonelle økonomiske måltallene**

Det hevdes av Horngreen og Foster at de tradisjonelle økonomiske nøkkeltallene ikke lenger er relevante for styring av dagens bedrifter og i nye konkurransesituasjoner. På bakgrunn av dette har man fremhevet behovet for nye styringsverktøy.

Kritikken går på at informasjonen man får fra de tradisjonelle nøkkeltallene ikke gir nyttig informasjon i styringssammenheng. Informasjonen kan ikke brukes til å navigere en moderne bedrift i raskt skiftende omgivelser. Det hevdes at de nevnte nøkkeltallene kommer sent til syne, og at tallene ikke har nytteverdi for fremtiden. Videre mener de at man bør se på flere dimensjoner når man skal styre en bedrift i dagens komplekse konkurransesituasjon.

Utviklingen av styringssystemer har ikke klart å følge utviklingstempoet i organisasjonene. Bedrifter som bare ser på de økonomiske nøkkeltallene risikerer derfor å styre etter foreldede prinsipper. (Horngren, Foster et al. 2006)

➤ **Konkurransesituasjon**

I de siste tiårene har konkurransesituasjonen endret seg dramatisk for bedriftene. Kundene stiller større krav til varer og tjenester. Bedriftene tilbyr nå et større spekter av varer og tjenester, teknologien har utviklet seg og det er blitt sterkere internasjonal konkurranse. Produktenes levetid er også blitt redusert, og tempoet for nylanseringer har økt. Disse endringene i markedets preferanser stiller større krav til bedriftenes evne til å fange endringer i markedet, samt klare å tilpasse seg.

Internasjonalisering og økt omstillingstakt har ført til at bedriftene stadig må utvikle og fornye seg for å overleve. Økt tempo og kompleksitet øker bedriftenes behov for presis og relevant styringsinformasjon. Av denne grunn hevdes det at de tradisjonelle økonomiske resultatmålene ikke gir relevant informasjon å styre etter.

➤ **Kortsiktighet**

De tradisjonelle økonomiske data legger ikke direkte grunnlag for forbedringsaktiviteter. De kan fortelle oss at noe er galt, men ikke hvorfor. Det å ikke lete etter forbedringsmuligheter er kortsiktig tankegang. Derfor er det fra flere hold blitt argumentert for å benytte operasjonelle måletall istedenfor bare økonomiske.

De operasjonelle måletallene kan legge grunnlag for forbedringsaktiviteter på det operasjonelle plan. På lang sikt vil slike forbedringsaktiviteter gi seg utslag gjennom de økonomiske data. (Horngren, Foster et al. 2006)

3.4 Opsjonsbasert verdsettelse

Opsjonsbasert verdsettelse er en utvidelse av fundamental verdsettelse, med det mål for øyet å bygge inn verdi av særlig fleksibilitet (Boye and Meyer 1998)

Hvis et selskap har finansielle eller driftsrelaterte opsjoner kan det gi selskapet en betydelig verdi gjennom økt fleksibilitet. De fundamentale verdsettelsesteknikkene tar ikke hensyn til dette i sine verdivurderinger. Ved å beregne verdien på denne fleksibiliteten kan opsjonsbasert verdsettelse være et supplement til de andre metodene.

En opsjon er en fordring som gir avkastning kun hvis verdien av den underliggende eiendelen overskrider en forhåndsbestemt verdi. En eiendel kan bli verdsatt som en opsjon hvis avkastningen er en funksjon av verdien til den underliggende eiendelen (Damodaran 2002).

Man kan da finne verdien av et selskaps egenkapital som fundamentalverdi pluss nåverdien av denne fleksibiliteten (opsjonen) (Kotler and Fredriksen 2005)

Fleksibiliteten kan verdsettes fra to ulike tilnærminger, avhengig av hvilken type fleksibilitet vi har. En kan enten basere verdsettelsen på opsjonsprisinde modeller, eller en kan basere den på et beslutningstre. Opsjonsprisinde modeller kan egne seg godt i bransjer som er råvareavhengige, da observerte priser for underliggende aktiva ofte vil være tilgjengelig.

Beslutningstreet vil egne seg godt til verdsetting av høyteknologiske selskaper, som ofte forbindes med lite tilgjengelig informasjon, og hvor påliteligheten til kontantstrømsestimer ansees å være lav. Derfor passer en slik verdsetting bedre i for eksempel IT-bransjen og andre lignende bransjer, enn i offshore- og oljebransjen.

3.5 Drøftelse av verdsettelsesmetoder

Hvilken verdsettelsesmetode er best egnet for Deep Sea Supply? (Penman 2007) lister opp fordeler og ulemper ved enkelte av modellene som kan være praktisk å ta en titt på som en innledning til metodevalget.

3.5.1 Residual Income - modellen

Fordeler:

- Som tidligere nevnt er lønnsomheten til investeringene og veksten i bokført egenkapital betegnet som verdidrivere til *Residual Earnings*. Ved at modellen er med på å rette fokuset mot disse to komponentene vil man med strategisk planlegging enklere kunne legge opp til økt ROCE og vekst i bokført egenkapital.
- Modellen inkluderer allerede balanseførte verdier, ved at den estimerer regnskapsverdier fremfor kontantstrømverdier.
- Det benyttes regnskapsmessig bokføring, som tar med tillagt verdi til bokført egenkapital. Modellen ser på den verdien som er gått ut av selskapet i form av investeringer opp mot den tillagte verdien investeringene medfører. Investeringen blir med andre ord sett på som en eiendel i stedet for kun en faktor som reduserer egenkapitalen, slik som i DCF-modellen.
- Det behøves som regel en kortere estimeringsperiode for *Residual Earnings* modellen enn i enkelte andre modeller vi har gjennomgått. Modellen fanger bedre opp verdier på kort sikt enn andre og prognosene opp mot estimeringshorisonten gir et bra anslag på lønnsomhet og vekst for beregningen av horisontverdien.
- Modellen er svært anvendelig i den forstand at den kan benyttes med et vidt spekter av regnskapsprinsipper.
- Analytikere estimerer som regel *earnings*, hvilket er svært praktisk for videre kalkuleringer av *residual earnings* og prognoser for disse.
- Avskrivningsplanen spiller en underordnet rolle. Dersom et lønnsomt investeringsprosjekt settes i verk, vil nåverdien av endringene i *residual income* være positive uansett hvilken avskrivningsmetode som benyttes. Dersom det avskrives for mye i starten av prosjektets levetid, vil avskrivninger og rentebelastninger senere bli

tilsvarende redusert slik at nåverdien av *residual income* forblir uendret. (Gjesdal and Johnsen 1999)

Ulemper ved modellen

- Krever god forståelse av regnskapsmessig bokføring.
- Bygger på regnskapstall, som ikke alltid nødvendigvis er korrekte. En kvalitetssjekk av regnskapet er ikke noe man kommer utenom.
- Man skulle helst sett at *residual income* uttrykte lønnsomheten til prosjektet i hver periode, eksempelvis slik at i et lønnsomt prosjekts tilfelle er *residual income* positiv i hver periode. Dette skjer ikke alltid, og som regel kun dersom man benytter en lineær avskrivningsplan.

3.5.2 Discounted Cashflow

Fordeler:

- Enkelt utført. Kontantstrømmer er reelle tall og ikke påvirket av regnskapsregler
- Kjent metode for de fleste. Byr på små problemer ettersom det er en kjent verdsettelsesteknikk innen nåverdimetodene.

Ulemper:

- Den største ulempen med DCF-modellen er at den ikke fanger opp kortsiktige opptjente verdier, i forhold til verdier som er gått ut av bedriften til investeringsformål. En bedrift i vekst som investerer større summer i lønnsomme prosjekter enn størrelsen på kontantstrømmene som kommer fra de operasjonelle aktivitetene, vil gi negative frie kontantstrømmer på grunn av dette. Men de vil ikke nødvendigvis være ulønnsomme av den grunn. Genererte verdier som ikke inngår i kontantstrømmen, blir ikke regnet med. I motsetning til i *Residual Income* modellen, blir en investering regnet som en tapt verdi snarere enn en eiendel. DCF blir derfor i mange sammenhenger ansett som et investerings- eller likvidasjonskonsept, fordi bedrifter vil søke å øke sine frie kontantstrømmer ved å kutte i investeringene.

- DCF-modellen er avhengig av en forholdsvis lang estimeringshorisont for å fange opp kontantstrømmer som stammer fra investeringer. *Continuing value* er derfor som regel en stor del av den totale verdien i verdsettelsen.
- En annen ulempe man støter på når teorien settes ut i praksis, er at analytikere stort sett estimerer *earnings* og ikke frie kontantstrømmer, dette fordi *earnings* gir et mer målbart og sammenlignbart tall på suksess i de operasjonelle aktivitetene. Disse kan konverteres til frie kontantstrømmer, men ikke uten problemer og videre analyse.

3.5.3 Dividend Discount Model

Fordeler:

- *Dividend Discount Model* er også et relativt enkelt konsept. Modellen fungerer åpenbart best når bedriften fører en dividendepolitikk som følger et fast mønster hvor for eksempel dividenden er knyttet til verdiskapningen, og en fast prosentandel av *earnings* blir utbetalt som utbytte.
- Dividenden er som oftest stabil på kort sikt, og dermed relativt enkel å estimere de første periodene, mens ved senere perioder og horisontverdi vil det lettere kunne bli komplikasjoner.

Ulemper:

- Som nevnt under verdsettelsesteorien, er ikke dividende et mål på verdi. Selve dividendeestimeringen tar heller ikke hensyn til en eventuell gevinst på salgstidspunktet.

3.5.4 Adjusted Present Value

Fordeler:

- Fordelen med APV er at den fokuserer på verdiskapningen gjeldsfinansiering medfører, i form av verdsettelse av skattefradraget. Modellen for øvrig er svært lik fri kontantstrøm modellen, men setter fokus på dette med endring av kapitalstruktur uten at den kompliseres nevneverdig. (Penman 2007)

Ulemper:

- I tilfeller der gjeldsfinansieringen blir såpass høy at faren for betalingsproblemer eller konkurs er økende, blir ikke kostnadene dette kan medføre medregnet i formelen. Som et resultat av dette vil beregningen bli feil i slike situasjoner. Dette fordi disse kostnadene i slike tilfeller fremdeles er innbakt i kostnaden ved gjeldsfinansiering, som igjen er utgangspunktet for utregningen av kapitalkostnaden for et egenkapitalfinansiert selskap. Oppgaven med å regne ut disse kostnadene for å trekke de fra skattefordelen med gjeldsfordelen er i tillegg svært omfattende og komplisert. (Penman 2007)

3.5.5 Residual Income eller Discounted Cash Flow?

Helt siden Copeland, Koller, & Murrin i 1990 skrev om hvordan *Discounted Cash Flow* modellen var overlegen *Residual Income* modellen grunnet dens egenskap at den gir samme svar uavhengig av regnskapsmetode, har modellen i mange tilfeller vært foretrukket. I 1995 argumenterte Ohlson for at dersom “*clean surplus*” regnskapsprinsipper blir benyttet, altså en egenkapitaloppstilling som ikke inkluderer annet enn netto inntekt fra resultatregnskapet, kan også *Residual Income* benyttes på ulike regnskapsmetoder og gi samme svar.

Penman og Sougiannis gjennomførte i 1998 en studie for å se på nøyaktigheten til henholdsvis *Residual Income* og *Discounted Cashflow* modellen. Studien viste at *Residual Income* gav mer nøyaktige resultater enn *Discounted Cashflow* modellen.

Levin og Olsson (2000) beviste at hvis vi ikke har *steady state* ved utregningen av *continuing value*, vil en utregning basert på *Residual Income* gi det mest nøyaktige svaret. Denne studien baserte seg på J. Ohlsons foregående studie i 1998 hvor han så på sammenhengen mellom forenklete forutsetninger i modeller, og deres påvirkning på sluttresultatet.

Thomas Plenborg tok tak i alle de overnevnte studiene i 2001, for å finne ut hvorfor de to modellene varierer med tanke på hvilken som gir det beste svaret. Her argumenterer han for at ettersom estimering baserer seg på periodisering, og siden budsjettkontroll baseres på regnskapstall og ikke kontantstrømmer, vil det være logisk å estimere firmaets verdi basert på konsepter og finansielle ratioer hentet fra periodisering og årsregnskap. Han konkluderer dermed med at tilnærmingen i *Residual Income* gir det mest nøyaktige resultatet. (Copeland 2000)

3.6 Valg av verdsettelsesmodell

Gjennom hele kapittel 3 har vi presentert og diskutert de ulike formene for verdsettelsesteori, og neste steg blir å velge hvilken eller hvilke metoder vi mener er best egnet og derfor ønsker å benytte.

Penman (2007) presenterer tre faktorer som er viktige å hensynta i valg av teknikk:

- Livssyklus
- Planer om videre drift?
- Type bransje, finnes et velfungerende annenhåndsmarked?

DESSC er et relativt ungt selskap (2005) og som vi kom frem til både i samtaler med selskapet og som vi vil se i kapittel 4 er det et selskap som etter en modningsfase, nå er i starten av en ny vekstfase.

Fra selskapets årsrapport fra 2010 og revisors (PWC) beretning kan vi lese at alle forutsetninger for videre drift er i overensstemmelse med lover og forskrifter. Det betyr at selskapet ikke har planer om avvikling i nærmeste fremtid. Dette taler for en fundamental verdsettelse av selskapet, gitt at vi har en god tilgang på tallmateriale og informasjon om selskapet. DESSC er et børsnotert selskap og derfor forpliktet til å offentliggjøre regnskapet sitt. I tillegg til dette har vi gjennom samtaler med DESSC fått tilgang til supplerende informasjon der hvor det har vært nødvendig. Begge disse punktene taler for at en fundamental verdsettelse.

4 Strategisk analyse

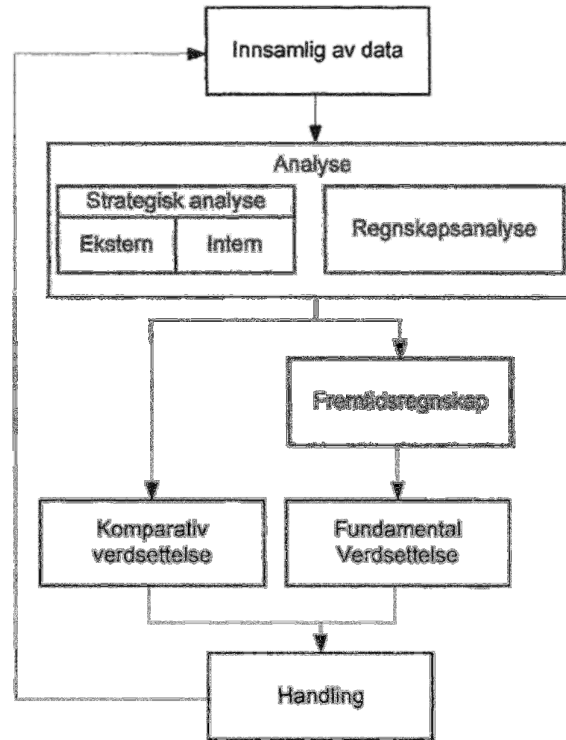
Det første steget i en fundamental verdsettelse er en kvalitativ analyse, eller en strategisk analyse. En slik analyse vil i følge (Palepu, Healy et al. 2000) gjøre den etterfølgende regnskapsanalysen forankret i virkeligheten. I følge (Soffer and Soffer 2003) er dette nødvendig for å kunne gjøre gode forutsigelser for fremtiden.

Strategi ble i 1944 definert som en komplett plan som spesifiserer hvilke valg en organisasjon vil foreta seg i enhver situasjon (Von Neumann and Morgenstern 1953) Målet ved å utforme en strategi er å identifisere om det finnes et konkurransefortrinn, noe som gir bedriften en fordel sammenlignet med konkurrenten.

Analysen ønsker å få frem hvordan selskapet posisjonerer seg i forhold til konkurrentene, hvordan eksterne faktorer kan påvirke selskaper og hvordan selskapet forvalter og utvikler sine ressurser. Identifiserer vi en strategisk fordel kan dette føre til superprofitt som betyr at egenkapitalrentabiliteten er høyere enn avkastningskravet.

Med bakgrunn i teorien fra (Penman 2007) setter vi opp en strategisk analyse, som sammen med regnskapsanalysen skal hjelpe oss å identifisere hvilken regnskapsteknikk som vil være den riktige for DEESC.

Denne delen av analysen har vi organisert på en todelt måte hvor vi først ser etter de muligheter og trusler vi finner eksternt, før vi i del to belyser styrker og svakheter innad i bedriften. Dette blir gjort gjennom Porters fem krefter i punkt 4.1, supplert med en VRIO-analyse i del 4.3, og oppsummert i en SWOT modell i punkt 4.4.



Figur 14. Fra innsamling til handling, Damadoran

4.1 Ekstern analyse

Mikroanalyse – Porters fem krefter

Vi vil presentere hva de ulike delene av analysen betyr, og hvilken påvirkningskraft de har på konkurransen DESSC møter i markedet. Til slutt vil vi konkludere med hvilke faktorer som vil få konsekvenser for profitten til DESSC i dag, og hva som blir utfordringen i fremtiden.

Porter beskriver at det første steget i denne analysen er å identifisere bransjen selskapet opererer i. I dette tilfellet er det ingen tvil, DESSC opererer i offshore-supply sektoren.

I modellen under (figur 14) er vi ute etter å identifisere fem krefter (potensielle trusler)



Figur 15. Porters fem krefter

Konkurransenivå i markedet avgjøres av trusselen fra:

- Potensielle inntrengere
- Leverandørers forhandlingsmakt
- Kunders forhandlingsmakt
- Eventuelle substitutter, eksisterende konkurranseforhold

Alle disse punktene beskriver på ulik måte konkurransesituasjonen i bransjen, og bedriftens styrkeforhold mot de ulike truslene i markedet. Porter argumenterer for at jo sterkere de fem kreftene er, desto vanskeligere vil det bli for allerede etablerte selskaper å høyne prisene sine, hvilket gjør det vanskeligere å øke profitten. På den måte vil styrkeforholdet mellom bedriften og disse fem kreftene bestemme lønnsomhetspotensialet i bransjen. (Hill and Jones 2004)

4.1.1 Konkurransenivå i bransjen

Her vil vi se på hvor intens konkurransen er mellom bedrifter i supplybransjen, for å finne ut om selskapene utgjør en trussel seg i mellom. For å kartlegge dette må vi se på; konkurrenter og styrkeforhold, differensieringsstrategi, bransjens vekstrate og utgangsbarrierer. (Hill and Jones 2004)

De viktigste faktorene for å vurdere hvor stor grad av konkurranse som finnes i en bransje er konkurransestruktur, etterspørselsforholdene og utgangsbarrierene (Kotler and Fredriksen 2005). I normale tilfeller vil disse faktorene kunne medføre at profitten i markedet blir for liten da den hele tiden skal deles på flere. Dette fører til at de ulike selskapene må tilpasse seg sitt eget segment og finne sin generiske strategi. Er markedet under en stabil eller liten vekst, vil dette føre til økt konkurranse på differensiering og pris. Mens i offshoremarkedet har vi hatt en sterk vekst i antall rigger og skip de siste 20 årene, samtidig som petroleumsutvinning tradisjonelt sett har hatt en høyere avkastning sammenlignet med andre bransjer.

Sammenlignet med andre markeder har offshore- og shippingrelaterte virksomheter et etterslep på konjunkturer, siden nybyggingsmarkedet både for skip, rigger og andre installasjoner har en lang leveringstid fra bestillingstidspunktet.

Konkurransenivået i bransjen anser vi som en moderat trussel.

4.1.2 Potensielle Inntrengere

Trusler fra potensielle inntrengere avhenger av hvilke etableringshinder som eksisterer i bransjen. Jo høyere kostnad det er ved å etablere seg, jo vanskeligere blir det for nye aktører å trenge seg i bransjen, derav høyere inngangsbarriere. Noen av etableringsbarrierene som vi finner i offshore supply er: kapitalbehov, stordriftsfordeler, bransjekunnskap, byttekostnader og produktdifferensiering. (Hill and Jones 2004).

Bransjekunnskap

Mange av aktørene i offshore supply har lang erfaring, og dette resulterer i en unik bransjeerfaring og kompetanse. Denne kompetansen kan relateres til arbeid under vanskelige forhold, særegen teknologisk erfaring eller svært dyktige medarbeidere. For best mulig å sikre en effektiv og sikker drift er det en forutsetning at de har et godt opptrent mannskap med mye erfaring. En helt ny aktør vil derfor måtte tilby noe unikt for å tiltrekke seg et stort nok mannskap med god nok erfaring. Dette vil derfor stå som en hindring for nye etablerere i vår bransje.

Kapitalbehov

For i det hele tatt å gå inn i supply bransjen kreves det høy andel av kapital. Særlig når man kjemper om kontrakter knyttet til segmentet for store og avanserte skip, kreves det at supply-båtene er av en svært teknisk karakter samt oppfyller en rekke sikkerhetskrav. Som en følge av at dette krever store kapitalinvesteringer, utgjør dette en barriere for potensielle inntrengere. Men er den potensielle lønnsomheten stor nok, er det også relativt lett å reise kapital til slike investeringer i ett effektivt kapitalmarked. I samtale med Anders Hall Jomaas (CFO, DESSC) kommer det frem at bankene nå begynner å bli villige til å finansiere skip

igjen, etter en vanskelig periode som følge av finanskrisen. Typisk for finansieringen av nye skip nå vil være en belåningsgrad på 60-70 % av skipenes verdi, hvor en konsekvens av innstramminger etter finanskrisen har medført en litt høyere rente enn før. Lånerenten vil nå være LIBOR/NIBOR + 2,5-2,75 %. Finansiell soliditet og kapitalkrav vil være et vesentlig hinder for nye etablerere.

Produktdifferensiering

M. Porter definerer produktdifferensiering ved at et firma forsøker å være unikt innen sin industri på en slik måte at det verdsettes av kundene. Den velger en eller flere attributter som mange kjøpere innen industrien oppfatter som viktig, og posisjonerer seg for å møte disse preferansene, (Porter 1976)

(Dickson 1987) sier at et produkttilbud er oppfattet av konsumentene som forskjellig fra konkurrerende produkter både gjennom fysiske og ikke-fysiske produkttegenskaper, inkludert pris. Disse forskjellene kan være formet av erfaring, word-of-mouth eller promosjon, mens kundene mener de reelle forskjellene er formet av produktkarakteristikker. Hva vi ønsker å finne ut her, er på hvilken måte bransjen differensierer seg i segmentene, og om dette utgjør en lav eller høy barriere for potensielle inntrengere.

Det er få aktører i supply bransjen som operer i alle segmentene. Selskaper som Solstad og Farstad opererer hovedsakelig i tre av segmentene. Fra årsrapporten til DESSC (2008) kan vi lese at utviklingen går mot større og mer moderne skip, noe som er nødvendig for å operere på dype farvann. I tillegg gjøres det ofte tilpasninger av skipene til hvert oppdrag, i de tilfellene kunden ønsker dette. Det ligger ute detaljert beskrivelse av spesifikasjonene på de ulike skipene til aktørene, noe som gjør det lett for potensielle inntrengere å skaffe seg informasjon om dette. På bakgrunn av dette mener vi at produktdifferensiering utgjør en lav barriere for nyetablering i bransjen.

Stordriftsfordeler

Teorien her tilsier at jo større innkjøp et selskap kan gjøre, jo bedre forhandlingsmakt har de. Relasjoner de har bygget opp mot leverandører, samt nettverk vil også spille inn på sluttpris.

Noe som i praksis vil si at supplyselskapene med store flåter, kan fordele administrative- og markedsføringsrelaterte kostnader på flere skip. Ved å utnytte fordelen ved større innkjøp, får vi den effekten at innkjøpskostnader og *sunk costs* får en mindre effekt på hvert skips kontantstrøm.

Ved innkjøp av forbruksvarer og sikkerhetsutstyr vil det også være mulig å oppnå rabatter. Et annet moment som også gjelder DESSC er at selskaper som er store og har en del erfaring i markedet, er at de innehar mer spesialkunnskap enn nyetablerte selskaper med en mindre flåte. Stordriftsfordeler vurderes som en medium til høy inngangsbarriere, da DESSC har en stor andel av erfarne ansatte samtidig som de i eierstrukturen besitter unik generell shippingkompetanse.

Byttekostnader

DESSC sier i sin forretningsplan at de på nye kontrakter ønsker å skape nære relasjoner til sine kunder ved å tilby tilpassede løsninger. Ved å gjøre dette kan de skape en "lock in" effekt ovenfor sine kunder, hvilket betyr at hvis kjøperen av kontrakten ønsker å bytte leverandør blir dette mer kostbart enn standardiserte kjøp, ettersom det kreves tilpasninger for å oppnå samme nytteeffekt. Dette kommer særlig til nytte hvis tilpasningen på skipene krever ny forskning eller nye løsninger som kunde og leverandør felles tar kostnaden på, da det i et slikt tilfelle skapes en gjensidig avhengighet til hverandre. (Rosenberg 1994) I tillegg til de psykologiske kostnadene, kan de reelle byttekostnadene bli store dersom kundene ønsker å annullere en inngått kontrakt.

På bakgrunn av dette anser vi byttekostnader som en moderat barriere for potensielle inntrengere.

Trusselen fra potensielle inntrengere samlet, anser vi som moderat.

4.1.3 Kunder

Fra de fem markedskreftene vet vi at kunder kan utgjøre en trussel dersom de har muligheten til å påvirke bransjens lønnsomhet gjennom vertikal integrasjon, prispress eller produktpress. Så i supplybransjen vil oljeselskapene representere de største kundene, og være vårt hovedfokus. (Hill and Jones 2004)

Blant de største oljeselskapene i verden finner vi blant annet BP, Exxon Mobil, Shell, Chevron, Petrobas, PetroChina og Statoil. De største aktørene har mye makt i anbudsrunderne og kontraktene er store og viktige for supplyselskapene. Med økt søke og boreaktivitet er det likevel en avveining for supplyselskapene hvorvidt de ønsker å eksponere seg i spotmarkedet, eller binde seg opp i time-charter kontrakter. Timingen på kontraktene avgjør profitten på avtalene. På samme måte ønsker oljeselskapene å binde seg til lange kontrakter når ratene er lave, og ønsker korte kontrakter hvis de anser ratemarkedet nær en konjunkturtopp. Det er også verdt å nevne markedsmessige forskjeller, da det spesielt i det brasilianske markedet er strenge reguleringer, og selskaper som har bygd skipene i Brasil har førsteprioritet i anbudsrunder. De stiller som tidligere nevnt krav til hvor stor andel av mannskapet som må være av brasiliansk nasjonalitet.

Vertikal integrasjon

Oljeselskapene har frem til nå kjøpt supplytjenester fra eksterne aktører, og fokusert på sitt eget kjerneområde. Men forskjellige reguleringer i ulike oljefelt og egne nasjonale bestemmelser knyttet til ansvar og sikkerhet gjør at oljeselskapene velger denne løsningen. Vi kan likevel ikke utelukke at dette forandrer seg i fremtiden.

På bakgrunn av dette anser vi truslene for vertikal integrasjon som lav i nær fremtid.

Totalt sett anser vi da trusselen fra kunder som moderat.

4.1.4 Leverandører

I følge (Hill and Jones 2004) referer trusselen fra leverandører til deres mulighet til å sette opp prisene, eller redusere kvaliteten. Når det gjelder leverandører velger vi å fokusere på skipsverft og arbeidskraft.

Skipsverft

I Norge har vi en lang tradisjon for skipsbygging, men stadig økende konkurranse og åpningen av nye markeder, eksempelvis Brasil, har ført til økt konkurranse.

Prisene på levering har variert med etterspørselen på nybygg, som har hatt store svingninger de siste årene. Disse svingningene skyldes både endring i etterspørselen og råvarer.

Reguleringer i det brasilianske markedet tilsier at supplyskip som skal operere i Brasil, må bygges i Brasil, noe som gir skipsverft økt forhandlingsmakt i det brasilianske markedet, sammenlignet med et uregulert marked, jamfør foregående punkt.

Også når det kommer til kvalitet er det store forskjeller knyttet til krav og retningslinjer. For mange leverandører er det å være godkjent av Det Norske Veritas et kvalitetsstempel, mens for skip som er bygget i Norge er det et krav at skipene oppfyller disse kravene. Historisk har også norskbygde skip gjennomgått så mange kvalitetssikringer at dette har medført godkjenning i alle markeder. Utover de lovmessige retningslinjene knyttet til kvalitet, vil fokus på kvalitet føre til en vinn-vinn situasjon for leverandør og kunde. DESSC har hatt fokus på å ha en skipsflåte med lav alder. Noe som har gitt de en konkurransemessig fordel i spotmarkedet sammenlignet med eldre flåter.

DESSC har vurdert situasjonen slik at kvalitetsforskjellene på et norskbygd skip og et skip bygd i Asia er marginale. Skrog og spesifikasjoner designes i Norge, mens selve skipsbyggingen outsources. Brasilianske verft er også svært dyre sammenlignet med skip fra indiske eller kinesiske verft. Hvis en PSV med de samme spesifikasjonene skal bygges i Brasil og Kina vil kostnadene være henholdsvis ca. 75 og 40 millioner dollar. (Anders Hall Jomaas, CFO DESSC)

På bakgrunn av dette vil DESSC sin strategi fremover være å bygge skipene på kinesiske, eller indiske verft med norsk skipsdesign. Skipsdesignet vil da stå for ca. 15 % av den totale kostnaden, og sikre høy kvalitet på det ferdige produktet.

Skipsverftenes forhandlingsmakt vil variere med ordrebøkene, som også påvirker leveringstiden. I markedet nå og i nær fremtid er ordrebøkene slanke, og leveringstiden ligger på 1,5-2 år.

Trusselen fra skipsverft kan altså vurderes som en lav til moderat, avhengig av markedsreguleringene.

Arbeidskraft/mannskap

Skipsklyngen i Norge har ført til en unik kompetanse og flinke sjømenn. Supplybransjen har likevel vokst så raskt de siste ti årene, at etterspørselen har holdt seg på et stabilt høyt nivå. Suppelselskapene er helt avhengig av å ha et svært dyktig mannskap. Helse, miljø og

sikkerhet har hatt et økende fokus, og selskapene investerer store summer i opptrening av de ansatte.

Mannskap med lang erfaring har derfor en god forhandlingsmakt når det gjelder lønnsvilkår og har en høy avlønning. Usikkerhet i markedet etter finanskrisen, sammen med reguleringer for andel av mannskapet som må være fra landet skipet opererer i, gjør at graden av forhandlingsmakt er ulik i de forskjellige markedene.

I det brasilianske markedet er det et krav at etter de tre første månedene med operasjonell aktivitet skal 25 % av mannskapet være brasiliansk, etter seks måneder er minstekravet 50 % ni måneder 75 % og etter ett år 100 % brasilianske. Fortsetter utbyggingen i Brasil med det samme tempoet må denne regelen endres, da det ikke finner nok utdannede sjømenn i Brasil til å dekke dette kravet. (Jomaas, DESSC) Ved å sette opp egne management selskaper i Brasil og Malaysia vil DESSC greie å kontrollere arbeidskraften bedre, og på sikt senke de operasjonelle kostnadene. I dag er det slik at driftskostnader i det asiatiske markedet ligger på ca. 7000\$, og i det brasiliansk mannskap 15000\$.

Forhandlingsmakten fra arbeidskraften varierer derfor fra moderat i noen markeder til høy i andre markeder.

4.1.5 Substitutter

Substitutter er produkter fra andre bedrifter, eller en annen industri, som kan tilfredsstillende lignende kundebehov, som de behovene supplyselskapene dekker. Bedrifter i industrien har mulighet til å høyne prisene og oppnå bedre lønnsomhet dersom det eksisterer få nære substitutter slik at trusselen fra substitutter er liten. (Hill and Jones 2004).

Enkelte av tjenestene DESSC utfører, slik som transport av utstyr til og fra en oljerigg kan utføres av andre skipstyper, men i kontraktinngåelse er ikke dette noen trussel. Det stilles store krav til spesifikasjoner og tjenesteløsninger/sertifiseringer for å kunne operere i markedet.

På bakgrunn av dette anses trusselen fra substitutter som lav.

4.1.6 Oppsummering fem krefter

Siden både PSV og AHTS skip dekker så mange ulike behov, og opererer i så mange differensierte markeder har dette ført til at vi har mange og fragmenterte konkurrenter. Det er på ingen måte en bransjeleder som bestemmer spilleregler og markedspris. Som en konsekvens av at tilbudet av supplybåter de siste årene har overskredet etterspørselen påvirker dette ratene, samt utnyttelsesgraden.

Nedenfor følger en oppsummering av trusselen fra de ulike områdene

Trussel	Potensielle inntrengere	Leverandører	Kunder	Substitutter	Eksisterende konkurranse
Lav					
Moderat					
Høy					

Figur 16. Oppsummering 5-krefter

Vi anser trusselen fra leverandører og substitutter til å være lav, og trusselen fra potensielle inntrengere, kunder og eksisterende konkurranse til å være moderat.

4.2 Internanalyse

Her skal vi se på selskapets sterke og svake sider gjennom å vurdere de interne ressursene. Egenskapene til disse ressursene vil avgjøre om de kan føre til konkurransefortrinn. Dersom vi finner et konkurransefortrinn vil vi se dette i sammenheng med bedriftens strategi, og deretter analysere selskapets ressurser i en VRIO-modell. Tilslutt vil vi oppsummere den eksterne og den interne analysen i et SWOT-rammeverk.

Strategi

Michael Porter definerte i 1985 konkurransefortrinn som langsiktig avkastning over gjennomsnittet i det relevante produktmarkedet.

For å bedre kunne vurdere de sterke og svake sidene ved selskapet skal vi sette dette i sammenheng med bedriftens strategi. Strategien avhenger av hvor langt i utviklingen selskapet har kommet, og situasjonen ellers i markedet.

(Porter 1998) definerte tre ulike hovedstrategier som en bedrift kan velge som overordnet fokus;

- **Kostnadslederskap** bedriften søker å bli markedsleder gjennom å tilby de laveste prisene, eller beste marginene. Dette skal oppnås gjennom å senke kostnadene i alle ledd av organisasjonen gjennom skala-fordeler, teknologiske fordeler, unik råvaretilgang eller andre virkemidler som avhenger av bransjen den opererer i.

-**Differensieringsstrategi** Mens kostnadslederskap best eksemplifiseres av bransjer preget av lav pris og høyt volum, slik som dagligvarebransjen, vil differensieringsstrategier søke å bli ledende på en attraktiv del av markedet. Her søker bedriften lavt volum, høy pris, ved hjelp av veldefinerte små segmenter som er villige til å betale en premium pris.

-**Fokusstrategi** søker å dekke et eller flere smale segmenter i form av enten et geografisk område, én spesifikk kundegruppe, eller én produktlinje. Her vil bedriften gå inn i et segment med et annet fokus enn de eksisterende konkurrentene eller produktene i dag dekker på en tilfredsstillende måte.

Tankegangen bak denne oppdelingen forklarer porter med at et selskap som benytter seg av en kostnadsleder-strategi må oppnå like lave, eller lavere kostnader enn konkurrentene for å

kunne omgjøre denne fordelten til profitt. Han argumenterer samtidig for at multinasjonale selskaper ofte vil ha ulike strategier for ulike produkter, men de kan likevel følge en overordnet strategi. Eksempel på dette er bilmerket Toyota, som alltid har vært en kostnadsleder. Samtidig eier Toyota luksusbilmerket Lexus, hvor de har vært en premiumtilbyder i mange år.

DESSC er nå i starten på en ny vekstfase, flåteutvidelsene vi har sett de to siste årene er planlagt i 2008 og 2009, og lenge vært priset inn i aksjekursen. Selskapet har signalisert en stor utvidelse fremover, og management selskapene de har satt opp i Brasil og Singapore skal bidra til å kontrollere kostnadene knyttet til det operasjonelle under vekstfasen. PSV og AHTS er de to mest tradisjonelle segmentene innenfor offshore-supply. Framtidsutsiktene innenfor PSV skip er i dag svært lovende, og store PSV på ca.4500DWT vil være det primære satsningsområdet fremover. (pr. i dag er størsteparten av flåten på 3250DWT). DESSC har som mange andre supplyselskaper valgt en differensieringsstrategi ved å gå inn i et segment innenfor offshore-virksomhet hvor kundene er villig til å betale godt for tjenestene. For å skille seg ut fra konkurrentene har selskapet ønsket å ha en ny og moderne flåte, og søker nå å fase ut og erstatte de eldste skipene. Dette til tross for at selskapet allerede har en mye yngre flåte enn mange av konkurrentene, (4,9 år i snitt sammenlignet med Solstad Offshore som pr. 26.04.11 hadde en AHTS og PSV flåte på 9,9 år i gjennomsnitt).

DESSC har siden notering på Oslo Børs vært ansett som et de mest likvide supplyselskapene, noe som ikke bare skyldes at aksjen handles relativt mye, men også en bevisst strategi fra ledelsens side som hele tiden har vist seg villige til å realisere verdier, gjennom kjøp og salg av skip. Dette gjenspeiles i selskapets p/NAV (price/Net Asset Value) verdi som er høyere enn sammenlignbare, men mindre likvide selskaper. Dette kommer vi tilbake til under analysen av verdsettelsesmodeller.

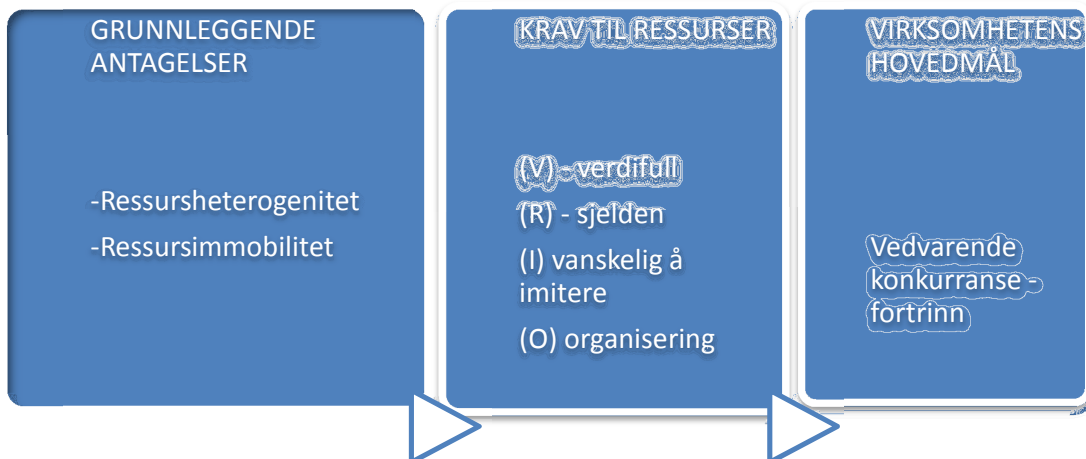
4.3 VRIO

For å belyse selskapets sterke og svake sider vil vi analysere selskapet gjennom en VRIO tilnærming. VRIO søker å forklare om en ressurs er verdifull, sjelden, vanskelig å imitere, og om organiseringen drar nytte av ressursene. VRIO er et verktøy som søker å besvare hvorfor to tilsynelatende like firmaer innenfor det samme markedet, med de samme mulighetene, leverer ulike resultater. Vi vil bruke dette rammeverket til å se om det finnes grunnlag for et vedvarende konkurransemessig fortrinn i DESSC. (Barney, J. B. 2002)

Det er to grunnleggende antagelser vi først må ta

Ressursheterogenitet: Ved at ingen organisasjoner innehar de samme kombinasjonene av ressurser og kapabiliteter, fører dette til at noen foretak presterer mer effektivt enn andre og derfor i større grad kan tilfredsstillende kundenes behov (Peteraf 1993)

Ressursimmobilitet: bygger på at ressursene ikke enkelt kan overføres til andre selskaper og at andre selskaper ikke enkelt kan anskaffe ressursene i markedet (Hunt 1996). Det vil si at vi her snakker om ressurser som ikke er overførbare. De ressursene som er mobile, vil enkelt kunne kjøpes av konkurrentene og derfor vil et eventuelt konkurransemessig fortrinn raskt bli utjevnet.



Figur 17. VRIO-modellen. Kilde: (Barney 1991) egen oversettelse.

Verdifull: En ressurs blir ansett som verdifull fra et økonomisk perspektiv dersom den reduserer netto kostnader, eller øker netto inntekt sammenlignet med hvordan selskapets prestasjon ville ha vært foruten denne ressursen. (Damodaran 2002). Peng (2009) sier videre at dersom selskapet har ressurser som ikke er med på å skape verdier vil effekten være motsatt ved at selskapet blir skadelidende dersom de ikke klarer å kvitte seg med ressursene.

Sjelden: hvorvidt sammensetningen av ressursene fører til et konkurransefortrinn eller et varig konkurransefortrinn avgjøres av hvor sjeldne ressursene eller sammensetningen av de gitte ressursene er. Dersom flere selskaper har, eller kan skaffe de samme ressursene vil de ha muligheten til å adoptere samme strategi og dermed jevne ut et mulig konkurransefortrinn. Er ressursen vanlig vil den alene ikke kunne bidra til å skape et varig konkurransefortrinn. (Barney 2002), (Peng 2009). Det vil ikke alltid være lett å definere hvor sjelden en ressurs er, da det ikke finnes noe mål på dette. Derfor må det tas noen antagelser i klassifiseringen av sjeldenhet. Formålet med denne vurderingen er å best mulig anslå hvorvidt sjeldenheten kan føre til et varig konkurransefortrinn. Porter (1998) legger til at hvor høye barrierene for å etterligne de gitte ressursene er, også vil spille inn. Desto høyere barrieren for etterligging er, desto mer vil de bidra til å skape et varig konkurransefortrinn.

Ikke kopierbart: Her menes det hvor stor kostnadsulempe firma B vil få, ved å prøve å imitere firma A sin ressurs, sammenlignet med firma A, som allerede besitter ressursen. (Barney 2002) skriver at det kan være flere årsaker til hvorfor ressursen kan være vanskelig å kopiere. Dersom en virksomhet oppdager og utnytter en mulighet før konkurrenten vil de ha et fortrinn, gitt at det blir mer kostbart for konkurrenten å imitere denne senere. Her vil det også være slik at dersom det ikke koster mer å kopiere en ressurs, enn å utvikle den selv, vil den kun føre til et midlertidig fortrinn. Dersom ressursen koster mer å etterligne, enn å produsere vil det gi grobunn for et varig konkurransefortrinn. Barney nevner også at sosial kompleksitet kan føre til et varig konkurransefortrinn, her henviser han til kulturelle forhold innad i selskapet, samt relasjoner selskapet har utviklet med de viktigste "stakeholders" slik som eiere, kunder og leverandørgrupper. Her vil kompleksiteten være vanskelig å identifisere, og derfor også vanskelig for konkurrenter å imitere. (Barney 2002)

Utnyttet av organisasjonen: Dersom selskapet basert på verdifulle, sjeldne og ikke kopierbare ressurser har et midlertidig konkurransefortrinn, vil fortrinnets fremtidighet avgjøres av hvordan organisasjonen utnytter disse. Med organisering mener vi styring og rapportering internt, lønnsystem, organisasjonskultur, innovasjon osv. Dette er

komplementære ressurser, og med det mener vi ressurser som ikke alene kan bidra til å skape et varig konkurransefortrinn, men som komplementerer de andre ressursene og bestemmer hvorvidt vi greier å utnytte et eventuelt fortrinn, (Barney 2002).

Ressurser er av (Jakobsen and Lien 2001) definert som en innsatsfaktor, i dette inkluderte de alle eiendeler i regnskapsmessig forstand, og alle immaterielle eiendeler som kompetanse, relasjoner, merkenavn osv.

For å analysere ressursene til DESSC vil vi dele de opp i følgende kategorier: fysiske, menneskelige, finansielle og organisatoriske ressurser, (Barney 2002)

Ressurs	Verdifull	Sjelden	Kostbar å imitere	Utnyttet av organisasjonen	Konkurransmessig utfall	Prestasjoner
	Nei	-	-	Nei	Konkurransulempe	Under normalt
	Ja	Nei	-	-	Konkurransparitet	Normalt
	Ja	Ja	Nei	-	Midlertidig konkurransefortrinn	Over normalt
	Ja	Ja	Ja	Ja	Vedvarende konkurransefortrinn	Over normalt

Kilde: (J. B. Barney, 1997) Egen oversettelse

Figur 18. Sammenhengen mellom ressurser og ressursutnyttelse.

4.3.1 Fysiske ressurser

Fysiske ressurser omfatter alle fysiske eiendeler, skip, utstyr og geografiske lokaliseringer som DESSC er i besittelse av. Vi velger å fokusere på selskapets flåte, samt geografiske kontorer i denne delen av analysen.

➤ Flåte

Selskapets inntekt avhenger av skipsflåtens omfang og sammensetning. Flåten er en kombinasjon av AHTS og PSV skip, hvor utvidelsen de neste årene kommer til å skje i PSV segmentet. Begge segmentene selskapet opererer i er tradisjonelle segmenter hvor vi finner mange aktører. Solstad Offshore og DOF Subsea har de i tillegg til AHTS- og PSV-markedet

også etablert seg i CSV-markedet (Construction Support Vessel). Om et selskap opererer i to eller tre av disse segmentene, vil ikke det nødvendigvis medføre et konkurransefortrinn. Kun diversifisere virksomheten til å være bedre rustet mot sykliske endringer. DESSC eier en relativt ny skipsflåte med en gjennomsnittsalder på 4,9 år fordelt på 23 skip, til tross for at fem av disse er fra perioden 1998-1999. En del av strategien involverer å bytte ut de fem eldste skipene, med nyere skip. Sammenligner vi med konkurrentenes AHTS og PSV flåte, har DOF en gjennomsnittsalder på 7,8 år og Solstad Offshore 9,9år. En ung flåte er noe alle selskaper kan anskaffe seg på sikt, enten i form av nybygging eller ved oppkjøp. Sammenlignet med konkurrentene er særlig PSV flåten, og de små AHTS skipene komparativt sterke.

Oppsummert: midlertidig konkurransefortrinn.

➤ **Geografisk lokalisering**

Selskapets norske datterselskap har sitt kontor i Arendal og er knutepunktet i Vest-Europa. Morselskapet er lokalisert på Kypros, hvor DESS Cyprus Ltd eier AHTS skipene, og DESS PSV Ltd eier PSVene. I tillegg til dette har selskapet to operasjonelle kontorer, et i Singapore og et i Brasil. Disse er av strategisk art, både for å knytte kontakter i viktige markeder, og for på sikt bedre å kunne kontrollere operasjonskostnadene på skipene. Ingen av plasseringene er unike, og de fleste av konkurrentene har strategiske plasserte kontorer. Uavhengig av lokalisering er dette uansett verken sjelden, eller vanskelig å kopiere.

Oppsummert: Paritet.

Oppsummert for fysiske ressurser: Mulig midlertidig konkurransefortrinn

4.3.2 Menneskelige ressurser

Administrasjon

Selskapets ledelse er av helt avgjørende art for utviklingen til DESSC. Skal selskapet vokse bærekraftig, må viktige og riktige avgjørelser tas hele veien. De står ovenfor store avgjørelser ved kontraktinngåelser, og leies store deler av flåten ut på lange kontrakter kan man gå glipp av store spotinntekter. På en annen side vil man ved å beholde for stor andel av flåten i spot-markedet kunne bli stående med svært lave inntekter dersom ratenivået faller bratt. Ved

bestilling av nye skip tar det fra 1,5 til 2 år før skipene leveres, timing i markedet er derfor svært viktig. Bransjen har også et svært velfungerende annenhåndsmarked, noe som medfører at skipene stadig blir evaluert for salg når henvendelser kommer inn. Derfor er bransjekunnskap og evnen til å lese et syklisk marked svært viktig. CEO, Finn Amund Norbye har jobbet i shippingbransjen siden 1987, og besatt stillingen som finansdirektør de fire foregående årene før han fikk hovedansvaret (CFO). Markedsdirektøren har arbeidet med shipping siden 1971, og vi finner også stor kompetanse også i resten av styret. Ser vi på konkurrentene har også de svært mange erfarne hoder i ledelse og styre, noe man også kan forvente i selskaper av denne størrelsen. Både endringer i markedsfokus og flåtesammensetning er bevis på en handlingskraftig ledelse. En annen indikasjon på administrasjonens arbeid er at de store aksjonærene har sittet lenge i selskapet, de har ikke hatt problemer med emisjoner ved behov, og den største aksjonæren (Hemen Holding) har indikert at de er klare for nye store investeringer. Kunnskap i form av kompetanse vil være tilgjengelig og en kan ikke si at dette ikke er kopierbart. Det er også vanskelig å vurdere om sammensetningen og samhandlingen mellom de ansatte i selskapet og ledelsen er unik eller ikke.

Oppsummering: Paritet.

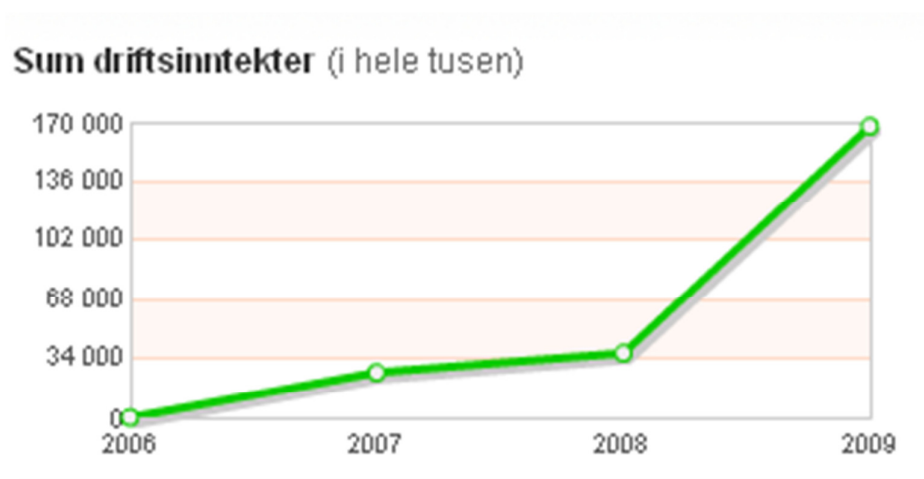
➤ **Mannskap**

Selskapet har som nevnt satt opp to nye operasjonelle kontor. Dette med tanke på selv å overta tjenester som tidligere var outsourcet, bemanning og teknisk vedlikehold. Dette er særlig viktig i Brasil hvor offshore-supply er preget av svært høye kostnader. Ved å tilby en større del av tjenestebildet vil de ikke bare ha større kontroll på kostnadene selv, de vil knytte viktige kontakter, bli bedre kjent i markedet og kunne forbedre bunnlinjen. Det vil si at de nå opererer på samme måte som deres største konkurrenter, og driftsutviklingen i disse kontorene vil avgjøre om dette blir en fordel eller paritet på sikt, sammenlignet med konkurrentene.

Oppsummering: paritet.

4.3.3 Finansielle ressurser

Selskapet har siden oppstart hatt en markant vekst i driftsinntekter, og greide de første årene å betale utbytte til aksjonærene. Siden 2009 har markedet vært gjennom en tøff fase og man ser en oppsving i ratene fra mai, juni i år slik vi tidligere beskrev. DESSC har som overordnet strategi at kapital til flåtevekst skal hentes inn fra markedet og har ikke gått vekk i fra dette. De store aksjonærene i selskapet har sagt seg villig til å investere, noe vi kommer til å se i løpet av året 2011.



Figur 19. Utviklingen i driftsinntekter for DESSC.

“Selskapet besitter store finansielle muskler i eierstrukturen og en markant flåtevekst har vært planlagt lenge, det har bare vært et spørsmål om riktig timing. En bevisst strategi vil være å ikke sitte inne med mye likviditet, de skal så fort det blir forsvarlig begynne å dele ut dette som utbytte igjen.” (kilde: Jomaas DESSC) Selskapet er i samme situasjon som flere av konkurrentene på dette punktet, da bransjen er preget av finansielt sterke aktører, samtidig vil det være kostbart å hele tiden opprettholde en moderne flåte.

Oppsummering: Paritet

4.3.4 Organisatoriske ressurser

Selskapet har som en solid aktør hittil greid å utnytte mulighetene til å etablere seg i et til tider vanskelig og veldiversifisert marked. Hvorvidt selskapet har maktet å omgjøre et mulig midlertidig fortrinn til å bli et varig fortrinn, ved å gjennom det organisatoriske arbeid legge

til rette for god ressursutnyttelse vil tiden vise. Ettersom selskapet er relativt ungt, og aldri har hatt noen markante ressursfordeler, foruten humane og finansielle er dette for tidlig å fastslå. Førstnevnte er ikke direkte sammenlignbar, mens sterke finansielle ressurser er også noe flere av konkurrentene besitter. Med bakgrunn i de tidligere analysene faller vi på følgende konklusjon; selskapet har hittil hatt en sunn vekstrate, greid å etablere seg i nye markeder samt vært gjennom en markant økning i personell uten synlige problemer knyttet til noen av punktene. Høyt fokus på god eierskapsstyring og en godt inkorporert HMS struktur er etablert samtidig som selskapet opplever en svært lav turnover, noe som fører til at nøkkelpersonell blir i bedriften.

Oppsummering: Paritet.

Oppsummering av VRIO – ressurser og mulige konkurransefortrinn

Ressurs	Status	Superprofitt	Styrke/Svakhet
Fysiske	Midlertidig fortrinn	ekr=ekkk	Styrke
-Flåte	Midlertidig fortrinn	ekr=ekkk	Styrke
-Geografisk lokasjon	Paritet	ekr=ekkk	Styrke
Menneskelige	Paritet	ekr=ekkk	Styrke
-Administrasjon	Paritet	ekr=ekkk	Styrke
-Mannskap	Paritet	ekr=ekkk	Styrke
Finansielle	Paritet	ekr=ekkk	Styrke
Organisatoriske	paritet	ekr=ekkk	Styrke

Figur 20. VRIO analyse – oppsummert.

4.3.5 Oppsummering VRIO

Ved hjelp av den interne analysen har vi kommet frem til at selskapets unge flåtealder vil kunne medføre et midlertidig konkurransefortrinn nå som markedet er spådd en stor opptur fra og med andre kvartal 2011. Alle de andre viktigste ressursene til selskapet utgjør på hver sin måte en styrke for selskapet. Vi vil også nevne at flere av ressursene under oppgangstider vil kunne medføre superprofitt. Særlig da med tanke på flåtesammensetning, finansiell backing og management avdelingene selskapet har satt opp. Likefullt finner vi pr. dags dato ingen varig superprofitt.

4.3.6 Oppsummering av SWOT

Til slutt i den strategiske analysen vil vi oppsummere dette i form av et SWOT rammeverk. Vi vil presentere dette som en oppsummering av alle elementene for bedre å kunne sette de i sammenheng med hverandre.



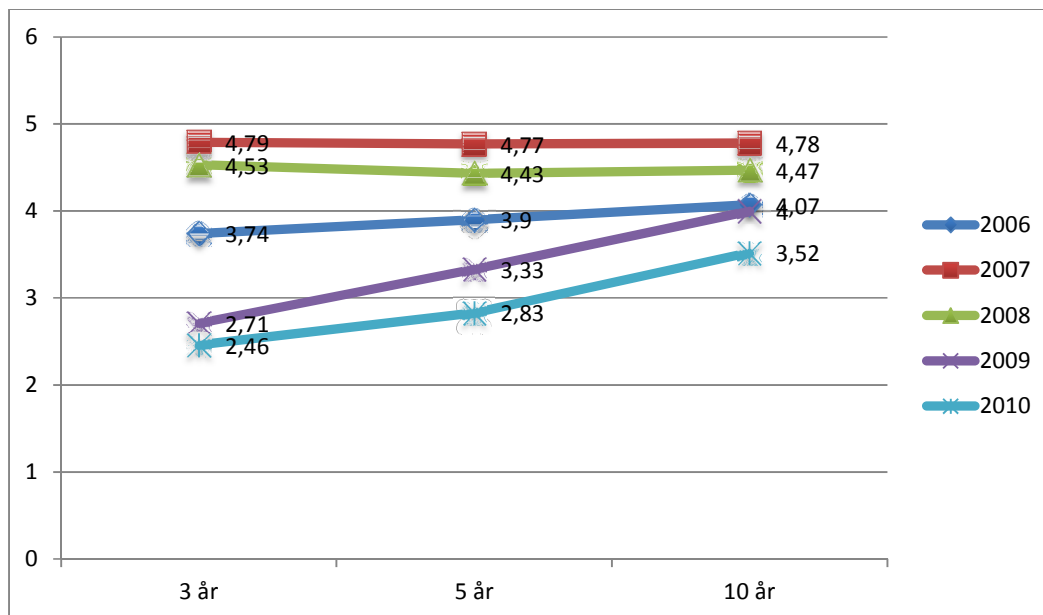
Figur 21. Five forces analyse oppsummert i et SWOT rammeverk

5 Avkastningskrav

For å kunne benytte seg av de ulike verdsettelsesmodellene er man avhengig av å estimere bedriftens avkastningskrav. Man kan finne avkastningskravet for egenkapitalen ved hjelp av *Capital Asset Pricing Model* (heretter forkortet til CAPM), og avkastningskravet for total kapitalen ved hjelp av *Weighted Average Cost of Capital* (heretter forkortet til WACC). I den tradisjonelle utgaven av CAPM forutsettes det at investor er risikoavers og fordeler sine investeringer på henholdsvis en markedsportefølje med forventet avkastning r_M som tilsvarer avkastningen på børsens hovedindeks og en risikofri plassering r_f som blir tolket som en mellomlang eller lang statsrente.

5.1 Risikofri rente

I følge (Boye and Meyer 1998) vil vi se på oppkjøp av foretak som en langsiktig investering, og dermed anbefales en lang statsobligasjonsrente når den risikofrie renten skal fastsettes. På den annen side argumenterer de for å bruke en mellomlang statsrente dersom det forutsettes en prisstigning fremover på nivå med dagens inflasjonstakt, ettersom denne renten vil svinge mindre enn den korte statsrenten. I følge (Gjesdal and Johnsen 1999) antas det at en lang statsrente er mer stabil enn en kort, og den blir derfor ofte foretrukket for å unngå hyppige endringer i avkastningskravet. Samtidig må man være forsiktig med bruken av for lang risikofri basisrente dersom yield-kurven er bratt, ettersom en stor forskjell mellom kort og lang statsrente vil kunne føre til en overvurdering av en fremtidig renteendring (renteoppgang når lang rente er høyest, og rentefall når den er lavest). Gjesdal og Johnsen (1999) foreslår derfor at man benytter en 3-års indeks-statsrente som beregnes løpende som veiet effektiv rente på statsobligasjoner. Med bakgrunn i denne diskusjonen velger vi å ta utgangspunkt i en mellomlang statsobligasjonsrente. Pr 04.0.11 er renten på en 3-års rente på statsobligasjoner på 2,75 %



Figur 22. Yield-kurver - Renter på statsobligasjoner - årgjennomsnitt

5.2 Risiko og forretningsbeta

Endringer i en aksjekurs kan skyldes både markedsspesifikke og selskapsspesifikke forhold. Forhold som påvirker markedet som helhet, og gjør at avkastningen til alle aksjer endres i samme retning, kan være alt fra konjunktursvingninger til forventet inflasjon og økonomisk politikk. En aksjekurs avhenger som nevnt også av selskapsspesifikke forhold. Elementer som kan nevnes i denne kategorien er resultater av budrunder og kontrakter, lovbrudd for eksempel ved forurensing, investeringer i nye prosjekter og oppkjøp. Slike forhold vil det for investorer være mulig å unngå i form av diversifikasjon i sin aksjeportefølje, ettersom det er en generell antakelse at oppganger og nedganger i kurser som følge av dette, over tid vil ha en tendens til å utjevne seg. Naturlig nok blir man da heller ikke kompensert for å påta seg selskapsspesifikk risiko.

Beta er et mål på markedsrelatert, ikke-diversifiserbar risiko og sier noe om korrelasjonen mellom selskapet og markedsporteføljen. Markedsporteføljen har en beta på 1 og i ekstremtilfeller kan vi se at for eksempel et risikofritt selskap eller investering har en beta på 0. Vi kan også se negative betaverdier, der aksjens verdi beveger seg motsatt av andre aksjer og gir gevinst når andre gir tap, og motsatt. I følge Reuters er Deep Sea Supply sin beta lik

0,74 pr 05.05.11 og dette vil da si at dersom totalindeksen endres med for eksempel 10 %, vil aksjekursen til Deep Sea Supply i snitt endre seg med $(10 \% * 0,74)$ 7,4 %, både i positiv og negativ retning. Beta er definert som

$$\beta = \frac{\text{Korr}(r, r_M) * \text{Std}(r)}{\text{Std}(r_M)} = \frac{\text{Kov}(r, r_m)}{\text{Var}(r_m)} \quad (3.16)$$

I utdraget fra dataanalysen under har vi beregnet Deep Sea Supply sin beta til å bli 0,7098949 eller 0,71. I beregningen er det blitt gjort månedlige noteringer med oppstart i januar 2007. Fullstendig datasett finnes i Vedlegg 1.

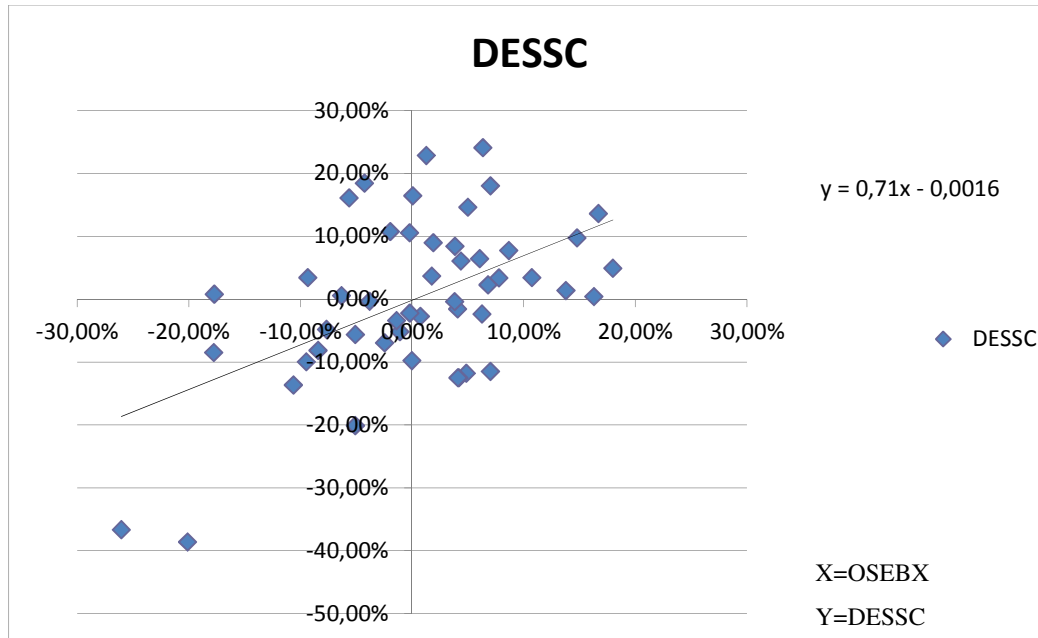
```
regress DESSC OSEBX
```

Source	SS	df	MS			
Model	2165.88308	1	2165.88308	Number of obs =	51	
Residual	6074.14154	49	123.962072	F(1, 49) =	17.47	
Total	8240.02463	50	164.800493	Prob > F =	0.0001	
				R-squared =	0.2628	
				Adj R-squared =	0.2478	
				Root MSE =	11.134	

DESSC	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
OSEBX	.7146317	.1709658	4.18	0.000	.3710631	1.0582
_cons	.0477973	1.560996	0.03	0.976	-3.089142	3.184736

Figur 23. Regresjonsanalyse

Figuren under viser oss spredningsdiagrammet til den samme analysen, hvor stigningstallet til regresjonslinjen tilsvarer Deep Sea Supply sin forretningsbeta.



Figur 24. Sluttkurs DESSC sammenlignet med OSEBX

Hvor X-aksjen = OSEBX, Y-akse = sluttkurs DESSC

5.3 Markedets risikopremie

Investor kompenseres for sin investering i markedsporteføljen med en risikopremie R_P .

$$R_p = R_M - R_F \quad (3.16)$$

Ved en investering med høyere eller lavere risiko enn markedsporteføljen skaleres risikopremien med selskapets beta. Når markedets risikopremie skal beregnes, tar man ofte utgangspunkt i historiske risikopremier, og antakelsen er at investorer som regel har fått realisert den avkastningen de har forventet, og at fremtidig krav til risikopremie tilsvarer historisk risikopremie (Boye and Meyer 1998). (Gjesdal and Johnsen 1999) oppgir at gjennomsnittlig meravkastning for Oslo Børs hovedindeks har vært 6,2 % i perioden 1967-

1998, men mener samtidig at det er mange grunner til at man bør forvente et fremtidig normalnivå vesentlig lavere enn det historiske snittet. Faktorer som nevnes som har påvirkning på dette, er blant annet mindre variasjon i børsens likviditet og i inflasjonen, samt at bedre kapitaliserte selskaper har redusert markedsrisiko. Videre nevnes investorers mer veldiversifiserte porteføljer, samt skattereformen som gav en reduksjon av beskatning av aksjeinntekter i forhold til renteinntekter på eiers hånd, kan ha bidratt til en redusert markedspremie. I NOU 1997:27 ble det lagt til grunn en markedspremie på 5 prosentpoeng for norske aksjeplasseringer. (Dimson, Marsh et al. 2002) har derimot kommet frem til at den aritmetiske markedspremien for Norge i perioden 1900-2004 er på 4,0 %. Likeledes fant Johnsen i 2003 at markedspremien i det norske markedet fra 1920-2002 var 3,9 prosentpoeng i forhold til statsobligasjoner og 4,1 prosentpoeng i forhold til statssertifikater. Dimson og Johnsens tall og påstander er hentet fra Finansdepartementets “Veileder i samfunnsøkonomisk analyse” (2005)¹, hvorpå man har valgt å nedjustere den norske markedspremien til 4,0 prosentpoeng. Dette er noe også vi vil støtte oss til i videre utregninger.

¹ http://www.regjeringen.no/upload/kilde/fin/reg/2005/0029/ddd/pdfv/266324-veileder_i_samfunnsok_analyse_trykket.pdf

5.4 Capital Asset Pricing Model (CAPM)

Kapitalverdimodellen (CAPM) sier at forventet avkastning på en aksje består av en risikofri rente r_f og aksjens risikopremie, som avhenger av aksjens systematiske risiko

(3.17)

$$\text{Før skatt: } r_e = r_f + (r_m - r_f) \cdot \beta_e$$

(3.18)

$$\text{Etter skatt: } r_e = r_f(1-s) + [r_m - r_f(1-s)] \cdot \beta_e$$

Deep Sea Supply's egenkapitalkrav (CAPM):

$$\text{EKK} = 2,75 \% + 0,71 * 4,00 \% = 5,59 \%$$

Her er 2,75 % Norges Banks mellomlange rente på statsobligasjoner med løpetid på tre år, (pr. 4.5.2011), 0,71 er selskapets forretningsbeta, som vi regnet ut under avsnitt 5.3. Denne multipliseres med en 4 % markedspremie (risikopremie – risikofri rente), som vi legger til grunn, basert på Finansdepartementets “Veileder i samfunnsøkonomisk analyse” (se avsnitt 5.3)

5.5 Weighted Average Cost of Capital (WACC)

I *Discounted Cash Flow*- og *Residual Earnings* -modellene som er basert på totalkapitalen, er det totalkapitalkravet som legges til grunn i beregningen av selskapets verdi. Formelen for WACC er som følger;

(3.19)

$$WACC = \frac{EK}{EK + Gjeld} * R_{EK} + \frac{Gjeld}{EK + Gjeld} * R_g * (1 - s)$$

$$WACC = (1 - g) * R_{EK} + g * R_g (1 - s) \quad (3.20)$$

WACC er enkelt forklart et veid snitt av gjeldskostnad etter skatt og egenkapitalkostnad. Vektingene er basert på markedspriser, ikke bokførtverdi. (Soffer and Soffer 2003) Dette kan virke litt motsigende, ettersom formålet med verdsettelsen er å finne markedsprisen av både egenkapital og gjeld. Dette kalles sirkularitet, og oppstår ettersom vi må benytte markedsprisene for å finne avkastningskravet. For å få et så korrekt krav som mulig bør man i utgangspunktet gjennomføre beregningen gjentatte ganger. Som vi ser utfra modellen er det flere faktorer som må være på plass for å kunne estimere selskapets totalkapitalkrav. Deriblant bedriftens egenkapitalkrav beregnet ved hjelp av CAPM, gjeldskostnad, skattekostnad og som nevnt, kapitalstruktur.

Deep Sea Supply's totalkapitalkrav (WACC):

$$TKK = (1 - 0,5831) * 5,59 \% + 0,5831 * 6,00 \% = 5,83 \%$$

I beregningen vi har gjort nedenfor, er bedriftens egenkapitalandel 0,4169. Egenkapitalkravet beregnet vi til 5,59 %. Estimert gjeldskostnad er 6,00 %. Rederibeskatning anslått til 0.

Gjeldskostnadsberegning per 4.mai 2011.

Gjeld (ekskl. CIRR-lån) Alle tall i 1000 USD

Type	Banklån USD	Banklån NOK	Leasing	Sum
Pålydende i USD pr. 31.12.10	133938	98304	211024	443266
Vektet andel av totalt lån	0,302	0,222	0,476	1
LIBOR/NIBOR	0,76	3,420		
Påslag	2,75	2,750		
Lånekostnad			7,5	
Vektet gjeldskostnad	1,061	1,368	3,570	6,00

Tabell 3. Gjeldskostnads-beregning

Egenkapitalprosenten er beregnet på følgende måte:

Markedsverdi EK pr. 09.05.2011 - $13,70 * 126\ 863\ 860 = 1\ 738\ 034\ 882$

Bokført gjeld pr 31.12.2010 : $443\ 266\ 000 * 5,483 = 2\ 430\ 427\ 478$

Dollarkurs 09.05.2011 = 5,483

+ Markedsverdi EK pr. 09.05.2011 + 1 738 034 882

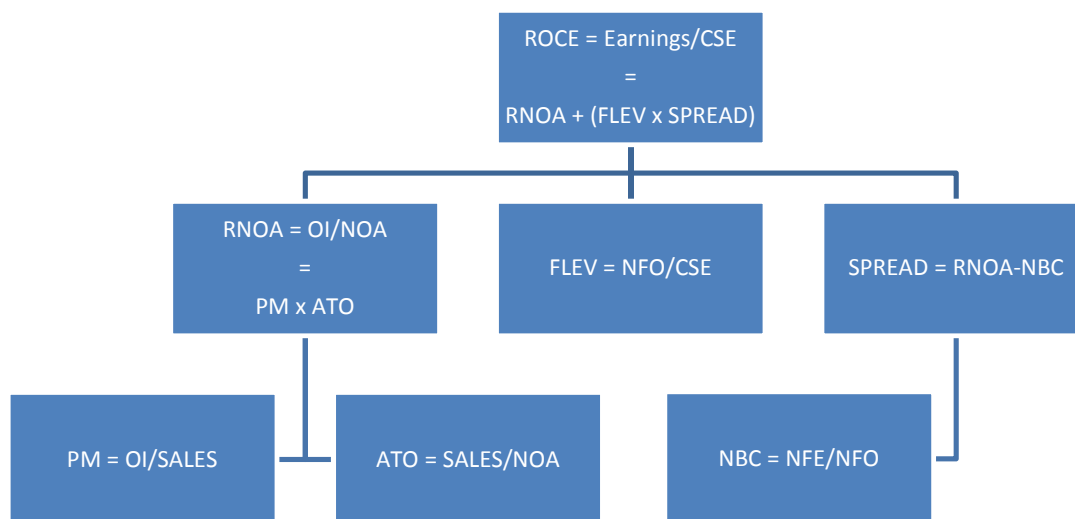
= Total kapital pr. 09.05.2011 = 4 168 462 360

EK % = $1\ 738\ 034\ 882 / 4\ 168\ 462\ 360 = 41,69\ %$ pr. 09.05.2011

6 Regnskapsanalyse

6.1 Nøkkeltall

Figuren under viser en oppdeling av avkastningen på den normale egenkapitalen (ROCE) og driverne bak den (Penman, 2007). Vi vil i dette kapitlet foreta beregninger av de forskjellige nøkkeltallene som til slutt gir oss ROCE og kommentere utviklingen i disse. Tallmaterialet som er blitt brukt, er hentet fra den omgrupperte balansen og det omgrupperte resultatregnskapet og kan derfor avvike noe fra de tall som bedriften og diverse finansrelaterte nettsider opererer med.



Figur 25. Sammenhengen mellom nøkkeltallsanalysene, (Penman, 2007)

6.1.1 Profittmargin

Profittmarginen forteller oss profitten av hver dollar i salgsinntekter (fraktinntekter for DESSC sin del). Som vi ser har denne forholdt seg stabilt høy de siste årene med unntak av fjoråret.

PROFITTMARGIN	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Driftsres. etter skatt	33249	43480	79503	95776	86960	27643
Fraktinntekter	121854	74184	146660	190405	167633	132346
PM	27,29 %	58,61 %	54,21 %	50,30 %	51,88 %	20,89 %

Tabell 4. PM - historisk

På grunnlag av fremtidsregnskapet vil profittmarginen som vi ser av tabellen under, sakte men sikkert bevege seg opp mot gammelt godt nivå. Dette skyldes i stor grad økningen i flåten samtidig som driftskostnadene forventes å forbli stabilt lave i forhold til fraktinntektene.

PROFITTMARGIN	2011	2012	2013	2014
Driftsres. etter skatt	24850	49791	96765	136788
Fraktinntekter	118440	163728	244944	309744
PM	20,98 %	30,41 %	39,50 %	44,16 %

Tabell 5. PM - estimert

6.1.2 Asset turnover

Asset turnover eller kapitalens omløpshastighet, gir oss netto operasjonelle eiendeler evne til å generere salg. Kapitalens omløpshastighet er salgsinntekter (fraktinntekter) pr. dollar netto operasjonelle eiendeler bedriften råder over. (Penman, 2007) Som vi ser av tabellene har denne ratioen ligget stabilt de siste årene og forventes å forholde seg rundt tilsvarende nivå de neste årene.

ASSET TURNOVER	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Fraktinntekter	121854	74184	146660	190405	167633	132346
Gj.sn. NOA	187187	288500	512125	672400	707339	641436
ATO	0,65	0,26	0,29	0,28	0,24	0,21

Tabell 6. ATO - historisk

ASSET TURNOVER	2011	2012	2013	2014
Fraktinntekter	118440	163728	244944	309744
Gj.sn. NOA	592366	721425	1086451	1304846
PM	0,20	0,23	0,23	0,24

Tabell 7. ATO - estimert

6.1.3 Avkastning på netto operasjonelle eiendeler

Avkastningen på netto operasjonelle eiendeler (RNOA) forteller oss hvor mye profitt som genereres pr. dollar NOA.

RETURN NOA	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Driftsres. etter skatt	33249	43480	79503	95776	86960	27643
Gj.sn. NOA	187187	288500	512125	672400	707339	641436
RNOA	17,76 %	15,07 %	15,52 %	14,24 %	12,29 %	4,31 %

Tabell 8. RNOA - historisk

Return NOA	2011	2012	2013	2014
Driftsres. etter skatt	24850	49791	96765	136788
Gj.sn. NOA	592366	721425	1086451	1304846
RNOA	4,20 %	6,90 %	8,91 %	10,48 %

Tabell 9. RNOA – estimert

Som en følge av noen svake år etter finanskrisen falt RNOA i likhet med resten av nøkkeltallene og resultatene for Deep Sea Supply betraktelig de foregående årene, og best utslag ser vi i 2010. Men som en følge av økt flåte og dermed økte fraktinntekter, vil de fleste tall bedres forsiktig over de neste 3-4 årene. Økningen i driftsresultat og fraktinntekter overskygges naturlig nok noe av den markante økningen i flåte, derav den store økningen i NOA.

6.1.4 Financial leverage

Finansiell gjeldsgrad forklarer i hvilken grad NOA er finansiert ved hjelp av netto finansielle forpliktelser (NFO) eller av egenkapital (CSE). (Tilfellet er alltid at Capitalization Ratio – FLEV = $NOA/CSE - NFO/CSE = 1,0$)

FINANCIAL LEVERAGE	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Gj.sn. NFO	123279	114445	263025	509291	569233	478647
Gj.sn. CSE	63908	174055	249100	163109	138106	162789
FLEV	1,93	0,66	1,06	3,12	4,12	2,94

Tabell 10. FLEV – historisk

FINANCIAL LEVERAGE	2011	2012	2013	2014
Gj.sn. NFO	439104	556100	869095	1044710
Gj.sn. CSE	153262	165325	217357	260136
FLEV	2,87	3,36	4,00	4,02

Tabell 11. FLEV – estimert

Capitalization Ratio	2011	2012	2013	2014
Gj.sn. NOA	592366	721425	1086451	1304846
Gj.sn. CSE	153262	165325	217357	260136
Capitalization Ratio	3,87	4,36	5,00	5,02

Tabell 12. Capitalization Ratio

6.1.5 Net borrowing cost

NET BORROWING COST	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Finanskostnader	25963	6185	24413	44496	36332	29797
Gj.sn. NFO	123279	114445	263025	509291	569233	478647
NBC	21,06 %	5,40 %	9,28 %	8,74 %	6,38 %	6,23 %

Tabell 13. NBC – historisk

Gjeldskostnaden er tidligere i oppgaven blitt beregnet til 6 % p.a. og vil ikke bli ytterligere forklart her utover at den antas å forbli konstant over estimeringsperioden.

6.1.6 Spread

Dersom et selskap har en avkastning på de netto operasjonelle eiendelene som er høyere enn netto gjeldskostnad, betyr det at selskapet har en gunstig finansiell gearing. Avkastningen på netto operasjonelle eiendeler er gearet opp til å gi en høyere avkastning på den ordinære egenkapitalen. Ettersom vi allerede har tatt forutsetning om en konstant gjeldskostnad for estimeringsperioden på 6 % p.a. kan vi lese ut fra tabell 14 under, at Deep Sea Supply vil oppnå en positiv gearing de neste årene, hvilket vil spille positivt inn på avkastningen på den ordinære egenkapitalen.

SPREAD	2005	2006	2007	2008	2009	2010
RNOA	17,76 %	15,07 %	15,52 %	14,24 %	12,29 %	4,31 %
NBC	21,06 %	5,40 %	9,28 %	8,74 %	6,38 %	6,23 %
SPREAD	-3,30 %	9,67 %	6,24 %	5,51 %	5,91 %	-1,92 %

Tabell 14. SPREAD - historisk

6.1.7 ROCE

ROCE – Avkastningen på ordinær egenkapital på norsk, forteller oss hvor mye bedriftens eiere får igjen for den kapitalen de har investert. Som vi ser av tabellene under har ROCE vært sterk de første årene etter etableringen i 2005, mens den fikk en solid knekk i årene etter finanskrisen. Men som vi gjennom hele oppgaven har poengtert, så ser fremtiden for selskapet svært lys ut, og det ser vi igjen i anslaget på bedriftens fremtidige ROCE.

ROCE	2005	2006	2007	2008	2009	2010
	11,40 %	21,43 %	22,12 %	31,44 %	36,66 %	-1,33 %

Tabell 15. ROCE – historisk

ROCE	2011	2012	2013	2014
RNOA	4,20 %	6,90 %	8,91 %	10,48 %
FLEV	2,87	3,36	4,00	4,02
SPREAD	-1,80 %	0,90 %	2,91 %	4,48 %
ROCE	-0,97 %	9,92 %	20,55 %	28,49 %

Tabell 16. ROCE - estimert

6.2 Omgruppering

I følge (Gjesdal 2007), er det når man skal gjennomføre en lønnsomhetsanalyse og verdsettelse, viktig med en omgruppering av regnskapstallene for at analysen skal bli tilstrekkelig presis. Han uttaler i artikkelen at både balanse og regnskap er lagt opp spesielt for eksisterende og potensielle kreditorer som har et annet perspektiv enn eiere. Ettersom det er fra en investors ståsted vi skal verdsette Deep Sea Supply, er en omgruppering av balansen, egenkapitaloppstillingen og resultatregnskapet noe som må gjennomføres. Videre legger han til grunn i artikkelen at argumenter som manglende kongruens mellom resultatregnskap og balanse og skillet mellom normal og unormal inntjening taler for en omgruppering. Med tanke på modellen vi benytter for å verdsette DESSC, er det nødvendig å skille mellom operasjonelle og finansielle poster i resultatregnskapet.

Kongruensprinsippet

Kongruensprinsippet innebærer at egenkapitalen bare skal endres via egenkapitaltransaksjoner og opptjent overskudd. Endringer i balanseposter som ikke skyldes transaksjoner med eierne, skal ha sin motpost i resultatet. Kongruensprinsippet er i henhold til norske regnskapsregler et grunnleggende prinsipp. Det er imidlertid ikke absolutt; det finnes unntak. Virkninger av prinsippendringer skal for eksempel føres direkte mot egenkapitalen (gjelder også etter *International Financial Reporting Standards*, IFRS). I de senere år er det blitt stadig vanligere å gjøre avvik fra kongruensprinsippet. Akkumulerte brudd på kongruensprinsippet kalles på engelsk «*dirty surplus*» («uren opptjening»). (Gjesdal 2007) I Deep Sea Supplys tilfelle består denne urene inntjeningen, som vi ser av den omgrupperte egenkapitaloppstillingen og resultatregnskapet, av omregningsdifferanser.

6.2.1 Omgruppering av egenkapitaloppstillingen

Egenkapitaloppstillingen blir ofte ignorert av analytikere, men den er i følge (Penman 2007), kanskje den viktigste. Det er den første delen av en analytiker burde analysere nettopp fordi den knytter sammen alle transaksjoner som omfatter eiernes egenkapital.

“Egenkapitaloppstillingen gir oss bokført verdi av egenkapitalen ved begynnelse og slutt av en periode, og endringene som har skjedd blir forklart ved totalresultat, utbetalt utbytte, utstedelse/tilbakekjøp av aksjer osv.” (Penman 2007) s.263

Omgruppering av Egenkapitaloppstillingen	2007	2008	2009	2010
IB EGENKAPITAL	284202	163254	112221	163994
Utstedelse av nye aksjer	2684			
Verdi opsjonsordning	231	1011	478	126
Sletting av egne aksjer	0	-40	0	0
Kjøp/salg egne aksjer	-9787			
Utbetalt utbytte	-179919	-90150	0	0
Sum transaksjoner med aksjonærer	-186791	-89179	478	126
Omregningsdifferanser (Dirty surplus)	8138	-15259		
Årsresultat	57705	53404	51294	-2538
Sum netto resultat	65843	38145	51294	-2538
UB EGENKAPITAL	163254	112220	163993	161582

Tabell 17. Omgruppert egenkapitaloppstilling

6.2.2 Omgruppering av resultatregnskap

Utfra resultatregnskapet kan vi lese total verdi som kan tilføres eierne. Summen av alle operasjonelle aktiviteter gir oss enten en inntjening eller et tap som sammen med tilsvarende fra finansielle aktiviteter gir oss denne totale verdien, kalt ”comprehensive income” i tabellen under. Her ser vi at også uren opptjening inngår.

	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Fraktinntekter	121854	74184	146660	190405	167633	132346
Driftskostnader skip	-61304	-27152	-40176	-60199	-66163	-76606
Avskrivninger skip	-23671	-10060	-16561	-30277	-36368	-36447
Resultat før avskrivninger og ind. Kostn.	36879	36972	89923	99929	65102	19293
Adm. Kostnader	-3630	-2774	-5952	-7971	-7696	-8710
Andre inntekter/(kostnader)	0	12228	8375	708	21470	17060
Restruktureringskostnader	0	-2391	0	0	0	0
Driftsresultat	33249	44035	92346	92666	78876	27643
Finansinntekter	280	1052	2616	2122	665	2233
Finanskostnader	-25963	-6185	-24413	-44496	-36332	-29797
Resultat før skatt	7566	38902	70549	50292	43209	79
Skattekostnad	0	-555	-12843	3110	8084	-2617
Årsresultat	7566	38347	57706	53402	51293	-2538
Omregningsdifferanser (Dirty Surplus)		0	8138	-15259	0	0
Comprehensive Income		38347	65844	38143	51293	-2538

Tabell 18. Omgruppert resultatregnskap

6.2.3 Omgruppering av balansen

De fleste balanser som finnes i selskapers årsrapporter er som oftest klassifisert som eiendeler og gjeld, hvor hver av disse igjen er kategorisert som kortsiktige eller langsiktige. (Penman 2007) påpeker at denne inndelingen er nyttig for kredittanalyse, men for en analyse av egenkapitalen vil en inndeling i operasjonelle og finansielle eiendeler og operasjonelle og finansielle forpliktelser være mer hensiktsmessig. Det samme gjelder for vår del i verdsettelsessammenheng, hvor omgrupperingen vil legge et godt grunnlag for videre estimering og beregning av fremtidsregnskap og balanse.

Omgruppert Balanse						
	2005	2006	2007	2008	2009	2010
OPERASJONELLE EIENDELER						
Skip	178987	228432	280498	369404	414340	312684
Skip på leasing	0	0	233328	285285	236197	216412
Nybyggingskontrakter	0	134846	83871	31735	26327	24736
Utstyr/kjøretøy	74	94	88	95	65	664
Pensjonsordninger	0	34	103	0	0	0
Varelager	379	586	1767	878	2221	2909
Kundefordringer	10787	19480	41631	47866	22483	26017
Andre kortsiktige fordringer	333	15969	18981	6172	6349	9374
SUM OPERASJONELLE EIENDELER	190560	399441	660267	741435	707982	592796
OPERASJONELLE FORPLIKTELSER						
Pensjonsordning	0	0	0	30	79	11
Leverandørgjeld	3373	9068	12928	25039	3588	11519
Kortsiktig betalbar skatt	0	560	1338	667	0	903
Langsiktig skatteforpliktelse	0	0	11565	5336	0	1806
SUM OPERASJONELLE FORPLIKTELSER	3373	9628	25831	31072	3667	14239
NETTO OPERASJONELLE EIENDELER (NOA)	187187	389813	634436	710363	704315	578557
FINANSIELLE EIENDELER						
CIRR innskudd	0	0	0	44799	49426	43693
Andre langsiktige fordringer	0	0	0	0	0	455
Utsatt skattefordel	6	0	0	0	0	234
Finansielle derivater	0	0	6003	0	0	0
CIRR kortsiktig innskudd	0	0	0	4144	5038	4959
Finansielle hedging-instrumenter	0	0	0	6335	0	0
Kontanter og kontantekvivalenter	8466	51445	31396	33799	31616	41932
Eiendeler klassifisert som tilgjengelig for salg	0	0	0	0	0	74220
SUM FINANSIELLE EIENDELER	8472	51445	37399	89077	86080	165493
FINANSIELLE FORPLIKTELSER						
Banklån	131751	156215	192465	290722	285905	232242
Leasing gjeld	0	0	209285	240694	225199	211024
CIRR lån	0	0	0	48943	54412	48606
Forpliktelser klassifisert som tilgjengelig for salg	0	0	0	0	0	48998
Utsatt gevinst salg/lease	0	0	56087	99953	57316	39459
Utsatt gevinst CIRR lån	0	0	0	1655	1800	1607
Finansielle derivater	0	841	0	5254	1770	529
SUM FINANSIELLE FORPLIKTELSER	131751	157056	457837	687221	626402	582465

NETTO FINANSIELLE FORPLIKTELSER (NFO)	123279	105611	420438	598144	540322	416972
EGENKAPITAL	63908	284201	163254	112222	163994	161581
ORDINÆR EGENKAPITAL (CSE)	63908	284202	213998	112219	163993	161585

Tabell 19. Omgruppert balanse

Forutsetninger for omgruppert balanse:

- Hegding-instrumenter og derivater er blant postene som kan plasseres under både finansielle og operasjonelle eiendeler/forpliktelser. Vi har her valgt å plassere de under finansielle eiendeler/forpliktelser.

6.3 Fremtidsregnskap

For å komme frem til de nødvendige tall som vi skal benytte i verdsettelsen, må vi utarbeide et fremtidsregnskap basert på forventningene om hvordan fremtiden vil se ut for selskapet. Dette gjøres dels på grunnlag av selskapets egne estimater og dels ved hjelp av våre egne prognostiseringer.

Estimerte dagrater og dagkostnader 2011-2014 er basert på informasjon fra Anders Hall Jomaas, Chief Financial Officer, Deep Sea Supply. Resterende poster er basert på informasjon hentet fra selskapets årsrapporter, kvartalsrapporter og hjemmeside. I møte med Anders Hall Jomaas, fortalte han oss hvordan selskapet så for seg de 3-4 neste årene, dagens markedstrender tatt i betraktning. Han mente at den største etterspørselen fremover ligger i større PSVer, noe DESSC vil utnytte i form av nybygging av rundt 15 fartøy i løpet av de neste årene, og som en følge av dette vil utnyttelsesgraden gradvis øke og stabilisere seg rundt 90 % i 2014. Framtidsutsiktene for Deep Sea Supply og offshore supply-bransjen generelt er om dagen svært lyse. En sterk og stadig økende oljepris er selvsagt den største drivkraften for etterspørselen etter supply og ankerhåndteringsfartøy. Økende oljepris, leder til økt letevirkosomhet og dermed økte dagrater for supply-bransjen. Med flere fartøy på vei mot slutten av lengre kontrakter, vil DESSC sitte med gode kort på hånden i et marked på vei oppover. Dette i form av mange ledige skip klare til å inngå nye kontrakter eller operere i spotmarkedet til svært gunstige dagrater. Daglige driftskostnader er svært avhengige av lokasjon, men snittet vil etter Jomaas' mening forholde seg relativt stabilt. Med sin vellykkede posisjonering i Brasil, ble det åpnet nye, spennende muligheter for DESSC, som nå pr. dags dato (26.04.11) har fem fartøy på lengre kontrakter med Petrobras og et på spotmarkedet i Brasil. Verftenes ordrelister begynner å bli slankere, og DESSC vil benytte seg av muligheten til å øke og fornye sin flåte med henholdsvis 5 og 10 store PSVer i 2012 og 2013. Kravene til spesifikasjoner og utstyr blir stadig strengere, og DESSC innehar store fordeler av dette med sin relativt nye flåte, sammenlignet med den totale flåten i verden. Både når det gjelder inngåelse av nybyggingskontrakter og timecharter nyter DESSC godt av å ha en eier som Hemen Holding i ryggen. En eier med slike solide finansielle muskler er et tegn på sikkerhet, stabilitet og troverdighet.

I følge Anders Hall Jomaas, vil en fireårsperiode frem i tid være den lengden som vil være mulig å anslå med rimelig sannsynlighet. Vi støtter oss derfor til dette i vårt valg av eksplisitt

periode for estimering av fremtidsregnskap. Fremtidsregnskapet vi utarbeider vil bære preg av å være basert på selskapets egne optimistiske forventninger.

2011	Antall	Dagrate	Utnyttelsesgrad	Dager/År	Daglig driftskostnad	Fraktinntekter	Driftskostnader
AHTS Small	5	12000	0,7	360	5000	15120000	9000000
AHTS Medium	5	20000	0,7	360	11000	25200000	19800000
AHTS Large	6	25000	0,7	360	12000	37800000	25920000
PSV (Original 8)	8	20000	0,7	360	7000	40320000	20160000
SUM						118440000	74880000

2012	Antall	Dagrate	Utnyttelsesgrad	Dager/År	Daglig driftskostnad	Fraktinntekter	Driftskostnader
AHTS Small	8	12000	0,8	360	5000	27648000	14400000
AHTS Medium	5	20000	0,8	360	11000	28800000	19800000
AHTS Large	6	25000	0,8	360	12000	43200000	25920000
PSV (Original 8)	8	20000	0,8	360	7000	46080000	20160000
PSV Large 2012 (5 stk)	2,5	25000	0,8	360	7000	18000000	6300000
SUM						163728000	86580000

2013	Antall	Dagrate	Utnyttelsesgrad	Dager/År	Daglig driftskostnad	Fraktinntekter	Driftskostnader
AHTS Small	8	12000	0,9	360	5000	31104000	14400000
AHTS Medium	5	20000	0,9	360	11000	32400000	19800000
AHTS Large	6	25000	0,9	360	12000	48600000	25920000
PSV (Original 8)	8	20000	0,9	360	7000	51840000	20160000
PSV Large 2012 (5 stk)	5	25000	0,9	360	7000	40500000	12600000
PSV Large 2013 (10 stk)	5	25000	0,9	360	7000	40500000	12600000
SUM						244944000	105480000

2014	Antall	Dagrate	Utnyttelsesgrad	Dager/År	Daglig driftskostnad	Fraktinntekter	Driftskostnader
AHTS Small	8	12000	0,9	360	5000	31104000	14400000
AHTS Medium	5	20000	0,9	360	11000	32400000	19800000
AHTS Large	6	25000	0,9	360	12000	48600000	25920000
PSV (Original 8)	8	20000	0,9	360	7000	51840000	20160000
PSV Large 2012 (5 stk)	5	30000	0,9	360	7000	48600000	12600000
PSV Large 2013 (10 stk)	10	30000	0,9	360	7000	97200000	25200000
SUM						309744000	118080000

Tabell 20. Fremtidige fraktinntekter og driftskostnader

Fra anslagene over kan vi direkte regne ut veksten i fraktinntekter og driftskostnader.

	2010	2011	2012	2013	2014
Fraktinntekter	132346	118440	163728	244944	309744
Endring		-10,51 %	38,24 %	49,60 %	26,46 %
Driftskostnader	73681	74880	86580	105480	118080
Endring		1,63 %	15,63 %	21,83 %	11,95 %

Tabell 21. Vekst i fraktinntekter og driftskostnader

Som nevnt ovenfor skyldes økningene i fraktinntektene både tilvekst av skip, et forventet bra ratenivå i tiden fremover og en økt utnyttelsesgrad. Noe lenger frem i tid vil det bli svært vanskelig å anslå sannsynlige tall. Som nevnt tidligere i oppgaven, vil det ofte være naturlig å basere seg på at veksten i inntjeningen vil ligge rundt veksten i økonomien generelt. I vårt tilfelle ville det svart til Norges Banks mål om prisvekst på 2,5 % pluss International Monetary Funds en estimert vekst i bruttonasjonalprodukt på 2,1 % som summerer seg til 4,6 %. (Kilde: [www.imf.org http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2011/01/pdf/text.pdf side 182](http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2011/01/pdf/text.pdf)) Vi kommer tilbake til denne problemstillingen under utregning av horisontverdi mot slutten av oppgaven.

6.3.1 Administrative kostnader

Administrative kostnader består for det meste av generelle og administrative kostnader knyttet til kontorene i Norge, Kypros, Brasil og Malaysia. Grunnet opprettingen eget management selskap, hvor Deep Sea Supply nå selv skal ta seg av bemanning og teknisk vedlikehold, og anskaffelsen av et stort antall nye skip de neste årene, forventes det at de administrative kostnadene vil stige betraktelig de neste årene, og vi mener en årlig økning på 20 % vil være et forsvarlig mål.

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Adm. kostn.	3630	2774	5952	7971	7696	8710	10452	12542	15050	18060
Endring %		-23,58 %	114,56 %	33,92 %	-3,45 %	13,18 %	20,00 %	20,00 %	20,00 %	20,00 %

Tabell 22. Administrative kostnader

6.3.2 Andre inntekter

Andre inntekter i 2010 består stort sett av tre forskjellige komponenter. Mesteparten skyldes gevinst ved salg av Sea Otter og Sea Marten (\$10M). \$5,8M er utsatt gevinst ved salg av skip til Ship Finance i 2007/08 som blir inntektsført over 12 år. \$1,2M er verdiendring på finansielle derivater. I følge Anders Hall Jomaas, har Deep Sea Supply en langsiktig plan om utskiftning av de eldste skipene, og disse vil bli vurdert solgt dersom et riktig bud skulle komme opp. Det er naturligvis umulig å forutsi når dette vil skje. Det samme gjelder verdiendringene på de finansielle derivatene. Vi vil derfor kun medregne gevinsten fra salget til Ship Finance, som vil fortsette å komme i flere år ennå.

6.3.3 Avskrivninger

Årlige avskrivninger på den eksisterende flåten (pr. 01.01.11) er basert på bokført verdi hentet fra årsregnskapet for 2010. Gjennomsnittlig gjenværende levetid for disse er beregnet til 25,1 år. Nye skip som etter planen blir levert i 2011-2013 blir avskrevet på lik linje med den eksisterende flåten, lineært til 0 over 30 år. Beregningen finnes i tabell X.X. nedenfor. Vi forutsetter at anskaffelseskost er lik bokført verdi for de nye skipene. Det forutsettes videre at nye AHTSer levert i 2011 har en anskaffelseskost på USD 16 millioner og PSVer som blir levert i 2012 og 2013 har en verdi på USD 55 millioner.

	2010	2011	2012	2013	2014
Bokført verdi 2010-flåte Year-End	312684000	300226470	287768940	275311410	262853880
Avskrivninger		12457530	12457530	12457530	12457530
Bokført verdi nye AHTS 2011 Year-End		78400000	75742373	73084746	70427119
Avskrivninger		1600000	2657627	2657627	2657627
Bokført verdi nye PSV 2012 Year-End			269500000	260333333	251166667
Avskrivninger			5500000	9166667	9166667
Bokført verdi nye PSV 2013 Year-End				540833333	522500000
Avskrivninger				9166667	18333333
Total bokført verdi Year End		378626470	633011313	1149562823	1106947666
Total Avskrivning		14057530	20615157	33448490	42615157

Tabell 23. Avskrivninger

6.3.4 Finansinntekter

Posten består for det meste i omregningsdifferanser og er dermed svært vanskelig å anslå. Antar derfor et forsiktig anslag med historisk utvikling på \$2M.

6.3.5 Finanskostnader

Finanskostnadene for perioden 2011-2014 er beregnet på følgende måte:

Finanskostnader	2011	2012	2013	2014
Banklån	269026	429477	756761	699045
Leasing-gjeld	181024	151024	121024	91024
6 % gjeldskostnad	27003	34830	52667	47404

Tabell 24. Finanskostnader

6.3.6 Fremtidsregnskap

I følge Penman (2007), er hovedformålet bak omformuleringen av balansen og resultatregnskapet, å avdekke driverne til avkastningen på den ordinære egenkapitalen (ROCE) og driverne bak veksten i selskapet, som en forberedelse til utarbeidingen av fremtidsregnskap og balanse. Vi har i denne oppgaven i mindre grad basert vårt fremtidsregnskap på nettopp denne metoden. Dette faller naturlig, da vi som nevnt har fått førstehåndsinformasjon fra Deep Sea Supply som går på både fraktinntekter, driftskostnader, flåte, ratenivå og utnyttelsesgrad de neste årene. Vårt endelige anslag på fremtidsregnskap blir da seende slik ut, basert på de foregående avsnittene om de forskjellige postene:

	2010A	2011E	2012E	2013E	2014E
Fraktinntekter	132346	118440	163728	244944	309744
Driftskostnader	-76606	-74880	-86580	-105480	-118080
Bruttofortjeneste	55740	43560	77148	139464	191664
i %	42,12 %	36,78 %	47,12 %	56,94 %	61,88 %
Adm.kostn.	-8710	-10452	-12542	-15051	-18061
Andre inntekter	17060	5800	5800	5800	5800
Avskrivninger	-36447	-14058	-20615	-33448	-42615
Driftsresultat før skatt (OI)	27643	24850	49791	96765	136788
Finansinntekter	2233	2000	2000	2000	2000
Finanskostnader	-29797	-27003	-34830	-52667	-47404
Resultat før skatt	79	-153	16961	46098	91384
Skatt på finansinntekter 10%	0	200	200	200	200
Skyldig Skatt (2011-13) ²	-2617	933	933	933	0
Årets resultat	-2538	980	18094	47231	91584

Tabell 25. Fremtidsregnskap

6.3.7 Fremtidsbalanse basert på omgruppert balanse (2011-2014)

Omgruppert Balanse	2011	2012	2013	2014
OPERASJONELLE EIENDELER				
Skip ³	378626	633011	1149563	1106948
Skip på leasing ²	186412	156412	126412	96412
Nybyggingskontrakter ³	21236	17736	14236	10736
Utstyr/kjøretøy ⁴	592	819	1225	1549
Pensjonsordninger ⁵	0	0	0	0
Varelager ⁶	2369	3275	4899	6195
Kundefordringer ⁷	23688	32746	48989	61949
Andre kortsiktige fordringer ⁸	7896	10915	16330	20650
SUM OPERASJONELLE EIENDELER	620819	854914	1361654	1304439

² Selskapet har en skattegjeld på 2,8 mill. USD som skal kostnadseføres over de neste tre år.

OPERASJONELLE FORPLIKTELSER				
Pensjonsordning ⁹	0	0	0	0
Leverandørgjeld ¹⁰	11844	16373	24494	30974
Kortsiktig betalbar skatt ¹¹	0	0	0	0
Langsiktig skatteforpliktelse ¹²	2800	1866	933	
SUM OPERASJONELLE FORPLIKTELSER	14644	18239	25427	30974
NETTO OPERASJONELLE EIENDELER (NOA)	606175	836675	1336227	1273465
FINANSIELLE EIENDELER				
CIRR innskudd ¹³	39526	35359	31192	27025
Andre langsiktige fordringer ¹⁴	0	0	0	0
Utsatt skattefordel ¹⁵	0	0	0	0
Finansielle derivater ¹⁶	0	0	0	0
CIRR kortsiktig innskudd ¹⁷	4913	4913	4913	4913
Finansielle hedginginstrumenter ¹⁸	0	0	0	0
Kontanter og kontantekvivalenter ¹⁹	13451	21474	37838	34952
Eiendeler klassifisert som tilgjengelig for salg ²⁰	74220	74220	74220	74220
SUM FINANSIELLE EIENDELER	132110	135966	148163	141110
FINANSIELLE FORPLIKTELSER				
Banklån ²¹	269026	429477	756761	699045
Leasing gjeld ²²	181024	151024	121024	91024
CIRR lån ²³	44439	40272	36105	31938
Forpliktelser klassifisert som tilgjengelig for salg ²⁴	48998	48998	48998	48998
Utsatt gevinst salg/lease ²⁵	24459	9459	0	0
Utsatt gevinst CIRR lån ²⁶	1400	1200	1000	800
Finansielle derivater ²⁷	0	0	0	0
Investering i nye skip ²⁸	24000	106500	271500	271500
SUM FINANSIELLE FORPLIKTELSER	593346	786930	1235388	1143305
NETTO FINANSIELLE FORPLIKTELSER (NFO)	461236	650964	1087225	1002195
EGENKAPITAL				
ORDINÆR EGENKAPITAL (CSE)	144939	185711	249002	271270

Tabell 26. Fremtidsbalanse

Forutsetninger bak estimeringen av fremtidsbalanse:

¹Skip - på grunnlag av nye skip og estimerte avskrivninger

²Skip på leasing - nedbetales pr år (30k)

- ³Nybyggingskontrakter - reduseres med ca. 3,5k pr år
- ⁴Utstyr/kjøretøy - anslag turnover-ratio - 200 (basis fraktinntekter)
- ⁵Pensjonsordninger - minimal, anslås til 0
- ⁶Varelager - anslag turnover-ratio - 50 (basis fraktinntekter)
- ⁷Kundefordringer - anslag turnover-ratio - 5 (basis fraktinntekter)
- ⁸Andre kortsiktige fordringer - anslag turnover-ratio - 15 (basis fraktinntekter)
-
- ⁹Pensjonsordninger - minimal, anslås til 0
- ¹⁰Leverandørgjeld - anslag turnover-ratio - 10 (basis fraktinntekter)
- ¹¹Kortsiktig betalbar skatt – det forutsettes 0 skatt
- ¹²Langsiktig skatteforpliktelse - skattegjeld pr 31.12.10 \$2,8m, betales ned med \$0,933 2011-2013
-
- ¹³CIRR-innskudd - \$50m opprinnelig, 12års-profil - Langsiktig deposit
- ¹⁴Andre langsiktige fordringer - minimal, anslås til 0
- ¹⁵Utsatt skattefordel - minimal, anslås til 0
- ¹⁶Finansielle derivater - minimal, anslås til 0
- ¹⁷CIRR kortsiktige innskudd - \$50m opprinnelig, 12års-profil - Kortsiktig deposit
- ¹⁸Finansielle hedginginstrumenter - minimal, anslås til 0
- ¹⁹Konter og kontantekvivalenter - Krav: minimum høyeste av 5 % total gjeld skip eller \$14,5m - antar 5 % - alternativ
- ²⁰Eiendeler for salg - forutsettes kons
-
- ²¹Banklån - estimert på grunnlag av nye låneopptak (70 % skipsverdi) og betalte avdrag (15års-profil)
- ²²Leasinggjeld - samsvarer noenlunde med "Skip på leasing". Reduseres proporsjonalt
- ²³CIRR-lån - \$50m opprinnelig, 12års-profil
- ²⁴Forpliktelser for salg - antas konstant
- ²⁵Utsatt gevinst salg/lease – reduseres etter historisk utvikling
- ²⁶Utsatt gevinst CIRR-lån - Proporsjonelt avtagende med nedbetaling av CIRR
- ²⁷Finansielle derivater - går historisk mot 0, og antas å forbli 0
- ²⁸30 % Skips-finansiering – Alternativ finansiering

7 Verdsettelse

I tråd med drøftelsen av de ulike modellene opp mot hverandre har vi kommet frem til at en form av Residual Income modellen vil være det beste valget i vårt tilfelle. Vi har derfra valgt å ta utgangspunkt i Residual Operating Income (ReOI), som vi mener vil gi den mest nøyaktige beregningen av selskapets verdi.

7.1 Verdsettelse basert på Residual Operating Income modellen

Vi har valgt å benytte oss av Residual Operating Income modellen i vår verdsettelse av Deep Sea Supply. Ved første øyekast vil man sannsynligvis reagere på den høye verdien vi har beregnet pr. aksje. Men med bakgrunn i de lyse estimatene for fremtiden, vil den markante økningen i både flåtestørrelse og ratenivå, samt de lave driftskostnadene medføre relativt store økninger i to av de viktigste faktorene i utregning av Residual operating income, nemlig Operating Income (OI) og Net Operating Assets (NOA). I tillegg vil også avkastningskravet, både til egenkapital, beregnet ved CAPM, og totalkapitalkravet, beregnet ved WACC, bli en del lavere enn vi hadde forventet oss, mye grunnet det lave rentenivået vi og Deep Sea Supply opplever om dagen. I følge vår verdiberegning forsvarer altså Deep Sea Supply en pris på **46,15 NOK** pr. aksje. (09.05.2011)

	2011	2012	2013	2014
Operating Income (OI)		49791	96765	136788
Net Operating assets (NOA)	606175	836675	1336227	1273465
RNOA %		6,90 %	8,91 %	10,48 %
Residual Operating Income (ReOI)		14451	47987	58886
Diskonteringsrate WACC (1,0583)		1,099042939	1,163117142	1,230926871
PV av ReOI		13149	41257	47839
Total PV av ReOI	102245			
Continuing Value (CV)				1010051
PV av CV	820561			
Enterprise Value	1528981			
Net Financial Obligations	461236			
Value of Common Equity	1067744771			
Dollarkurs pr. 09.05.11	5,483			
Verdi EK i NOK	5854444580			
Antall aksjer	126863860			
Verdi pr aksje NOK	46,15			
Wacc	1,0583			
	0,0583			

Tabell 27. ReOI verdsettelse

7.2 Supplerende verdsettelse – Substansverdimetoden

Selskapets verdier er hovedsakelig representert i skipsflåten, og det forutsettes for denne metoden at det finnes et fungerende annenhåndsmarked for bedriftens eiendeler, og for offshore- og shippingbransjen generelt er dette tilfelle. Det vanligste er å ta utgangspunkt i en eller flere meglers verddivurderinger av flåten for deretter å benytte seg av gjennomsnittet av disse. For vår egen del, har vi ikke tilgang til noen eksterne verddivurderinger av Deep Sea Supply sin flåte, men derimot førstehånds informasjon fra Chief Financial Officer, Anders Hall Jomaas i DESSC. Utfra dette vil en komparativ analyse i form av substansverdimetoden være et naturlig supplement til den fundamentale verdsettelsen. I og med at verdien av lengre kontrakter på fartøyene ikke blir hensyntatt i substansverdiberegningen, vil dette anslaget være nærmest den laveste pris man vil kunne oppnå ved salg eller avvikling.

Jomaas mener anslagene som er listet opp nedenfor gir et bra og reelt bilde på markedsverdien av dagens flåte.

AHTS	Tall i mill. USD
Sea Lion	65
Sea Tiger	35
Sea Leopard	35
Sea Lynx	35
Sea Panther	35
Sea Bear	35
Sea Cheetah	42
Sea Jaguar	42
Sea Ocelot	35
Sea Eagle 1	37
Sea Weasel	16
Sea Fox	16
Sea Jackal	16

PSV	
Sea Halibut	30
Sea Angler	30
Sea Pike	30
Sea Bass	30
Sea Pollock	30
Sea Trout	30
Sea Turbot	30
Sea Witch	30
Markedsverdi flåte	684

Tabell 28. Markedsverdi på flåten

Verdien av egenkapitalen finnes ved å ta utgangspunkt i de nevnte markedsverdier, legge til verdien av netto operasjonelle eiendeler, trekke fra utsatt skatt på differansen mellom markedsverdi og bokført verdi av flåten, for til slutt å trekke fra netto finansielle forpliktelser. Netto operasjonelle eiendeler og netto finansielle forpliktelser er hentet ut fra den omgrupperte balansen tidligere i oppgaven. Det tas forutsetninger om at selskapets operasjonelle eiendeler, forpliktelser og gjeld pr 31.12.10 er bokført til markedsverdi. Under posten “Markedsverdi skip” er nybyggingskontrakter medregnet.

	Substansverdiberegning DESSC	
	Markedsverdi skip	708736000
+	NOA	580363000
-	"utsatt skatt på merverdi"	103968000
-	NFO	418778000
=	Verdi	766353000
	Antall aksjer	126863860
	Verdi pr aksje USD	6,04
	NOK/USD 31.12.2010	5,92
	Verdi pr aksje NOK	35,76

Tabell 29. Substansverdiberegning

På grunn av at tallene vi benytter i beregningen er pr. 31.12.2010, benyttes det derfor en dollarkurs fra samme dato, og kursanslaget fremskrives til 01.06.2011 med totalkapitalkravet på følgende måte:

$$\text{Verdi pr 01.06.11} : 35,76 * 1,0583^{(5/12)} = \mathbf{37,49 \text{ NOK}}$$

7.3 Sensitivitetsanalyse

Formålet med en sensitivitetsanalyse er å undersøke hvor store utslag i estimatet vi får ved å forandre en faktor ceteris paribus. Det hadde da vært naturlig for oss å se hvordan en endring i fremtidsregnskapet eller fremtidsbalansen ville slått ut i vårt verdiestimat. Vi har i oppgaven valgt å ikke estimere selskapets vekst ut i fra normal bransjevekst, men basere oss på selskapets planlagte vekst, og egne forventninger. Det vil som tidligere nevnt stå til hinder for vår objektivitet i anslagene, og derfor være farget av selskapets optimisme.

Bakgrunnen for de valgene vi har tatt baserer seg på at vi ønsker å gjøre disse beregningene på samme måte som hvis vi hadde vært ansatt i DESSC og ble bedt om å utføre en verdsettelse.

I sensitivitetsanalysen har vi først sett på WACC som direkte påvirker utregningen av ReOI, og endring i dollarkursen som påvirker vår sluttkurs i NOK.

WACC	4	5	5,83	6,5	7,5	8,5
Dollarkurs						
5,65	kr 93,63	kr 64,13	kr 47,55	kr 37,39	kr 25,78	kr 17,09
5,52	kr 91,48	kr 62,65	kr 46,46	kr 36,53	kr 25,19	kr 16,70
5,483	kr 90,87	kr 62,23	kr 46,15	kr 36,29	kr 25,02	kr 16,58
5,3	kr 87,83	kr 60,16	kr 44,61	kr 35,07	kr 24,19	kr 16,03
5,15	kr 85,35	kr 58,45	kr 43,34	kr 34,08	kr 23,50	kr 15,58

Tabell 30. Sensitivitetsanalyse

Ut i fra tabell 7 ser vi at en liten endring i WACC utgjør store forskjeller. En 10 % økning i WACC fører til en 21 % reduksjon i aksjekursen. Ettersom det er konsensus i markedet om en økning i det generelle rentenivået fremover, vil dette slå ut både i form av økt egenkapitalkrav og vektet gjeldskostnad, og som vi vet er dette hovedkomponentene i WACC-beregningen. Likevel er det verdt å merke seg at selskapet til en viss grad er skjermet av dette grunnet CIRRLånenes gunstige betingelser.

Videre har vi sett på hvordan en endring i *operating income* eller *net operating assets* vil slå ut i sluttkursen.

Endring OI	-20,00 %	-10,00 %	0,00 %	10,00 %	20,00 %
Kurs	27,6	36,87	46,15	55,42	64,69
Endring NOA	-20,00 %	-10,00 %	0,00 %	10,00 %	20,00 %
Kurs	51,48	48,81	46,15	43,48	40,82

Grunnet relativt store økninger i fraktinntektene fremover har vi sett på hvordan en endring i *operating income*, og *net operating assets* vil påvirke kursen. Vi ser her at særlig *operating income* gir store utslag på aksjekursen. Mens en endring i *net operating assets* ikke gir like store utslag.

7.4 Handlingsstrategi

I samsvar med meglerhusene DnB Nor og Nordea setter vi følgende krav til vår handlingsstrategi.

Kjøp - indikerer en forventet avkastning større enn 10 % de neste 12 månedene.

Hold - indikerer en forventet avkastning mellom 0 % og 10% de neste 12 månedene.

Selg - indikerer en negativ forventet avkastning de neste 12 månedene.

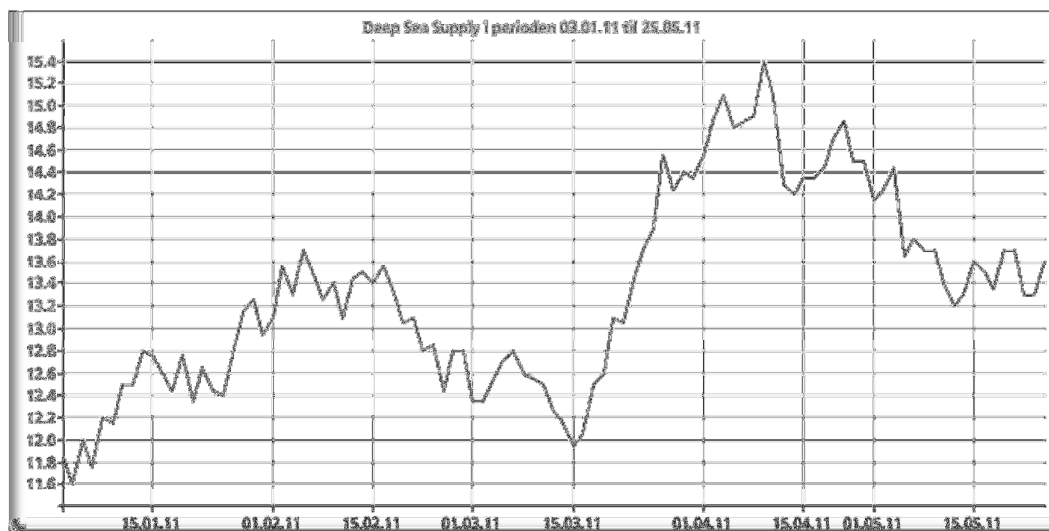
Refererer vi til begge de overnevnte meglerhus tas det her forbehold ved enkeltaksjers likviditet og volatilitet.

Høy risiko - Volatilitet over 40%

Høy risiko - Volatilitet fra 25 % til 40 %.

Lav risiko - Volatilitet under 25 %

DnB NOR anslår DESSC til en medium risiko, og da følgende en volatilitet som ligger mellom 25 % og 40 %



Figur 26. Aksjekursutvikling DESSC

Da vi 09.mai foretok våre siste beregninger var aksjekursen til DESSC 13,70. Vårt estimat på 46,15 er veldig mye høyere enn dagens aksjekurs, noe vi ser følgende forklaringer på:

- Selskapets management selskaper i Brasil og Malaysia vil fjerne et mellomledd ved utleie og bemanning, noe som gir reduserte operasjonelle kostnader og bedrer bunnlinjen.
- Som tidligere nevnt under punkt 2.5 er oljeprisen forventet å holde et høyt nivå, både på kort og lang sikt. Dette vil ha en positiv effekt på leteaktivitet, og dermed også ratenivå
- Shippingbransjen er preget av et etterslep på kontrakter og bestillinger, noe som påvirker etterspørselen av båter, og dermed rateprisene. Markedet er enige om at rateprisene vil få en stor økning fra 2. kvartal 2011.
- Selskapets flåteutvidelse de siste årene var planlagt i 2008-2009 og dermed innpriset i aksjen før skipslevering fant sted. Nå planlegger selskapet enda en markant utvidelse, noe som kombinert med økende ratenivå vil gi store utslag på operating income
- Økende etterspørsel som en følge av økende oljepris og leteaktivitet, vil sammen med relativt sett lav levering av nye skip de neste 2 årene, medføre gode utsikter for utnyttelsesgraden.

Selv om punktene ovenfor gir lyse utsikter for både bransjen og selskapet, avdekket sensitivitetsanalysen at aksjen er svært følsom for reduserte inntekter, og for en økning i selskapets gjeldskostnad. Vi har også tidligere pekt på at *svakheten* ved å kalkulere fremtidsregnskapet på selskapets egne forhåpninger vil være svært utslagsgivende for vårt sluttresultat. Alle faktorer som er utslagsgivende for aksjekursen, har i vårt tilfelle medvirket til en høyere, fremfor lavere kursutvikling, det være seg alt fra renter til valutakurser og avkastningskrav.

I samsvar med anbefalingsstrategiene til meglerhusene legger vi inn en **sterk kjøpsanbefaling** på aksjen.

8 Litteraturliste

- Barney, J. B. (1991). "Firm resources and sustained competitive advantage." *Journal of management* 1(19): 99-120.
- Barney, J. B. (2002). *Gaining and sustaining competitive advantage*. Upper Saddle River, N.J., Prentice Hall.
- Copeland, T. E. (2000). *Valuation : measuring and managing the value of companies*. John Wiley, New York.
- Damodaran, A. (2002). *Investment valuation: tools and techniques for determining the value of any asset*. New York, Wiley.
- Dickson, P. R. a. J. L. G. (1987). "Product Differentiation, and Marketing Strategy." *Journal of marketing* 51(2): 1-10.
- Dimson, E., P. Marsh, et al. (2002). *Triumph of the optimists: 101 years of global investment returns*. Princeton, N.J., Princeton University Press.
- Gjesdal, F. (2007). "Regnskapsanalyse: Omgruppering av regnskapet for eierkontroll og verdsettelse." *Praktisk økonomi og finans* 02(1): 3-17.
- Gjesdal, F. and T. Johnsen (1999). *Kravsetting, lønnsomhetsmåling og verdivurdering*. Oslo, Cappelen akademisk forl.
- Hill, C. W. L. and G. R. Jones (2004). *Strategic management theory: an integrated approach*. Boston, Houghton Mifflin Co.
- Horngreen, C. T., G. Foster, et al. (2006). *Cost accounting: a managerial emphasis*. Upper Saddle River, N.J., Pearson Prentice Hall.
- Hunt, S. D. a. M., R. M. (1996). "The resource-advantage theory of competition: dynamics, path dependencies, and evolutionary dimensions." *Journal of Marketing* 60: 107-114.
- Jakobsen, E. W. and L. B. Lien (2001). *Ekspansjon: strategi for forretningsutvikling*. Oslo, Gyldendal fakta.
- Koller, T., T. E. Copeland, et al. (2005). *Valuation: measuring and managing the value of companies*. Hoboken, N.J., Wiley.
- Kotler, P. and J. I. Fredriksen (2005). *Markedsføringsledelse*. Oslo, Gyldendal akademisk. 1. norske utg. Oslo : Universitetsforl., 1992
- Meyer, C. B. and K. Boye (1998). *Fusjoner og oppkjøp*. Oslo, Cappelen akademisk forl.
- Nygaard, O. M. N. (2008). *Verdsettelse av Deep Sea Supply Plc*. Kristiansand, 85 s.

http://www.solstad.no/getfile.php/Filer/Financial%20reports/2004/SOFF-04-Annual_report_ENG.pdf Årsrapport Solstad 2004

AVISER

Dagens Næringsliv, «Tillit betaler seg», side 8, tirsdag 22. februar 2011

<http://bors.e24.no/e24/portal/e24no/commodities>

9 Vedlegg

Vedlegg 1: Betaberegning

Oslo Børs Benchmark Index Deep Sea Supply

Dato	Close OSEBX	Endring	Close DESSC	Endring
02.01.07	446,46	0,00 %	18,90	0,00 %
01.02.07	464,66	4,08 %	18,60	-1,59 %
01.03.07	435,32	-6,32 %	18,70	0,54 %
02.04.07	462,86	6,33 %	23,20	24,06 %
02.05.07	483,04	4,36 %	24,60	6,03 %
01.06.07	501,38	3,80 %	24,50	-0,41 %
02.07.07	510,81	1,88 %	26,70	8,98 %
01.08.07	484,83	-5,08 %	25,20	-5,62 %
03.09.07	475,32	-1,96 %	27,90	10,71 %
01.10.07	498,42	4,86 %	24,60	-11,83 %
01.11.07	507,14	1,75 %	25,50	3,66 %
03.12.07	487,71	-3,83 %	25,40	-0,39 %
02.01.08	491,32	0,74 %	24,70	-2,76 %
01.02.08	403,90	-17,79 %	22,60	-8,50 %
03.03.08	419,39	3,83 %	24,50	8,41 %
01.04.08	419,33	-0,01 %	22,10	-9,80 %
02.05.08	477,14	13,78 %	22,40	1,36 %
02.06.08	497,12	4,19 %	19,60	-12,50 %
01.07.08	455,16	-8,44 %	18,00	-8,16 %
01.08.08	412,06	-9,47 %	16,20	-10,00 %
01.09.08	417,26	1,26 %	19,90	22,84 %
01.10.08	308,54	-26,06 %	12,60	-36,68 %
03.11.08	253,86	-17,72 %	12,70	0,79 %
01.12.08	202,76	-20,13 %	7,79	-38,66 %
02.01.09	239,24	17,99 %	8,17	4,88 %
02.02.09	216,85	-9,36 %	8,45	3,43 %
02.03.09	205,85	-5,07 %	6,75	-20,12 %
01.04.09	227,96	10,74 %	6,98	3,41 %
04.05.09	266,03	16,70 %	7,93	13,61 %
02.06.09	305,35	14,78 %	8,70	9,71 %
01.07.09	288,11	-5,65 %	10,10	16,09 %
03.08.09	305,53	6,05 %	10,75	6,44 %
01.09.09	297,97	-2,47 %	10,00	-6,98 %
01.10.09	318,87	7,01 %	8,85	-11,50 %
02.11.09	331,99	4,11 %	7,74	-12,54 %
01.12.09	357,75	7,76 %	8,00	3,36 %
04.01.10	380,16	6,26 %	7,81	-2,38 %
01.02.10	363,89	-4,28 %	9,25	18,44 %
01.03.10	359,87	-1,11 %	8,77	-5,19 %
06.04.10	385,12	7,02 %	10,35	18,02 %
03.05.10	385,35	0,06 %	12,05	16,43 %

01.06.10	344,31	-10,65 %	10,40	-13,69 %
01.07.10	317,89	-7,67 %	9,90	-4,81 %
02.08.10	369,65	16,28 %	9,94	0,40 %
01.09.10	364,52	-1,39 %	9,60	-3,42 %
01.10.10	382,72	4,99 %	11,00	14,58 %
01.11.10	408,73	6,80 %	11,25	2,27 %
01.12.10	407,86	-0,21 %	11,00	-2,22 %
03.01.11	443,21	8,67 %	11,85	7,73 %
01.02.11	442,18	-0,23 %	13,10	10,55 %
01.03.2011	444,23	0,46 %	12,35	-5,73 %
01.04.2011	451,41	1,62 %	14,55	17,81 %
01.05.2011	446,68	-1,05 %	14,25	-2,06 %

Vedlegg 2. Rapportert regnskap for perioden 2005-2010

	1000 USD	1000 USD	1000 USD	1000 USD	1000 USD	1000 USD
	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Fraktinntekter	121854	74184	146660	190405	167633	132346
- Driftskostnader skip	-60330	-26107	-40176	-60199	-66163	-76606
- Omløsliseringskostnader	-974	-1045	0	0	0	0
- Avskrivninger skip	-23671	-10060	-16561	-30277	-36368	-36447
= Resultat før avskrivninger og ind. Kostn.	36879	36972	89923	99929	65102	19293
- Adm. Kostnader	-3630	-2774	-5952	-7971	-7696	-8710
+/- Andre inntekter/(kostnader)	0	12228	8375	708	21470	17060
- Restruktureringskostnader	0	-2391	0	0	0	0
= Driftsresultat	33249	44035	92346	92666	78876	27643
+ Finansinntekter	280	1052	2616	2122	665	2233
- Finanskostnader	-25963	-6185	-24413	-44496	-36332	-29797
= Resultat før skatt	7566	38902	70549	50292	43209	79
- Skattekostnad	0	-555	-12843	3110	8084	-2617
= Årsresultat	7566	38347	57706	53402	51293	-2538
Herav majoritetsandel	7566	38327	57706	53402	51293	-2538
Herav minoritetsandel	0	20	0	0	0	0

Vedlegg 3. Rapportert balanse for perioden 2005-2010

Opprinnelig Balanse						
	2005	2006	2007	2008	2009	2010
EIENDELER						
ANLEGGSMIDLER						
Skip	178987	228432	280498	369404	414340	312684
Skip på leasing	0	0	233328	285285	236197	216412
Nybyggingskontrakter	0	134846	83871	31735	26327	24736
Utsyr/Kjøretøy	74	94	88	95	65	664
Pensjonsordninger	0	34	103	0	0	0
CIRR innskudd	0	0	0	44799	49426	43693
Andre langsiktige fordringer	0	0	0	0	0	455
Utsatt skattefordel	6	0	0	0	0	234
TOTALE ANLEGGSMIDLER	179067	363406	597888	731318	726355	598878
OMLØPSMIDLER						
Finansielle derivater	0	0	6003	0	0	0
CIRR kortsiktig innskudd	0	0	0	4144	5038	4959
Finansieller hedginginstrumenter	0	0	0	6335	0	0
Varelager	379	586	1767	878	2221	2909
Kundefordringer	10787	19480	41631	47866	22483	26017
Andre kortsiktige fordringer	333	15969	18981	6172	6349	9374
Kontanter og kontantekvivalenter	8466	51445	31396	33799	31616	41932
TOTALE OMLØPSMIDLER	19965	87480	99778	99194	67707	85191
Eiendeler klassifisert som holdt for salg	0	0	0	0	0	74220
TOTALE EIENDELER	199032	450886	697666	830512	794062	758289

	2005	2006	2007	2008	2009	2010
EGENKAPITAL OG GJELD						
EGENKAPITAL						
Aksjekapital	6779	2487	2639	2599	2599	2537
Overkursfond	55571	226367	66948	16203	16203	6477
Egne aksjer	0	0	-9787	-9787	-9787	0
Annen innskutt egenkapital	457	496	231	1242	1720	1846
Opptjent egenkapital	1101	37379	103223	101965	153259	150721
TOATAL EGENKAPITAL EKSKL. MINORITETSINTERESSER	63908	266729	163254	112222	163994	161581
Minoritesinteresser	0	17472	0			
TOTAL EGENKAPITAL	63908	284201	163254	112222	163994	161581
GJELD						
LANGSIKTIG GJELD						
Banklån	123353	145221	179012	266998	260698	211603
Leasing gjeld	0	0	169707	225199	210901	195895
CIRR Lån	0	0	0	44799	49374	43647
Utsatt gevinst ved salg/leasing	0	0	56087	90752	51486	34966
Utsatt gevinst på CIRR Loan	0	0	0	1426	1571	1446
Langsiktig skatteforpliktelse	0	0	11565	5336	0	1806
Pensjonsordning	0	0	0	30	79	11
TOTAL LANGSIKTIG GJELD	123353	145221	416371	634540	574109	489374
KORTSIKTIG GJELD						
Leverandørgjeld	3373	9068	12928	25039	3588	11519
Kortsiktig betalbar skatt	0	560	1338	667	0	903
Banklån	8398	10994	13453	23724	25207	20639
Leasing gjeld	0	0	39578	15495	14298	15129
CIRR lån	0	0	0	4144	5038	4959
Utsatt gevinst salg/lease	0	0	0	9201	5830	4493
Utsatt gevinst CIRR lån	0	0	0	229	229	161
Finansielle derivater	0	841	0	5254	1770	529
Betalbart utbytte	0	0	50745	0	0	0
TOTAL KORTSIKTIG GJELD	11771	21463	118042	83753	55960	58332
Forpliktelser klassifisert som holdt for salg	0	0	0	0	0	48998
TOTAL GJELD	135124	166684	534413	718293	630069	596704
TOTAL EGENKAPITAL OG GJELD	199032	450885	697667	830515	794063	758285