



UNIVERSITETET I AGDER

Fundamental verdsettelse av American Shipping Company

Nicklas Alexander Myhre & Mats Riis Randby

VEILEDER

Leif Atle Beisland

Universitetet i Agder, 2018

Fakultet for Handelshøyskolen



Sammendrag

Tema for denne masteroppgaven har vært å foreta en verdivurdering av American Shipping Company. Problemstillingen har vært todelt hvor vi først skal estimere en aksjepris for selskapet den 29.12.17. Videre skal vi komme med en anbefaling om å kjøpe, selge eller beholde aksjen på grunnlag av denne verdiestimeringen.

Den fundamentale verdsettelsesmetoden er utgangspunktet for oppgaven, hvor prinsipper rundt denne metoden blir bygd opp i oppgaven. Innledningsvis i oppgaven blir selskap og bransje presentert, samt verdsettelsesteorien. Videre går den strategiske analysen inn på analyser knyttet til interne og eksterne forhold rundt American Shipping Company. Dette blir gjort for å avdekke potensielle konkurransefortrinn selskapet kan inneha, samt vise selskapets egenskaper til å maksimere sine egne ressurser.

I regnskapsanalysen går vi inn for å avdekke selskapets risiko, soliditet og lønnsomhet over en femårig historisk analyseperiode. Denne analysen, samt informasjonen avdekket i den strategiske analysen, ga muligheten til å prognostisere et avkastningskrav for deretter å lage prognoser for American Shipping Company sine fremtidige budsjett. Avkastningskravet til totalkapitalen, WACC, består av to elementer, egenkapital- og gjeldskostnad. Gjennom egenkapitalkostnad og WACC har vi funnet diskonteringsfaktor som brukes i kontantstrøm- og dividendemodellen. Gjennomsnittet av den fundamentale verdsettelsen ga en aksjepris på NOK 37,85.

For å vise at begge disse modellene bærer preg av usikkerhet er det gjennomført både en sensitivitetsanalyse og en Monte Carlo-simulering. Disse avdekket at både kontantstrøm- og dividendemodellen var sensitive for endringer knyttet til sine diskonteringsfaktorer, samt vekstfaktoren for markedet.

Den fundamentale verdsettelsen er vektet med $2/5$ for både kontantstrømmodellen og $2/5$ for dividendemodellen. Den siste $1/5$ er supplert av den komparative verdsettelsen. Ved å legge til den komparative verdsettelsesmetoden endte vi med en vektet aksjepris på NOK 35,56.

Med en aksjepris fra Oslo Børs på NOK 27,25 den 28.05.18, og et verdiestimat fra oppgaven tilsvarende NOK 35,56, har vi valgt å konkludere med en kjøpsanbefaling for aksjen.

Forord

Denne masteroppgaven er skrevet som en avslutning på det femårige masterstudiet vi har tatt ved Universitetet i Agder. Vi har begge valgt økonomisk styring som spesialisering, og tatt kurs i denne spesialiseringen som utgangspunkt når vi valgte å utføre en verdsettelse av det norske selskapet American Shipping Company.

Spesielt har kursene BE-316 – Valuation og BE-414 - Financial Statement Analysis and Equity Valuation, vært kurs vi har sett på som interessante og noe som har motivert oss for videre fordypning i temaet. Videre har kursene på masterprogrammet ved Universitetet i Agder vært treffende ved en slik besvarelse og vi har fått mulighet til å oppsummere kunnskapen vi har opparbeidet oss de siste fem årene. Temaer som regnskap, finans og strategi er alle sentrale temaer ved utarbeidelse av en verdsettelsesoppgave, og den generelle kunnskapen fra Universitetet i Agder har vært med på å styrke det faglige innholdet ytterligere.

For selve oppgaven har vi valgt et selskap som opererer innenfor shipping, hvor Norge er en av verdens største aktører. Hovedmotivasjonen lå i å velge et selskap innenfor shipping som tidligere ikke var verdsatt, og på denne måten kunne ha en særegen masteroppgave. Etter hva vi har sett er det ikke tidligere gitt ut oppgaver som omhandler American Shipping Company.

I arbeidet med oppgaven har vi kun måtte forholde oss til offentlig tilgjengelig informasjon i form av årsrapporter, undersøkelser, selskap- og bransjeinformasjon. Informasjonstilgangen skal være tilstrekkelig for å kunne utarbeide et godt verdiestimat, men vi er klar over at mangel på intern informasjon kan føre til svakheter i estimatet som kan ha vært av betydning for oppgaven.

Avslutningsvis ønsker vi å rette en stor takk til veileder Leif Atle Beisland, professor ved Institutt for økonomi på Handelshøyskolen ved Universitetet i Agder, for gode innspill og hjelp gjennom hele skriveprosessen.

Kristiansand, 1. juni 2018

Mats Riis Randby

Kristiansand, 1. juni 2018

Nicklas Alexander Myhre

Innhold

1. Innledning.....	1
1.1 Formål.....	1
1.2 Problemstilling.....	1
1.3 Oppgavens struktur og oppbygning.....	1
1.4 Avgrensninger.....	2
2. Presentasjon av selskap og bransjen.....	3
2.1 American Shipping Company	3
2.1.1 Selskapets historie	3
2.1.2 Selskapet i dag.....	3
2.1.3 Organisering og ledelse	4
2.1.4 Selskapets flåte	5
2.1.5 Kontrakter.....	5
2.1.6 Aksjekurs.....	7
2.2 Bransjen.....	7
2.2.1 Shippingbransjen	7
2.2.2 U.S Jones Act	8
2.2.3 Konkurrerende flåter	8
2.2.4 Komparative selskaper	9
3. Teori om verdsettelse.....	12
3.1 Fundamental verdsettelse	12
3.1.1 Dividendemodellen	13
3.1.2 Kontantstrømmmodellen	14
3.1.3 Superprofitt.....	15
3.1.4 Vekst i superprofitt	16
3.2 Komparativ verdsettelse	17
3.2.1 Multipelbasert verdsettelse.....	17
3.2.2 Substansverdi metoden.....	18
3.3 Opsjonsbasert verdsettelse	19
3.4 Valg av metode.....	19
4. Strategisk analyse.....	22
4.1 Intern analyse	22
4.1.1 VRIO	22
4.2 Ekstern analyse	26
4.2.1 Porter´s five forces	27

4.2.2 PESTEL.....	31
4.3 SWOT – Oppsummering av den strategiske analysen	36
5. Regnskapsanalyse.....	38
5.1 Historiske regnskapstall	39
5.2 Omgruppering av regnskapet	41
5.2.1 Skille mellom normale og unormale poster	41
5.2.2 Anvende kongruensprinsippet.....	42
5.2.3 Skille mellom driftsrelaterte- driftsfremmende (finansielle) eiendeler.....	43
5.2.4 Skille mellom rentebærende og rentefri gjeld	45
5.5 Justering av målefeil.....	47
6. Analyse av forholdstall	49
6.1 Risikoanalyse.....	49
6.2 Likviditetsgrad 1 og 2.....	49
6.3 Soliditetsanalyse	51
6.3.1 Egenkapitalandel	52
6.3.2 Rentedekningsgrad	53
6.3.3 Finansieringsskjema	54
6.3.4 Netto driftsrentabilitet	55
6.3.5 Syntetisk rating og oppsummering av risiko	56
7. Avkastningskrav.....	59
7.1 Egenkapitalkostnad	60
7.1.1 Risikofri rente	61
7.1.2 Risiko.....	63
7.1.3 Beta.....	64
7.1.4 Markedsrisikopremie.....	71
7.2 Gjeldskostnad	75
7.2.1 Risikofri rente	76
7.2.2 Kredittrisikopremie	76
7.2.3 Alternativ metode for utregning av gjeldskostnad	77
7.2.4 Skatt.....	78
7.3 Andel egenkapital og gjeld.....	78
7.4 Beregning WACC	79
8. Prognostisering av kontantstrøm.....	81
8.1 Analyser og budsjettering.....	81
8.1.1 Generelle forutsetninger	82

8.2 Historiske driftsinntekter:	83
8.2.1 Prognostisering av driftsinntekter	84
8.3 Historiske driftskostnader	85
8.3.1 Lønnskostnader	85
8.3.2 Andre personalkostnader	86
8.3.3 Andre driftskostnader	87
8.3.4 Avskrivninger	87
8.4 Investering i netto driftseiendeler	88
8.5 Estimert skattesats	88
8.6 Fremtidige investeringer (CAPEX)	90
8.7 Utbytte	91
8.8 Påvirkning av nøkkeltall	91
9. Fundamental verdsettelse	94
9.1 Kontantstrømmmodellen	94
9.2 Dividendemodellen	95
10. Multiplbasert verdsettelse	97
10.1 Price/Book	98
10.2 P/E	99
10.3 EV/EBIT	100
10.4 EV/EBITDA	101
10.5 EV/Sales & P/S	102
10.6 Oppsummering av multipl	104
11. Sensitivitetsanalyse	105
11.1 Risikofri rente	105
11.2 Kredittrisikopremie	106
11.3 Beta	108
11.4 Markedets risikopremie	108
11.5 Vekstfaktor	109
11.6 Monte Carlo-simulering	110
12. Konklusjon	113
Referanser:	115
Vedlegg	125

Tabelloversikt

Tabell 3-1: Mest benyttede multiplikatorer	18
Tabell 4-1: Oppsummering VRIO.....	26
Tabell 5-1: Resultatregnskap for American Shipping Company 2013-2017	39
Tabell 5-2: Balanse for American Shipping Company 2013-2017	40
Tabell 5-3: Unormale finansposter	42
Tabell 5-4: AMSC omgruppert resultatregnskap	43
Tabell 5-5: AMSC omgruppert balanse	47
Tabell 6-1: Likviditetsgrad 1	50
Tabell 6-2: Likviditetsgrad 2	51
Tabell 6-3: Egenkapitalandel.....	52
Tabell 6-4: Rentedekningsgrad	53
Tabell 6-5: Finansieringsmatrise	54
Tabell 6-6: Netto driftsrentabilitet.....	56
Tabell 6-7: Syntetisk rating	57
Tabell 6-8: Syntetisk rating AMSC.....	57
Tabell 6-9: Syntetisk rating bransjesnitt.....	58
Tabell 7-1: Egenkapitalbeta gjennom industrispesifikk beta	71
Tabell 7-2: Vekting av egenkapital og gjeld	79
Tabell 8-1: Prognostisert vekst i driftsinntekter	84
Tabell 8-2: Prosentvis vekst i lønnskostnader	85
Tabell 8-3: Prognostiserte lønnskostnader	86
Tabell 8-4: Personalkostnader i prosent av driftsinntekter.....	86
Tabell 8-5: Prognostiserte andre personalkostnader i prosent.....	86
Tabell 8-6: Andre driftskostnader i prosent av driftsinntekter	87
Tabell 8-7: Prognostiserte andre driftskostnader i prosent.....	87
Tabell 8-8: Prognostiserte avskrivninger i prosent.....	87
Tabell 8-9: Endring i arbeidskapital.....	88
Tabell 8-10: Effektiv skattesats i 2016.....	89
Tabell 8-11: Effektiv skattesats i 2011	89
Tabell 8-12: Fremtidsregnskap AMSC	90
Tabell 8-13: Fremtidige investeringer	90
Tabell 8-14: Fri kontantstrøm etter skatt	93
Tabell 9-1: Kontantstrømmodellen	94
Tabell 9-2: Dividendemodellen.....	95
Tabell 10-1: Utvalgte regnskapstall 2017	98
Tabell 10-2: P/B-ratio.....	99
Tabell 10-3: P/E-rato	100
Tabell 10-4: EV/EBIT	101
Tabell 10-5: EV/EBITDA	102
Tabell 10-6: EV/Salg.....	103
Tabell 10-7: Price/sales	103
Tabell 11-1: Sensitivitet risikofri rente	106
Tabell 11-2: Sensitivitet kredittrisikopremie.....	107
Tabell 11-3: Sensitivitet beta.....	108
Tabell 11-4: Sensitivitet markedets risikopremie.....	109
Tabell 11-5: Sensitivitet vekstfaktor	109
Tabell 11-6: Statistikk fra Monte Carlo-simulering: Kontantstrømmodellen	112
Tabell 11-7: Statistikk fra Monte Carlo-simulering: Dividendemodellen	112

Figuroversikt

Figur 2-1: Kontrakter mellom AMSC og OSG	6
Figur 2-2: Aksjekurs for AMSC siste fem år	7
Figur 2-3: Oversikt over aktører i U.S Jones Act-markedet.....	9
Figur 3-1: The process of Fundamental Analysis	13
Figur 4-1: Porter's five forces	27
Figur 4-2: PESTEL.....	31
Figur 4-3: Styringsrenten fra 2010 og anslag fremover	33
Figur 4-4: Utvikling i oljepris siste fem år	34
Figur 4-5: SWOT-analyse	37
Figur 5-1: Omgruppering av balanse.....	44
Figur 6-1: Likviditetsgrad 1	50
Figur 6-2: Likviditetsgrad 2	51
Figur 6-3: Egenkapitalandel	53
Figur 6-4: Rentedeckningsgrad	54
Figur 6-5: Netto driftsrentabilitet	56
Figur 7-1: Oversikt over prosentvis rente for amerikanske statsobligasjoner	62
Figur 7-2: Utvikling av 10-årige statsobligasjoner de siste 5 årene	63
Figur 7-3: Regresjonsbeta AMSC-månedlig avkastning.....	68
Figur 7-4: Regresjonsbeta AMSC-månedlig avkastning ekskludert økning første månedene ...	69
Figur 7-5: PwC markedsrisikopremie i det norske markedet.....	74
Figur 8-1: Utvikling i oljepris de siste 20 årene	82
Figur 10-1: Oppsummering multippel.....	104
Figur 11-1 Monte Carlo-simulering: Kontantstrømmodellen	111
Figur 11-2 Monte Carlo-simulering: Dividendemodellen.....	111

1. Innledning

I dette kapitlet vil vi gå gjennom formålet med oppgaven, før vi kort vil komme inn på problemstilling. Videre vil det komme en oversikt over oppgavens struktur og oppbygning, før det avslutningsvis vil legges vekt på avgrensinger knyttet til oppgaven.

1.1 Formål

Formålet med denne oppgaven er å utføre en verdivurdering av American Shipping Company, heretter kalt AMSC. AMSC er et selskap som er notert på Oslo Børs, som vil gjøre det mulig å sammenligne prisen per aksje fra 29.12.17 (siste børsdag 2017) og funnene vi gjør i vår fundamentale verdsettelse. Gjennom å kunne sammenligne våre tall med prisen fra Oslo Børs på samme tid, gjør at vi kan vurdere om aksjen er priset for høyt, lavt eller tilsvarende markedskurs. Gjennom dette kan vi begrunne om det er aktuelt å kjøpe, selge eller beholde denne aksjen.

1.2 Problemstilling

Problemstillingen til denne masteroppgaven vil bli formulert som:

- I. Hva er den verdsatte aksjeprisen for AMSC per 29.12.2017?
- II. Ved å ta den gitte verdien på aksjen i betraktning, vil vi anbefale å selge, holde eller kjøpe selskapet sin aksje sett opp mot den reelle kursen fra Oslo Børs?

1.3 Oppgavens struktur og oppbygning

Oppgaven starter med en kort presentasjon av både AMSC og shippingbransjen som selskapet følgelig er en del av. På denne måten får vi et raskt innblikk i selskapet sin virksomhet og struktur, og bransjens segment. Etter dette vil verdsettelsesteorien bli presentert, som vil være verdsettelsesmetodene vi senere i oppgaven bruker til å beregne aksjeprisen for selskapet. Neste kapittel er den strategiske analysen, som i tillegg til å gi et mer beskrivende bilde av AMSC og bransjen, vil være med på å belyse situasjonen for AMSC både internt og eksternt og med dette styrke våre valg av verdsettelsesmetoder. Videre vil vi omgruppere både regnskap og balanser, før vi analyserer en rekke nøkkeltall knyttet mot disse to.

For å senere i verdsettelsen kunne beregne verdien av AMSC med hjelp av fundamental verdsettelse må vi finne selskapet sitt avkastningskrav til total kapitalen, WACC, som blir

behandlet i kapittel 7. Her vil avkastningskravet bli funnet gjennom beregninger av egenkapital- og gjeldskostnad, skattesats for selskapet og hvor stor andel egenkapital og gjeld selskapet innehar. Videre vil vi foreta prognostisering av inntekter og kostnader for selskapet som til slutt vil gi oss en prognostisert kontantstrøm. Prognosene vil basere seg på informasjon hentet fra regnskapet og den strategiske analysen.

Neste steg vil være å beregne en aksjeverdi på AMSC gjennom fundamental- og multipelbasert verdsettelse. For å se om disse tallene er representative vil det bli foretatt en sensitivetsanalyse og Monte Carlo-simulering, før vi helt avslutningsvis kommer med konklusjon av våre funn sett opp mot faktisk verdi gitt av Oslo Børs.

1.4 Avgrensninger

I denne oppgaven har det vært nødvendig å sette visse avgrensninger både knyttet til informasjonstilgangen som vi studenter innehar og tidsbruken rundt en slik oppgave. Vi har ikke hatt nevneverdig kontakt med AMSC eller noen av de andre komparative selskapene i bransjen. Dette gir at vår verddivurdering av AMSC vil være basert på offentlig tilgjengelig informasjon fra selskapenes årsrapporter, samt generell informasjon om både selskapet og bransjen funnet i media, bransjepublikasjoner og deres hjemmesider.

Det er videre foretatt en begrensning rundt de komparative selskapene. Gjennom at AMSC er eneste selskap som bedriver leasing av sine fartøy ut mot andre aktører i U.S Jones Act-markedet, vil det ikke være mulig å finne komparative selskaper som operer identisk. Det er derfor satt en begrensning knyttet til å finne komparative selskaper som opererer innenfor samme virksomhetsområde som AMSC sin eneste kunde, Overseas Shipholding Group. I tillegg til samme virksomhetsområde er det her også lagt en begrensning på å finne selskaper som både er av omtrentlig samme størrelse og at de er notert på Oslo Børs. Dette velger vi å se på som den beste måten for å gi et godt sammenligningsgrunnlag for vårt selskap.

Vårt verdierestimert av AMSC vil inneholde usikre momenter, da vi som tidligere nevnt baserer estimatene på informasjon fra regnskaps- og den strategiske analysen, som igjen er hentet fra offentlig tilgjengelig informasjon. For å belyse usikkerheten er det derfor gjennomført en sensitivetsanalyse som gir et bilde på hvor sensitiv verdierestimert er for endringer i de forskjellige parameterne.

2. Presentasjon av selskap og bransjen

I dette kapitlet vil vi presentere både AMSC og shippingbransjen, og kort presentere de tre utvalgte komparative selskapene.

2.1 American Shipping Company

2.1.1 Selskapets historie

I 2005 blir Aker American Shipping ASA (AKASA) etablert og noteres på Oslo Børs. Selskapet het dette frem til 2008, da Aker ASA reduserte sin eierandel fra 53,2 % til 19,9 % og går ned til å bli finansiell investor i rederiet (Aker ASA, 2008). Som en konsekvens av dette endrer selskapet navn til American Shipping Company, som det også er kjent som i dag.

Deres historie består fra oppstarten i hovedsak av inngåelser av kontrakter og utlevering av fartøyer til deres eneste kunde - Overseas Shipholding Group (heretter kalt OSG), og gjennom bestilling og produksjon fra Philly Shipyard. Denne havnen var et samarbeid mellom byen Philadelphia og Kværner Shipbuilding Division, og det var ved denne havnen at alle AMSC sine fartøy ble bygget. I 2007 endrer Philly Shipyard navn da AKASA blir delt opp og Aker Philadelphia Shipyard blir listet som et nytt selskap ved siden av AKASA, etter blant annet oppkjøp av Kværner (Philly Shipyard, 2018). Etter dette har Aker ASA og AMSC hatt eierandeler i Philly Shipyard og produksjonen i denne havnen har vært helt avgjørende for AMSC som selskap i årene som følger. Samtidig som oppkjøpet av havnen, blir de første bestillingene fra AMSC bestilt, der deres totale flåte på ti fartøy står klar til leveranse innen utgangen av 2011 (American Shipping Company, 2018).

2.1.2 Selskapet i dag

AMSC har sitt hovedkontor på Lysaker, Oslo, men har også lokaler i Pennsylvania, USA (American Shipping Company, 2017, s.6).

Selskapet har sitt hovedområde innenfor å eie og bedrive leasing av fartøy i U.S Jones Act-markedet, nærmere beskrevet i kapittel 2.2.2. Deres mål og strategi er å bygge seg opp og inneha en sterk eierposisjon i det nevnte markedet, med det formål å maksimere verdien for sine aksjonærer (American Shipping Company, 2018).

Gjennom sine kontrakter med OSG, eneste kunde av selskapet, sitter de med sikre driftsinntekter. Disse er inntjent gjennom lange og sikre kontrakter, hvor det høsten 2017 meldes om flat utvikling i tredje kvartalsrapport (E24, 2017). I 2018 er det ikke planlagt noen form for nybygg fra selskapets side, hovedmålet deres blir derfor å reforhandle nye avtaler eller eventuelt aktivere opsjonen de har med OSG. Får de på plass dette innen kontraktstiden går ut i 2019, kan det se positivt ut for fremtidige driftsinntekter gjennom deres unge og moderne flåte.

2.1.3 Organisering og ledelse

AMSC driver sin virksomhet gjennom leasing i det amerikanske markedet, med egen business controller stasjonert i Philadelphia, som jobber direkte mot driften der. Totalt har de kun tre ansatte, der alle tre er en del av ledelsen. De tre ansatte er (American Shipping Company, 2018):

- Pål Lothe Magnussen, President/CEO
- Morten Bakke, Chief Financial Officer
- Leigh Jaros, Business Controller/Finance Manager.

I tillegg til disse tre, opererer AMSC med et styre bestående av en formann og to styremedlemmer (American Shipping Company, 2018). Dette betyr at den totale mengden ansatte i deres organisasjon er minimal, der kun tre ansatte står for driften. Mye av dette skyldes at de som aktør i U.S Jones Act-markedet er eneste som leaser ut sine fartøy. Gjennom å lease ut fartøy, fraskriver de seg alt ansvar rundt vedlikehold og bemanning til OSG.

AMSC har mange aksjonærer, med Aker Capital AS som hovedaksjonær. Dette selskapet har sammen med DNB NOR Markets og Skandinaviska Enskilda Banken AB en eierandel på tilnærmet 50 % per 31. Desember 2016 (American Shipping Company, 2017, s.37).

2.1.4 Selskapets flåte

AMSC har en flåte med kun fartøy av merket Veteran Class MT46, som vist nedenfor.



*Veteran Class MT46 (American Shipping Company, 2018. Hentet fra:
<http://www.americanshippingco.com/s.cfm/3-11/Vessels>)*

Den totale størrelsen på flåten er ti fartøy, der ni av fartøyene er produkttanker og den siste er en skytteltanker.

For å kunne operere i det amerikanske markedet, regulert av U.S Jones Act, er et av kravene at produksjonen av fartøyene blir gjort i USA. Siden dette er markedet AMSC og OSG ønsker å operere i, er alle deres fartøy bygget på Philly Shipyard, tidligere Aker Philadelphia Shipyard, lokalisert i Philadelphia.

2.1.5 Kontrakter

Et av AMSC sine mål og strategier er å kunne generere en stabil driftsinntekt gjennom langsiktige leasingkontrakter, og på denne måten være beskyttet mot kortsiktige markedssvingninger. Alle de ti fartøyene er leid ut til OSG, og deres kontraktlengde og opsjon for videre leasing er illustrert nedenfor.

■ = lengde på inneværende kontrakt

■ = OSG valg å utvide kontrakten ytterligere år

|||| = OSG valg å utvide kontrakten ut fartøyets levetid

Unit	Type	Delivered	Counterparty	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	Life of Vessels
Overseas Houston	Veteran Class MT46	2007	OSG	█	█	█	█	█	█	█	█	█	█
Overseas Long Beach	Veteran Class MT46	2007	OSG	█	█	█	█	█	█	█	█	█	█
Overseas Los Angeles	Veteran Class MT46	2007	OSG	█	█	█	█	█	█	█	█	█	█
Overseas New York	Veteran Class MT46	2008	OSG	█	█	█	█	█	█	█	█	█	█
Overseas Texas City	Veteran Class MT46	2008	OSG	█	█	█	█	█	█	█	█	█	█
Overseas Boston	Veteran Class MT46	2008	OSG	█	█	█	█	█	█	█	█	█	█
Overseas Nikiski	Veteran Class MT46	2009	OSG	█	█	█	█	█	█	█	█	█	█
Overseas Martinez	Veteran Class MT46	2010	OSG	█	█	█	█	█	█	█	█	█	█
Overseas Anacortes	Veteran Class MT46	2010	OSG	█	█	█	█	█	█	█	█	█	█
Overseas Tampa	Veteran Class MT46	2011	OSG	█	█	█	█	█	█	█	█	█	█

Figur 2- 1: Kontrakter mellom AMSC og OSG. (American Shipping Company, 2018. Hentet fra: <http://www.americanshippingco.com/s.cfm/3-9/Charter-structure>)

Her ser man at ni av deres fartøyer har utgående kontrakter i 2019, men at dette er kontrakter med opsjon på utvidelse til enten 2025 eller ut fartøyets levetid. Det siste fartøyet, Overseas Tampa, har kontrakt ut 2025, med opsjon på utvidelse ut fartøyets levetid.

Kontraktene mellom OSG og AMSC genererer inntekter hver måned gjennom faste leieinntekter, men AMSC får også provisjon på omtrent 50% av det OSG tjener gjennom bruken av de leide skipene. Disse kontraktene er med andre ord basert på både fast leiebeløp og en variabel inntekt i forhold til hva OSG sitt overskudd per leide båt generer per måned. Dette vil bli kommentert senere i oppgaven, da man ser at selskapets driftsinntekter er relativt stabil over flere år, med liten økning hvert år.

2.1.6 Aksjekurs



Figur 2-2: Aksjekurs for AMSC siste fem år (Oslo Børs, 2018. Hentet fra: <https://www.oslobors.no/markedsaktivitet/#/details/AMSC.OSE/overview>)

Figur 2-2 viser AMSC sin aksjekurs for de siste fem årene, hvor man kan se at de i starten av denne femårsperioden hadde en kraftig økning i aksjeprisen. Aksjekursen fortsatte å stige jevnt frem til den fikk sin høyeste verdi i mai 2014, med en verdi på NOK 53,00 per aksje. Etter dette sank aksjeprisen gradvis over en lenger periode, før den fikk et oppsving høsten 2015. De siste årene har kursen ligget jevnt på en verdi per aksje på mellom NOK 20 - 30, hvor prisen ved årsslutt 29.12.17 ligger på NOK 23,90. Ved ferdigstilling av denne oppgaven, 28.05.18, har aksjen en verdi på NOK 27,25. Dette viser at aksjeprisen det siste halvåret har en jevn, svak økning.

2.2 Bransjen

2.2.1 Shippingbransjen

Shipping har vært en viktig del av historien gjennom transport over verdenshavene. Den totale størrelsen på shipping i verden er stor, med over 50.000 skip, mannskap på over én million mennesker og over 150 land som innehar sine egne handelsflåter (International Chamber of Shipping, 2017). Shipping som bransje er av en stor betydning, da de blant annet transporterer alt fra matvarer, biler, medisiner, kontainere og flytende materialer. Form og

størrelse av fartøy er også varierende fra kontainer-, «nedkjølte»- og tankerskip, som noen eksempler. Denne oppgaven tar kun for seg selskaper som bruker tankerskip som igjen transporterer råolje, flytende petroleum gasser (LPG) og flytende naturalgasser (LNG).

AMSC leaser skip til OSG, som er i en bransje der de konkurrerer blant shippingselskaper i transport gjennom tankerskip. I neste avsnitt vil også U.S Jones Act bli presentert, som er det spesifikke markedet som AMSC og OSG tilhører. Dette markedet har færre aktører både i størrelse og antall enn det finnes på det globale shippingmarkedet der alle typer for transport og fartøy inngår.

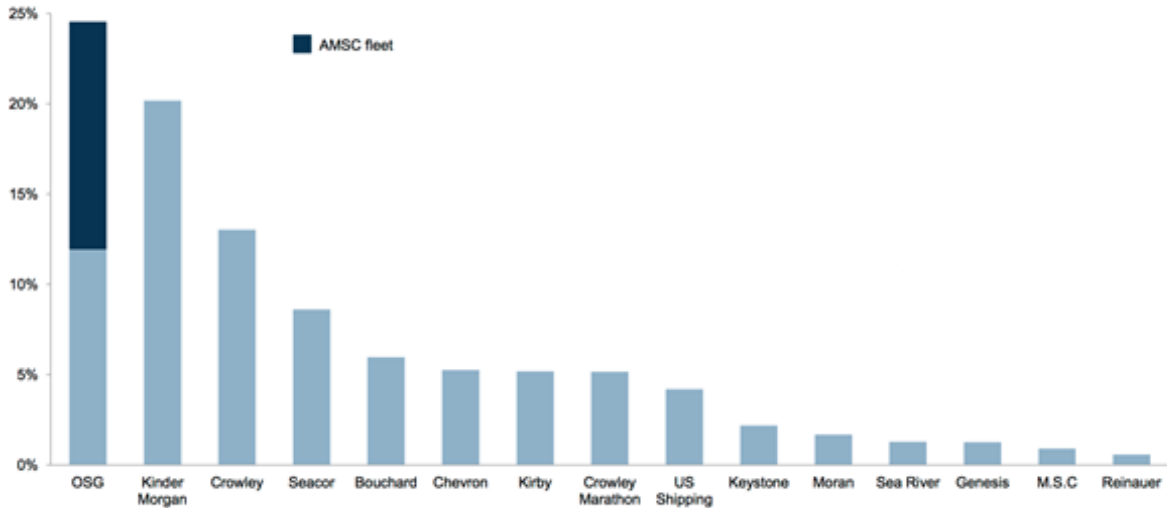
Denne oppgaven vil videre presentere og ta utgangspunkt i selskaper innenfor U.S Jones Act-markedet med hovedfokus innen transport av råolje, LPG og LNG.

2.2.2 U.S Jones Act

Jones Act tilhører seksjon 27 i Merchant Marine Act. Dette er en lov fra 1920 for å blant annet regulere sjøhandel i det amerikanske farvannet og transport mellom amerikanske havner (Transportation Institute, 2018). U.S Jones Act krever at alle kommersielle fartøy som transporterer last mellom punkter i USA skal være bygget i USA, eid, operert og bemannet av amerikanske borgere, og være registrert under det amerikanske flagget (American Shipping Company, 2017, s.6).

2.2.3 Konkurrerende flåter

AMSC er eneste leasingselskap i U.S Jones Act-markedet, og følgelig er det ingen konkurrenter i markedet gjennom denne driften. Konkurransen gjennom nybygg av fartøy og «bareboat charter»-kontrakter (heretter kalt BBC-kontrakter) gjør derimot at de har en del konkurrenter på markedet. Under er en oversikt over aktører i U.S Jones Act-markedet, og deres prosentvise størrelse i forhold til transportkapasitet (American Shipping Company, 2018, s.7).



Figur 2-3: Oversikt over aktører i U.S Jones Act-markedet.

(American Shipping Company, 2018, s.7. Hentet fra: http://files.zetta.no/www-americanshippingco-com/upload/amsc_-_seb_nordic_seminar_jan_2018.pdf)

Gjennom sine leasingkontrakter med OSG, kan det tenkes at det kan forekomme en form for indirekte konkurranse fra andre aktører i markedet. OSG er største aktør i U.S Jones Act og innehar dermed størst markedsandel. Konkurrenter kan ønske å utfordre OSG ved å øke sine flåter og ta på seg flere transportoppdrag i markedet. På denne måten kan de konkurrere mot OSG og ta på seg oppdrag selskapet egentlig ønsker. Ved færre oppdrag, vil også behovet for antall skip i flåten være avtagende. Når man også vet at kontraktene på ni fartøy skal reforhandles i 2019, kunne dette være en faktor som gjør at AMSC ikke får leaset ut alle sine fartøy og dermed mister driftsinntekter som følge av OSG sin direkte konkurranse fra andre aktører i markedet.

2.2.4 Komparative selskaper

Den totale størrelsen på shipping i verden er stor og ved å se på en bransje med mange aktører vil det være mange selskaper AMSC normalt kan sammenlignes med. For å kunne sammenligne og få muligheten til å best mulig vurdere historiske resultater, bør det helst ligge noen kriterier i bunn. At selskaper innehar omtrent samme størrelse i markedsverdi og være innenfor samme virksomhetsområde er ønskelig.

Som nevnt tidligere har ikke AMSC noen direkte konkurrenter innenfor leasing av sine fartøy, så innenfor dette virksomhetsområde vil det ikke være komparative selskaper sett opp mot AMSC. Det vil derfor bli tatt utgangspunkt i komparative selskaper rettet mot markedet OSG konkurrerer i, tankertransport av gass og olje. Videre vil størrelse i form av markedsverdi per fredag 29.12.17 også være viktig, der det vil være av størst interesse å finne tre ulike selskaper med markedsverdier rundt AMSC sin markedsverdi så langt det lar seg gjøre.

Denne oppgaven vil bruke Oslo Børs som utgangspunkt, med oppgitte markedsverdier som en forutsetning for utvalget. Ved å velge internasjonale selskaper som ikke er listet på Oslo Børs, kan dette skape utfordringer knyttet mot nasjonale og politiske faktorer. På Oslo Børs finnes det en rekke selskaper som tilhører shippingnæringen. Ved å se på selskapenes virksomhetsområder sett opp mot OSG, er det valgt ut tre komparative selskaper det er aktuelt å sammenligne opp mot hverandre. Sammenligningen vil skje gjennom de historiske resultatene til Avance Gas Holding, BW LNG og Höegh LNG Holdings.

Avance Gas Holding

Avance Gas Holding er et rederi med fokus innenfor transport av LPG (flytende petroleumsgass). Deres kontorer er lokalisert i Oslo og Bermuda. Selskapet ble startet i 2007, som et datterselskap av Stolt-Nielsen for å kunne delta i det voksende markedet rundt transport av LPG (Avance Gas Holding, 2018). Avance Gas har en eierinteresse i en total handelsflåte på 14 store, moderne gasskip (VLGC), hvor de opererer mot destinasjoner i Europa, Sør-Amerika, India og Asia (Avance Gas Holding, 2018). De ble notert på Oslo Børs i april 2014 og innehar en markedsverdi per 29. desember 2017 på MNOK 1489,64 (Oslo Børs, 2018).



BW LPG

BW LPG har lange tradisjoner innenfor shipping og ble startet tilbake i 1935. De opererer innenfor tankertransport av LPG, et marked de entret i 1978 (BW LPG, 2018). Selskapet er verdens største innenfor å eie og operere LPG-skip i dette markedet, og deres totale flåte består av 55 skip. Kontorene er lokalisert på Lysaker, i Oslo, og Singapore (BW LPG, 2018). BW LPG ble notert på Oslo Børs i november 2013, og har en markedsverdi per 29. desember 2017 på MNOK 5481,6 (Oslo Børs, 2018).



Höegh LNG Holdings

Höegh LNG Holdings er et tankerrederi som opererer innenfor transportering av flytende LNG og infrastrukturtenester med LNG. Selskapet eier og driver både det som fungerer som flytende LNG sine importterminaler, men de eier også LNG carriers, som transporterer LNG ut til markedet (Oslo Børs, 2018). De driver sin drift med base fra Oslo, men er representert over hele verden, med kontorer i alle verdensdeler og blant annet i land som Egypt, Bermuda, USA og Singapore for å nevne noen (Höegh LNG, 2018). Höegh LNG Holdings ble notert på Oslo Børs i juni 2011, og har en markedsverdi per 29. desember på MNOK 5020,9 (Oslo Børs, 2018).



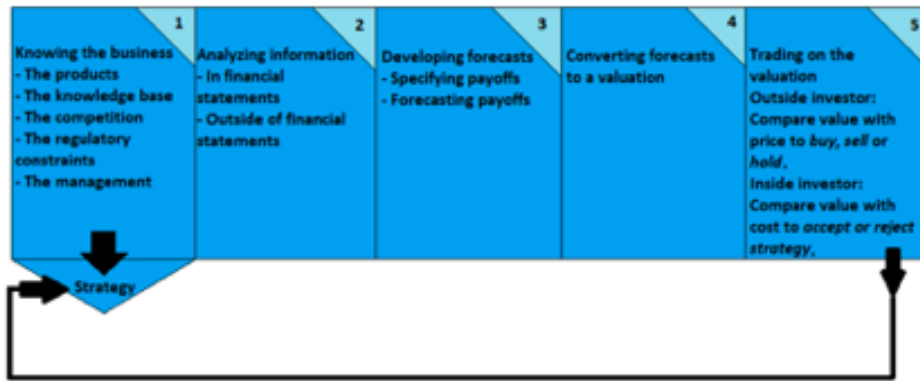
3. Teori om verdsettelse

Innenfor verdsettelsesteorien finnes det flere verdivurderingsmetoder. Hver metode har sine fordeler og ulemper. Under er det listet opp de forskjellige metodene, som vi nå skal gå nærmere inn på. I tillegg vil det fremkomme en begrunnelse av hvilke metoder som er ønskelig å ta i bruk ved verdivurdering av AMSC.

- Fundamental verdsettelse
- Komparativ verdsettelse
- Opsjonsbasert verdsettelse

3.1 Fundamental verdsettelse

En fundamental verdsettelse er den mest tidkrevende prosessen av de tre metodene. Penman (2013) hevder en fundamental verdsettelse skjer i fem steg. Første steg er å forstå bransjen, selskapet og selskapets strategi. Andre steg er å analysere regnskaps- og strategisk informasjon. Tredje steg er å utarbeide prognoser for de fremtidige kontantstrømmene basert på informasjonen man allerede har hentet inn. Fjerde steg er å konvertere prognosene inn mot selve verdsettelsen slik at resultatet blir en verdi. Denne verdien brukes videre i femte steg, da man kommer med sin anbefaling når det gjelder å kjøpe, selge eller eventuelt beholde aksjen. Utgangspunktet for modellene under er forventningene et selskap har til de genererte fremtidige kontantstrømmene (Kaldestad & Møller, 2011). Videre kan en fundamental verdsettelse deles inn i to hoveddeler. Man skiller mellom direkte og indirekte verdsettelse, der dividendemodellen, superprofitt (RE) og vekst i superprofitt (AEG) inngår i den direkte verdsettelsen, mens fri kontantstrøm, superprofitt fra drift (ReOI) og vekst i superprofitt fra drift (AOiG) inngår i den indirekte verdsettelsen.



Figur 3-1. The process of Fundamental Analysis (Penman, 2013, s.85).

3.1.1 Dividendmodellen

I denne modellen forventer man at egenkapitalens verdi er fremtidige utbytte målt i nåverdi. Egenkapitalen blir altså verdsatt gjennom diskontering av fremtidig utbytte som er basert på prognostiserte estimater (Kaldestad & Møller, 2011).

$$V_0^E = \sum_{t=1}^{t=\infty} \frac{D_t}{(k_e)^t}$$

V_0^E = Verdien av selskapet

D^t = Forventet utbytte per aksje i år t

k_e = $1 +$ Avkastningskravet

Dersom man antar at veksten i utbytte er konstant kan Gordons formel brukes (Damodaran, 2012).

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

V_0^E = Verdien av en aksje

D = Utbytte

k_e = $1 +$ Avkastningskravet

g = $1 +$ Vekstrate på utbytte

En utfordring ved denne metoden er at utbytte blir bestemt av styret. Ved å se på tidligere hendelser knyttet til utbyttehistorikken vil ikke det kunne gi noe godt svar på hva eventuelle fremtidige utbytteutbetalinger måtte bli. Størrelsen på utbytte som blir utbetalt vil i stor grad være påvirket av hva styret mener, når det gjelder spørsmålet om å investere eller ikke investere. Samtidig hevder Penman (2013) at utbetalt utbytte på kort sikt, er nokså stabilt og skal over en kortere tidshorisont være enkel å prognostisere. På en annen side kan ikke utbetalinger av utbytte relateres til verdien på kort sikt, ettersom prognosene ikke tar hensyn til kapitalgevinsten av utbetalingene. Videre hevder Kaldestad og Møller (2011) at for enkelte type selskaper som finansinstitusjoner og banker er denne modellen svært godt egnet på grunn av at metoden tar hensyn til de regulatoriske kravene til egenkapitalen, slik at overskudd må holdes tilbake.

3.1.2 Kontantstrømmodellen

Ved bruk av denne modellen kan man enten verdsette egenkapitalen på en indirekte måte eller ved hjelp av utbyttemodellen. Den direkte måten kalles egenkapitalmetoden, mens den indirekte kalles total kapitalmetoden. Forskjellene på metodene er at den direkte metoden estimerer nåverdien av kontantstrømmene, diskontert opp mot kravet til egenkapitalen. Den indirekte metoden estimerer nåverdien av selskapet ved hjelp av kontantstrømmene opp mot driftskapitalkravet og deretter trekker fra netto finansiell gjeld. Utgangspunktet for kontantstrømmodellen er at man ser på de estimerte kontantstrømmene og deretter legger til en terminalverdi (Kaldestad & Møller, 2011).

$$EV = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{CF_n}{k_f^n} + \frac{\text{Terminalverdi}_n}{k_f^n}$$

EV = Verdi av selskapet

CF = Kontantstrøm

k_f = Vektet avkastningskrav (WACC)

For at metoden skal fungere best mulig er det anbefalt at selskapet har en konstant vekst og leverer positive kontantstrømmer (Penman, 2013). Dersom det er forventet jevn vekst eller lik størrelse på kontantstrømmene kan terminalverdien for et selskap beregnes slik:

$$\text{Terminalverdi}_n = \frac{\text{Kontantstrøm}_n (1 + \text{vekstfaktor})}{k_f - g}$$

$k_f =$ Vektet avkastningskrav (WACC)

$g =$ Vekstrate

3.1.3 Superprofitt

Denne metoden legger vekt på alternativkostnaden til den investerte kapitalen. Metoden fungerer på den måten at verdien av et selskap blir beregnet ved å ta egenkapitalen pluss meravkastningen eller trekke fra mindreavkastningen som kapitalen har generert (Kaldestad & Møller, 2011). Verdien av et selskap kan derfor regnes ut på følgende måte (Penman, 2013):

$$V_0^E = B_0 + \frac{RE_1}{k_e} + \frac{RE_2}{k_e^2} + \dots + \frac{RE_t}{k_e^t} + \frac{CV_t}{k_e^t}$$

$B_0 =$ Bokført verdi egenkapital

$RE =$ Superprofitt

$k_e = 1 +$ Avkastningskravet

$CV_t =$ Fremtidsverdi

Et selskap har det man kaller superprofitt (residulinntekt) dersom alternativkostnaden på den investerte kapitalen er mindre enn resultatet i perioden (Kaldestad & Møller, 2011).

Superprofitten kan regnes ut på følgende måte:

$$RE_t = E_t - k_e \cdot IC$$

$E_t =$ Driftsresultat minus skatt

$k_e =$ Avkastningskravet

$IC =$ Investert kapital

Denne metoden har sin fordel ved at den har en kortere tidshorisont for prognostisering enn for eksempel kontantstrømmodellen og legger mindre vekt på usikkerheten rundt terminalverdien og den fremtidige veksten. Ulempene er at det krever stor forståelse for forbrukeren av hvordan periodiseringen i et regnskap virker, samt at forskjellige

regnskapsprinsipper kan gjøre verdisetningen mer utfordrende (Penman, 2013). Metoden har også sin svakhet ved at den ikke passer godt for selskaper med svært lav andel av materielle eiendeler, grunnet fokuset på den investerte kapitalen (Kaldestad & Møller, 2011).

En modell som ligner på superprofittmodellen er superprofitt fra drift. Modellen som er vist under har fokus på de driftsrelaterte eiendelene. Modellen brukes slik at man ser på bokført verdi av egenkapitalen og tillegger nåverdien av superprofitten fra drift, samt en fremtidsverdi. En viktig forskjell er at denne metoden går inn under de indirekte metodene og derfor er det et vektet avkastningskrav som legges til grunn og ikke bare egenkapitalkravet (Penman, 2013).

$$V_0^E = B_0 + \frac{ReOI_1}{k_f} + \frac{ReOI_2}{k_f^2} + \dots + \frac{ReOI_t}{k_f^t} + \frac{CV_t}{k_f^t}$$

$B_0 = Egenkapital$

$ReOI = Superprofitt\ fra\ drift$

$CV = Fremtidsverdi$

$k_f = 1 + vektet\ avkastningskrav\ (WACC)$

Superprofitt fra drift kan regnes ut på følgende måte (Penman, 2013):

$$ReOI_t = E_t - (k_f \cdot NOA_{t-1})$$

$E_t = Driftsresultat\ minus\ skatt$

$NOA_{t-1} = Netto\ driftseiendeler\ året\ før$

$k_f = Avkastningskravet\ (WACC)$

3.1.4 Vekst i superprofitt

En metode som ligner på superprofitt er vekst i superprofitt (AEG). Metoden tar utgangspunkt i superprofittmodellen og tar også utgangspunkt i at selskapet får verdi dersom selskapets inntjening er høyere enn kravet til avkastning. Forskjellene på metodene er at superprofitt tar utgangspunkt i bokførte verdier og legger til eller trekker fra mer/mindre-avkastningen, mens AEG blir beregnet ved å ta cum *dividend earnings* (total inntjening, inkludert reinvestert

utbytte) fratrukket normal inntjening. AEG vil alltid være lik endringen som skjer fra periode til periode i superprofitten (Penman, 2013).

$$V_o^E = \frac{Earn_1}{k_e - 1} + \frac{1}{k_e - 1} \left(\frac{AEG_2}{k_e} + \frac{AEG_3}{k_e^2} + \frac{AEG_4}{k_e^3} + \dots \right)$$

V_o^E = Egenkapitalverdien

AEG = Vekst i superprofitt

k_e = 1 + Avkastningskravet

En metode som ligner på vekst i superprofitt er vekst i superprofitt fra drift. Hovedforskjellen på disse to modellene er at denne modellen tar for seg driftsresultatet istedenfor fortjenesten. Det er også viktig å merke seg at denne metoden er en indirekte metode og det er altså det vektete avkastningskravet, WACC, som blir lagt til grunn. Metoden kan regnes ut på følgende måte (Penman, 2013):

$$V_o^{NOA} = \frac{1}{k_f - 1} \left(OI_1 \frac{AOIG_2}{k_f} + \frac{AOIG_3}{k_f^2} + \frac{AOIG_4}{k_f^3} + \dots \right)$$

V_o^{NOA} = Verdi av netto driftseiendeler

AOIG = Vekst i superprofitt fra drift

OI = Driftsresultat

k_f = 1 + vektet avkastningskrav

3.2 Komparativ verdsettelse

3.2.1 Multipelbasert verdsettelse

I forhold til fundamental verdsettelse er komparativ verdsettelse langt mindre tidkrevende og av den årsak er multipelbasert verdsettelse den mest brukte metoden. Det kreves langt mindre informasjon for å gjennomføre en slik type verdsettelse ettersom man her kun tar utgangspunkt i tall man finner i resultatoppstillingen eller i balansen. Metoden er mye brukt som et ledd i benchmark-prosessen med tanke på kontantstrømbasert verdsettelse. De mest

brukte multiplikatorene kan deles inn i tre grupper, som vist i tabellen under (Kaldestad & Møller, 2011).

Resultat og kontantstrømorientert	Balanseorientert	Ikke-finansielle multipler
EV/sale	Price/book	EV/Antall ansatte
EV/EBIT eller EV/EBITDA		EV/Antall kunder
Price/Earning (P/E)		EV/Produsert volum

Tabell 3-1. Mest benyttede multiplikatorer (Kaldestad & Møller, 2011, s.221).

Utgangspunktet for multiplbasert verdsettelse er at man gir et indirekte estimat på de fremtidige kontantstrømmene. Det krever at man finner sammenlignbare selskaper som har tilnærmet lik størrelse, vekst og bransje. Videre ser man de forskjellige selskapene under ett og beregner median eller gjennomsnitt av multiplene. Ifølge Penman (2013) vil dette være utfordrende å finne, fordi mange av disse selskapene gjerne er konkurrenter som i større eller mindre grad dominerer hverandre. Videre hevder Penman (2013) at ved å øke antall selskaper vil feilmarginene reduseres, men den homogene samlingen av selskapene vil også svekkes. Det kortsiktige fokuset som modellen viser, gir ingen god indikasjon på hvordan fremtiden (gjerne 3 år og utover) vil bli. At forskjellige selskaper har en tilnærmet lik multipl om 1 år betyr ikke det at den samme multipl for de samme selskapene er lik om 3-5 år. Modellen kan også utsettes for manipulasjon ved opportunistisk handling, ved at analytikerens selv velger de selskaper eller multipler som passer best inn til det gitte forhold (Kaldestad & Møller, 2011).

3.2.2 Substansverdimetoden

Substansverdimetoden estimerer et selskaps verdi ved å identifisere selskapets eiendeler og deretter trekke fra selskapets netto rentebærende gjeld og latent skatt. Det ligger en forutsetning til grunn at alle eiendeler som innregnes må ha en observerbar pris i markedet. Prisen blir satt ut ifra hva andre tilsvarende eiendeler selges for. Hva eiendelene brukes til i selskapet for øyeblikket, er ikke relevant for denne type metode.

Substansverdimetoden kan ved flere tilfeller gi ulik verdi i forhold til kontantstrømmodellen. Der kontantstrømmodellen legger til grunn fremtidige forventninger i forhold til hva eiendelen kan generere i verdi, vil substansverdimetoden basere sin verdsettelse på hva

dagens marked vil kjøpe eiendelen for. Her er gjerne betalingsvilligheten for eiendelen forskjellige med tanke på hvilken måte kjøperen har tenkt å anvende eiendelen. En annen måte disse to modellene kan gi ulik verdimåling er endringer i tilbud og etterspørsel. Ettersom substansverdimetoden er basert på markedspriser vil disse variere med tilbud og etterspørsel og dermed gi et forskjellig verdiesimat (Kaldestad & Møller, 2011).

Metoden fungerer best når det eksisterer et åpent marked der alle kjenner prisen på de gitte eiendelene. Det er også en fordel at eiendelen ikke er avhengig av selskapet eller virksomheten. Det betyr i praksis at eiendelen vil gi de samme kontantstrømmene uansett eier.

3.3 Opsjonsbasert verdsettelse

Opsjonsbasert verdsettelse er en metode som verdsetter verdien av de forskjellige opsjonene et selskap har. En opsjon vil i dette tilfelle være en driftsrelatert- eller finansrelatertopsjon, altså en rett eller mulighet til å gjennomføre en bestemt type investering. Et viktig poeng er at det kun er en rett til å gjennomføre, det er altså ikke snakk om en plikt eller tvang. Selve verdsettelsen gjennomføres ved at man beregner verdien på de ulike opsjonene et selskap har og legger dette til selskapsverdien som er funnet gjennom for eksempel fundamental verdsettelse. Slike opsjoner som beskrevet ovenfor er vanskelige å verdsette gjennom fundamental verdsettelse ved hjelp kontantstrømmodellen. Opsjonene blir gjerne undervurdert, spesielt i situasjoner der det er knyttet stor usikkerhet til fremtiden (Kaldestad & Møller, 2011). Metoden brukes altså mer som et supplement til fundamental verdsettelse enn som en helhetlig egen metode.

3.4 Valg av metode

Når man skal velge verdsettelsesmetode er det flere momenter som er avgjørende. Tidsperspektivet, informasjonstilgang, bransjens- og selskapets nåværende situasjon er alle viktige parameter å vurdere før man faller ned på en eller flere metoder (Kaldestad & Møller, 2011). Siden AMSC har vært på Oslo Børs i 13 år, gir dette oss muligheten til å innhente offentlige regnskapstall mange år tilbake i tid, ettersom selskaper registrert på Oslo Børs har strenge krav til offentliggjøring av viktig selskapsinformasjon.

AMSC sin nåværende situasjon bærer preg av stabile driftsinntekter og et kostnadsbilde som først og fremst dreier seg om finanskostnader. Selskapet har også de siste fem årene levert positive resultater, noe som gir grunnlag for å påstå at selskapet er inne i en stabil fase og dermed går under definisjonen *steady-state* og *going concern*. Videre legger vi til grunn at det forventes fremtidig drift fra selskapet.

Kaldestad og Møller (2011) argumenterer for at substansverdimetoden er vanlig innenfor eiendom og shipping. Dette ville vært mulig hvis alle eiendelene til AMSC hadde en observerbar pris i markedet. Vi har valgt å ikke bruke denne metoden da det ville vært svært utfordrende å finne markedsverdien på deres fartøy med tanke på at alle skipene har forskjellige levetid, markedets svingninger og stadig ny tilgjengelig teknologi. Derimot har vi valgt å benytte oss av fundamental verdsettelse for å beregne selskapets egenkapitalverdi. Gjennom den fundamentale verdsettelsen skal vi komme frem til et verdiesimat gjennom direkte verdsettelse og indirekte verdsettelse, nemlig gjennom kontantstrømmodellen og dividendemodellen. Disse to modellene kommer til å bli vektet med samme størrelse når vi senere i kapittel 12 kommer frem til endelig aksjepris. Resultatene fra denne komparative metoden vil fungere som en kontrollerende faktor sett opp mot resultatet fra den fundamentale verdsettelsen. Det endelige verdiesimatet vil være et vektet resultat av den fundamentale- og komparative verdsettelsen, hvor den fundamentale verdsettelsen vil være den høyest vektete.

En fundamental verdsettelse bruker historisk informasjon som grunnlag for estimering av fremtidige kontantstrømmer. Den historiske informasjonen omfatter både bransjen og selskapet som skal verdsettes og vil igjen bli brukt i en strategisk analyse og i regnskapsanalysen. Den strategiske analysen ser på både de interne og eksterne faktorene ved hjelp av analysemetodene VRIO, Porter's five forces og PESTEL som til slutt blir oppsummert i en SWOT-analyse. Analysen blir brukt til å vise dagens situasjon for AMSC og bruke dette videre for å støtte våre argumenter i blant annet estimatene for fremdriftsregnskap og kontantstrøm. Analysen skal også være et hjelpemiddel for å avdekke tenkelige konkurransefortrinn.

Videre vil regnskapsanalysen gi et bilde på hvordan den økonomiske situasjonen til selskapet faktisk er. Ved omgruppering av regnskapet blir det mulig å se hvilke eiendeler som generer verdiskapningen. Nøkkeltall for selskap og bransje blir videre belyst, samt at historisk avkastning og risikovurdering av selskapets finansieringskilder vil bli gjennomgått. Med det

omgrupperte regnskapet og strategiske analysen i bakhodet er det nå mulig å estimere et fremtidsregnskap, der en estimert fremtidig kontantstrøm vil være resultatet. Den estimerte kontantstrømmen vil bli diskontert ved hjelp av et avkastningskrav vi selv har utregnet og argumentert for. Når de overnevnte operasjonene er utført vil resultatet være et verdiestimat på AMSC sin aksje. Verdiestimatet vil bli etterprøvd av en sensitivitetsanalyse og Monte Carlo-simulering, før vi deretter kan komme med en anbefaling om kjøp, salg eller å beholde aksjen.

4. Strategisk analyse

Ved valg av fundamental verdsettelse blir det første steget å foreta en strategisk analyse. Ved bruk av en slik analyse kan man innhente kvalitativ informasjon om selskapet. I det følgende vil det bli foretatt en intern analyse i form av VRIO-rammeverket, etterfulgt av eksterne analyser ved Porter's five forces og PESTEL. Til slutt vil disse analysene være grunnlaget for oppsummering i en SWOT-analyse.

4.1 Intern analyse

Den interne analysen brukes for å kunne se på de interne forholdene som er med i verdiskapningen og hvilke ressurser som benyttes for å skape disse verdiene. Formålet med en slik analyse blir å se om AMSC har noen strategiske fordeler sett opp mot sine konkurrenter i markedet, noe som utnyttelsen av ressurser i stor grad påvirker.

4.1.1 VRIO

VRIO-rammeverket omhandler fire nøkkeltreterier som brukes for å se om selskapets ressurser og muligheter gir grunnlag for å oppnå et konkurransefortrinn ovenfor sine konkurrenter. VRIO står for value, rarity, inimitability og organisational support, som vil si at for å inneha dette konkurransefortrinn må selskapets ressurser være verdifulle, sjeldne, vanskelig å imitere og organiserte (Johnson, Whittington, Scholes, Angwin & Regnér, 2015). En ressurs er verdifull dersom bedriften kan utnytte denne gjennom å skape en fordel mot konkurrentene eller kunne forsvare seg mot trusler (Barney, 2011).

For å analysere AMSC på en best mulig måte, vil det i det følgende bli tatt for seg et utvalg av ressursene i bedriften, for å se hvordan disse står opp mot punktene ved en VRIO-analyse.

Handelsflåte

AMSC sin flåte består av totalt ti skip, der alle opererer innenfor samme geografiske område i U.S Jones Act. Per desember 2017 er det ingen indikasjoner på planlagte nybygg, som vil gi den samme størrelsen på flåten under det neste regnskapsåret. Hele flåten til AMSC er produsert og levert som nybygg i perioden 2007-2011. Dette betyr at selskapets eldste fartøy er 10 år, som er lavt i forhold til markedet sett under ett og langt under gjennomsnittlig fartøyslevetid på 20-25 år (Andersen, 2015). Gjennom dette vil de ha en fungerende flåte i

mange år fremover, noe OSG kan velge å benytte gjennom tidligere nevnte opsjon om forlenget leasing ut fartøyene sin levetid.

Det som gjør selskapets handelsflåte spesiell og vanskelig å imitere er ikke type fartøy den består av, men at fartøyene er eneste i U.S Jones Act-markedet som er mulig å lease. Som eneste aktør i markedet, er nettopp dette en av årsakene til at ressursen er å anse som spesiell. For potensielle inntrengere i markedet vil det være både tid- og kostnadskrevende å kunne imitere denne type virksomhet. At fartøyene oppfyller alle krav for å kunne operere i amerikansk farvann er deres store fordel, da andre fartøy som er mulig å lease, ikke tilfredsstiller de samme krav og dermed ikke kan konkurrere i samme marked.

Ettersom AMSC skaffer sine driftsinntekter gjennom å lease ut handelsflåten sin, vil følgelig selskapet både jobbe aktivt og ha et ønske om å utnytte dette som en ressurs.

Med bakgrunn i overnevnte informasjon er AMSC sin handelsflåte sett på som veldig verdifull, i form av å inneha de kvalifikasjoner som kreves for å operere i U.S Jones Act-markedet. Det å eie en handelsflåte er i seg selv ikke en sjelden ressurs, men det å kunne bedrive leasing innenfor U.S Jones Act-marked er en ressurs AMSC er alene om i markedet og kan bli ansett som sjelden. En handelsflåte er mulig å imitere, i den forstand at hvis konkurrenter har et ønske om å gjøre det samme, så er muligheten der. Til tross for at det er tid- og kostnadskrevende, kan ikke andre konkurrenters muligheter om å imitere helt avskrives. At bedriften organisatorisk har ønske og mulighet til å utnytte handelsflåten som en ressurs er ganske klar, ettersom å lease ut deres fartøy er eneste driftsinntekt.

Menneskelige ressurser

De menneskelige ressursene for AMSC vil være de ansatte. Selskapet består kun av tre ansatte, hvor de dekker områder som er nødvendig for å drifte selskapet. Videre kompetanse kommer i andre selskaper, som Philly Shipyard med utbygging av fartøy og OSG som står for bruken av fartøyene innenfor transport av varer. Selve driften av fartøyene har ikke AMSC noe med ettersom de ikke bistår med ansatte eller vedlikehold på skipene som OSG betjener. AMSC sin eneste link til selskapet er at de står for nær 40% av OSG sin totale handelsflåte, og har ingen menneskelige ressurser knyttet til deres drift.

AMSC og Aker ASA har eierskap i Philly Shipyard, men dette påvirker heller ikke selskapets ansattstruktur. Det er her ny teknologi og ansatte kan bli brukt for å få konkurransefortrinn mot sine konkurrenter, der deres erfaring og kompetanse vil spille inn. Dette er selvfølgelig viktig for AMSC å komme med moderne og konkurransedyktige skip, men dette er ikke noe som berøres innenfor organisasjonsstrukturen i selskapet.

Den menneskelige ressursen selskapet besitter er kompetansen hos de tre ansatte, og omhandler hvordan driften av et leasingselskap foregår. Alle tre sitter med kompetanse innenfor respektive fagfelt, som får AMSC til å være et velfungerende selskap. Ved en så liten ansattstruktur vil konsekvensen av at en ansatt velger å forlate selskapet være et stort tap, og vanskelig å dekke inn. I motsatt tilfelle vil turn-over i virksomheter med så få ansatte være langt mindre enn selskaper med et stort antall medarbeidere.

Gjennom dette kan man se på AMSC sine menneskelige ressurser som svært verdifulle, der hver enkelt av de tre ansatte innehar stor kompetanse og er vanskelige å erstatte. Denne formen for organisasjonsstruktur er relativt sjelden når det kommer til størrelse på et børsnotert selskap, men hva de utøver av arbeid kan ikke betegnes som en sjelden ressurs. I så måte er heller ikke de menneskelige ressursene vanskelige å imitere, da deres kompetanse er viktig, men ikke unik. AMSC er forberedt på å utnytte de ressursene de få ansatte innehar, og dermed kan man si de er organisert.

Lokalisering

Hovedkontoret til AMSC ligger på Lysaker, men de har også kontor i Philadelphia, USA, der en av de ansatte er stasjonert og har ansvaret for den daglige driften. Gjennom å ha få ansatte, vil de ikke ha mulighet til å ha kontor og styre driften fra så mange steder i verden. Derfor er dette sentralisert ved de to lokasjonene, noe som ikke blir sett på som noe veldig unikt. De fleste innenfor shippingbransjen vil stasjonære seg nært markedene de jobber i, noe også AMSC har valgt å gjøre. På denne måten kan de være tett opp mot U.S Jones Act-markedet, samt Philly Shipyard og OSG.

Dermed kan man si at AMSC sin lokalisering er verdifull, siden de er avhengig av å ha nærhet mot det markedet de opererer i. Selv om lokalisering kan sees på som verdifull, er den ikke sjelden i den forstand at den lett kan imiteres. Andre konkurrenter ønsker også å være lokalisert tett opp mot sitt virksomhetsområde og det anses som normalt innenfor

shippingbransjen. Derfor er AMSC sin plan ved å ha en ansatt som jobber med nærhet til det amerikanske markedet et bevisst valg, og gjennom dette kunne se på valg av lokalisering som organisert fra selskapet sin side.

Finansielle ressurser

Finansielle ressurser kan være kapital fra banker, opptjent egenkapital, obligasjoner og aksjonærer, og står for hva selskapet kan benytte for å utvikle og implementere strategier (Barney, 2011). Egenkapitalprosenten gir informasjon om hvor solid selskapet er, og finnes ved å ta egenkapitalen og dividere denne med summen av egenkapital og gjeld. Fra regnskapet som senere presenteres i kapittel 5, kan man se at denne prosenten har hatt en stor økning for selskapet fra 2013. Fra å ligge på 8 % steg den til 23,4 % og 24,7 % i 2014 og 2015. Året etter gikk denne noe ned til 22 %, men likevel har løftet fra 2013 vært stort.

Selskapet opplever at egenkapitalprosenten nesten har tredoblet seg over en femårs periode. Til tross for at den totale gjelden for selskapet har gått ned, opplever selskapet å ha en gjeldsgrad på 3,53 %. Høye finanskostnader er en konsekvens av høy gjeld og her kan rentehevinger være en trussel. Legger vi til at AMSC kun har en kunde, vil dette kunne skape en stor usikkerhet og kredittrisiko for selskapet. Dersom OSG ikke leverer gode resultater, kan dette føre til mindre behov for fartøy og dermed vil ønske om å forlenge leasingkontraktene reduseres. Med hensyn til det overnevnte kan man si at endringer knyttet til OSG sin kredittkvalitet i stor grad kan skape kredittrisiko for AMSC (Strandli, 2017).

En situasjon med en slik andel gjeld kan være en kalkulert handling slik at den kan trekke ut det fulle konkurransemessige potensialet, men vil inneholde en høy risiko. Høye gjeldsforpliktelse med tanke på investeringer er ikke vanskelig å imiteres, og kvalifiserer heller ikke som en verdifull ressurs per dags dato. Her er det verdt å bemerke at for fremtiden kan dette se helt forandret ut, ved at gjelden er nedbetalt tidligere enn forventet. På sikt vil en gjeldfri, god og moderne handelsflåte slå positivt ut på den finansielle situasjonen. Problemet rundt et såpass gjeldtyngt selskap ligger i usikkerheten de står ovenfor hvis noe uventet skulle skje de neste årene. Deres plan knyttet til det finansielle er bevisst og kan dermed bli sett på som organisert, men kan ikke bli sett på som verdifull før usikkerheten de står ovenfor forsvinner.

Omdømme i U.S Jones Act

Omdømme til selskapet vil være meget viktig. Selv om de er eneste leasingaktør i markedet, vil et dårlig omdømme være av negativ karakter og eventuelt by på problemer knyttet til kundeforholdet med OSG, eller eventuelt andre fremtidige kunder. Blant annet er det på dagsordenen at shippingnæringen vil bedre sitt miljøfokus, noe selskapet er meget oppmerksomme på gjennom å følge lover og restriksjoner (American Shipping Company, 2017, s. 9). Konsekvensen av å bryte disse restriksjonene vil være negativt knyttet til deres omdømme, og kan dermed være med på å påvirke beslutningen til OSG når det gjelder å gjøre opsjonen de har gjeldene eller ikke.

I shippingbransjen og U.S Jones Act-markedet er det naturlig å tro at det er flere selskaper med godt omdømme. Alle skal operere etter de samme lovene og restriksjonene, samt følge de amerikanske reglene for å være en del av deres farvann. Dermed kan AMSC sitt omdømme bli sett på som verdifull i konkurransen med andre, men ikke bli kategorisert som sjelden. Samtidig er det meget bevisst fra selskapet å jobbe aktivt for å ha et godt omdømme med en ressurs som er lett imiterbar for konkurrenter.

<i>Ressurs</i>	<i>Verdifull</i>	<i>Sjelden</i>	<i>Imiterbar</i>	<i>Organisert</i>	<i>Utfall</i>
Handelsflåte	Ja	Ja/Nei	Ja	Ja	Midlertidig konkurransefortrinn
Menneskelige ressurser	Ja	Nei	Ja	Ja	Midlertidig fordel
Lokalisering	Ja	Nei	Ja	Ja	Bransjenorm
Finansielle ressurser	Nei	Ja/Nei	Ja	Ja	Under normal
Omdømme i US Jones Act	Ja	Nei	Ja	Ja	Bransjenorm

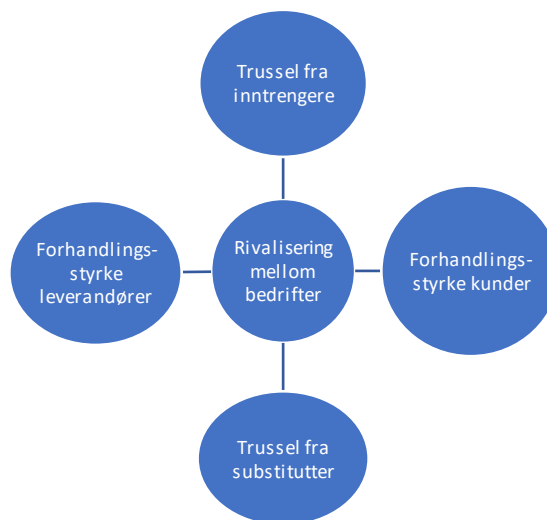
Tabell 4-1: Oppsummering VRIO

4.2 Ekstern analyse

Den eksterne analysen vil bestå av Porter's five forces og en PESTEL-analyse. Førstnevnte er valgt for å kunne få en bransjeorientert analyse, mens PESTEL-analysen er valgt for å kunne se på makroforholdene som kan være med på å påvirke selskapet.

4.2.1 Porter's five forces

Porter's five forces, eller femkreftermodellen, er et verktøy som selskaper kan bruke for å vurdere egen eller andre sin konkurransekraft, og være et hjelpemiddel for å finne muligheter til å øke denne konkurransekraften. Kjernen i modellen har vært at man er mest opptatt av konkurransekraften sett opp mot konkurrenter, men Porter (2008) mente i arbeidet med modellen at man ikke kan se på forholdet til konkurrentene isolert. De fem kreftene er inntrengere, leverandører, kunder, substitutter og nåværende konkurrenter. Her er det ifølge Porter viktig å først se på hvordan hver av de fem faktorene påvirker konkurransekraftene, for deretter å se på hvordan posisjonen blir totalt sett (Knudsen & Flåten, 2015). Videre vil det bli drøftet hvordan hver av disse faktorene spiller inn på konkurransekraften til AMSC sett opp mot konkurrenter i markedet.



Figur 4-1: Porter's five forces (Knudsen & Flåten, 2015, s.94)

Trussel fra inntrengere

Shippingbransjen er en attraktiv næring for flere aktører grunnet det store potensialet for mulig fortjeneste. Dette kan man lese av generelle regnskap, som regnskapstallene for AMSC og andre komparative selskaper i kapitlene som følger, der blant annet resultatmarginen til tider er høy. Problemet for potensielt nye inntrengere i bransjen er at kapitalkravene for å bedrive shipping både er høyt og arbeidet med å komme inn i næringen er tidkrevende. Kapitalinvesteringen for å opparbeide seg en slagkraftig og konkurransedyktig handelsflåte i markedet er av en størrelse som gir utfordringer for de fleste aktører. Her vil risikoen være høy ved en investering og selve bruken av fartøyene vil være kostbar.

For AMSC sin del virker det til at deres posisjon i markedet gjør dem lite utsatt for trusler av mulige nye inntrengere. Det er heller ikke noe som tyder på at nye aktører i nær fremtid står klare til å gå inn i markedet. Ettersom AMSC for øyeblikket er eneste shippingselskap som opererer med leasing av fartøy innenfor U.S Jones Act-markedet, vil de antakelig ikke kjenne på direkte konkurranse knyttet til inntrengere.

Slik som situasjonen er på nåværende tidspunkt, vil det være mest treffende å kategorisere trusselen fra mulige inntrengere som lav.

Trussel fra substitutter

Et substitutt er produkter eller tjenester som tilbyr å dekke det samme behovet for kundene sine som andre produkter og tjenester vil gjøre (Johnson et al., 2015). Noen av behovene innenfor shipping kan være krav til kvalitet, pris og leveringsfrister. Hvis ikke disse tilfredsstiller de forventinger som kunder har eller ønsker, kan behovet for å finne substitutter være et alternativ.

Den internasjonale shippingindustrien utgjør i dag omtrent 90% av verdenshandelen (International Chamber of Shipping, 2017). Ved å være en dominerende part og et foretrukket valg innenfor transport av varer, er ikke substituttene fra andre markeder så gjeldende. Ser man på mulige tilfeller av trusler fra substitutter kan dette være at selskaper heller ønsker å få levert varer gjennom for eksempel frakt ved fly eller godstog, og på denne måten gjøre at behovet for shipping blir mindre. For AMSC sin del vil en mulig trussel være at OSG ønsker andre alternativer knyttet til frakt, og dermed ikke benytter seg av opsjonen til videre leasing av selskapets fartøy.

Det som taler imot en slik trussel av substitutter er det faktum at OSG er en ledende aktør innenfor transporterering av olje og petroleum, noe som gjør det lite effektivt og praktisk å frakte dette med fly (Overseas Shipholding Group, 2018). Ved transport med godstog er en forutsetning, og på mange måter også en begrensing, at det skal være et rutenett som gjør at transporten kommer frem. Ved transport til andre verdensdeler enn fastlandet rundt USA, vil det være store problemer med å nå ut til ønskelige leveransepunkter, som shipping vinner på gjennom sjøtransport. En av fordelene til AMSC, som igjen gjør at OSG kan bruke leasingskipene i sitt marked, er deres rolle i U.S Jones Act. Dette gjør at de kan operere i

amerikansk farvann ved å følge retningslinjer fra Merchant Marine Act, som U.S Jones Act er en del av (Maritime Law Center, 2018).

Per nå ser ikke dette ut som å være en aktuell trussel, men å konkludere med at trusselen er ikke-eksisterende er skummelt i et marked som er profittsøkende, og vil slå til hvis økonomisk gunstige substitutter blir aktuelle. Det vil derfor bli sett på som logisk å kategorisere denne trusselen som middels, da substitutter finnes der ute, selv om AMSC sin posisjon per nå anses som trygg.

Kunders forhandlingsstyrke

AMSC er eier av totalt ti fartøy, der OSG er eneste kunde og leaser alle deres fartøy (American Shipping Company, 2018). Per våren 2018 er totalt ni av disse fartøyene på utgående kontrakter i 2019, mens ett er leaset frem til 2025. Alle fartøy på utgående kontrakter er mulig fra OSG sin side å fornye, enten frem til 2025 eller ut levetiden til fartøyene. Her er det også verdt å merke at det tidligst bygde fartøyet ble bygget tilbake i 2007, som gir samtlige skip lenger levetid enn 2025 (American Shipping Company, 2018).

Ved kundens forhandlingsstyrke er usikkerheten for AMSC at deres eneste kunde er i en posisjon der de kan bestemme selv om de vil forlenge kontraktene eller ikke. Som eneste leasingselskap i markedet, sitter de med sikkerheten at OSG ikke får inn tilbud fra rivaler. Dersom OSG bestemmer seg for å kutte ned til en mindre handelsflåte, eller investere i flere egne fartøy, ville AMSC derimot oppleve problemer når deres låneavtale går ut. OSG er også største aktør i U.S Jones Act-markedet, og vil da være den aktøren som er mest aktuell for å ha ønske om å bedrive leasing. Det vil være lite sannsynlig at andre selskaper kan og ønsker å lease i så store mengder at hele deres flåte vil være leaset ut samtidig.

Kunders forhandlingsstyrke er i utgangspunktet lav, men grunnet usikkerheten rundt fornyelsen av de ni kontraktene blir dette nå kategorisert som middels. Samtidig vil den ikke kunne bli kategorisert som høy, siden mangelen på konkurrenter OSG kan forhandle og bytte ut AMSC sine skip med ikke er til stede.

Forhandlingsstyrke fra leverandører

Ved produksjon av nye fartøy vil dette være regulert av lovverket rundt U.S Jones Act, som gir strenge restriksjoner for hvem, hvordan og hvor fartøyene skal produseres. Her vil

leverandørens forhandlingsstyrke kunne være mer tydelig, da de kan sette krav til ferdigstillelsesdato, pris og kvalitet, som AMSC er nødt til å følge for å kunne få et fungerende fartøy til bruk i ønsket marked.

Det er i hovedsak ved produksjon av nye skip AMSC blir berørt og får en forbindelse til leverandører. Etter at skipene er produsert og leaset ut på kontrakter til sine kunder, per nå kun OSG, fraskriver selskapet seg det meste av ansvar og vil ikke ha nye leverandører knyttet til vedlikehold og bruk av disse skipene. Dette kommer også frem fra selskapets regnskap, der leverandørgjeld de siste årene er ikke-eksisterende.

I perioden 2007 til 2011 var AMSC veldig aktive gjennom bestilling av nye fartøy, der alle ble produsert i og av Philly Shipyard. I denne perioden ville nok en problematikk og diskusjon rundt leverandørers forhandlingsstyrke være mer aktuell for AMSC enn situasjonen i dag. Det ser ikke ut som deres handelsflåte er planlagt å bli utvidet med det første, og dermed vil leverandørers forhandlingsstyrke per nå bli kategorisert som lav, da bruken av leverandører er minimal.

Rivalisering mellom bedrifter

I sentrum av Porter's five forces-analysen er rivaliseringen mellom de allerede eksisterende aktørene. Her er det viktig å skille rivalisering fra substitutter. Et eksempel på substitutt for AMSC kan være fly, mens rivaliseringen er mellom bedrifter innenfor samme bransje, altså shipping. I disse tilfellene vil det være verre for de etablerte selskapene at rivalene er konkurransedyktige, fordi de mest konkurransedyktige vil være de største rivalene (Johnson et al., 2015).

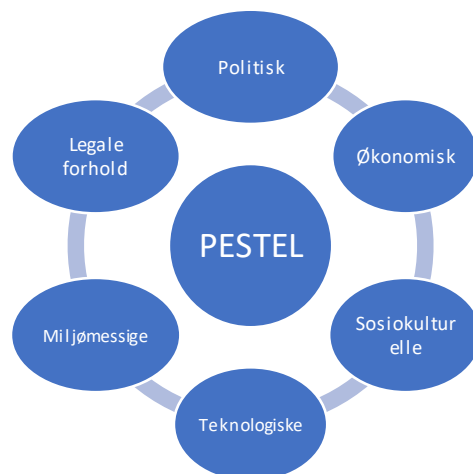
Ved å se på rivaliserende bedrifter for AMSC er det relevant å se på dette fra to perspektiver. Selskapet er eneste selskap innenfor U.S Jones Act som bedriver leasing. Dette vil på mange måter gi dem et slags monopol i markedet, der de er eneste tilbyder av en tjeneste som blir etterspurt. Gjennom mailkorrespondanse med Morten Bakke, Chief Financial Officer i AMSC, den 18. januar 2018 ble dette bekreftet. Som eneste selskap som opererer med leasing i U.S Jones Act, vil dette føre til lav rivalisering direkte knyttet mot andre selskaper. På dette grunnlaget vil man kunne kategorisere rivaliseringen mellom selskapene som lav.

Derimot kommer det frem i samme mailkorrespondanse at de ser en rivalisering med andre selskaper når det kommer til nybygg av fartøy og BBC-kontrakter. Dette tolkes som at faren for at økende mengde nybygg i markedet vil kunne gjøre etterspørselen etter leasing-kontrakter mindre, da aktørene i markedet ønsker å eie sine egne flåter. På denne måten vil BBC-kontrakter være mindre lukrative, og ut fra dette perspektivet anser vi denne trusselen for å være middels.

Med disse to perspektivene anser vi det totale trusselbilde mot rivaliserende bedrifter som lav til middels.

4.2.2 PESTEL

Det finnes mange rammeverk for å kunne analysere endringer og kompleksitet i miljøene rundt en bransje. Det ytterste laget i en totalanalyse av en organisasjon går på det makroøkonomiske forholdet, der PESTEL-rammeverket er et mye brukt verktøy for å belyse de kritiske faktorene i dag og for fremtiden. Dette rammeverket deler forholdene inn i seks ulike hovedgrupper: politiske, økonomiske, sosiokulturelle, teknologiske, miljømessige og legale forhold (Johnson et al., 2015)



Figur 4-2: PESTEL (Knudsen & Flåten, 2015)

Politiske- og lovmessige forhold:

AMSC opererer i det amerikanske farvannet. Ved å utøve sin drift i et annet land og kontinent, er det andre politiske- og lovmessige forhold å ta hensyn til, kontra hva man har i Norge. Det største, både innenfor politiske- og lovmessige forhold, er Jones Act. Dette er en

lov som ble laget tilbake i 1920, som både AMSC og OSG må følge for å få lov til å lease ut og bruke sine fartøy i det amerikanske farvannet. Denne loven er nevnt tidligere i beskrivelsen av bransjen, og går kort ut på at alle kommersielle fartøy som transporterer last mellom punkter i USA skal være bygget i USA, eid, operert og bemannet av amerikanske borger, og være registrert under det amerikanske flagget (American Shipping Company, 2017, s.6). Uten å følge disse restriksjonene ville ikke AMSC hatt mulighet til å lease ut fartøy til andre selskaper innenfor det nevnte markedet, og på denne måten få inn sine driftsinntekter.

Et annet politisk problem ble diskutert under fjorårets shipping-messe i Lillestrøm, Nor-Shipping, der blant annet diskusjon om Donald Trump og hans slagord «America First» ble sett på som en risiko for global shipping (Schultz, 2017). Dette spesielt gjennom konsekvensene ved at globalisering, handel og internasjonalt samarbeid taper terreng. Det som kan redde AMSC er deres allerede gode samarbeid innad med OSG og at de er en markant aktør innen U.S Jones Act. Dette sammen med at det er andre aktører i bransjen som vil lide større tap enn selskaper som arbeider og lovreguleres mot amerikanske retningslinjer, gjør AMSC mindre sårbare.

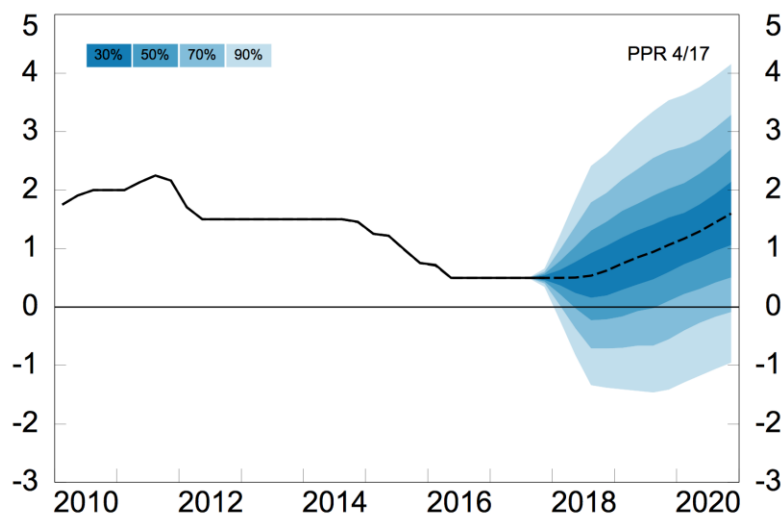
Til tross for politiske utfordringer som global shipping står ovenfor i det amerikanske markedet, vil U.S Jones Act være en sikkerhet for AMSC. Kravene om både operert og bemannet av, samt produsert av og på amerikansk jord, bidrar til amerikansk vekst. AMSC har her gode samarbeidspartnere i form av produksjon på Philly Shipyard og utleie til OSG som nøkkelfaktorer for å i liten grad bli påvirket av den globale utfordringen drøftet tilbake i 2017 under shipping-messen, Nor-Shipping.

U.S Jones Act står som et meget viktig punkt innenfor den amerikanske sikkerhetspolitikken, da kapasiteten er såpass stor at den gir støtte til nasjonale sikkerhetsbehov og unngår å være avhengig av skip kontrollert av utenlandske nasjoner. USA sin maritime posisjon har falt betydelig de siste tiårene i den internasjonale handelen, og derfor står U.S Jones Act for den store delen av maritim næring ved amerikanske havner og operatører. U.S Jones Act er nøkkelen for at AMSC skal fortsette med å levere gode resultater (American Shipping Company, 2018).

Økonomiske forhold:

Økonomiske forhold refererer til makro-økonomiske forhold som konjunktursykluser, valutakurser og differensielle økonomiske vekstrater rundt om i verden (Johnson et al., 2015). AMSC og OSG benytter begge amerikanske dollar som valuta. Gjennom å kun ha OSG som kunde, vil ikke valutasingninger påvirke selskapets driftsinntekter. Dette kan bli en mulighet eller utfordring etter 2019 dersom OSG ikke velger å benytte opsjon på fartøyene med utgående kontrakt, og selskapet muligens må lease ut til selskaper som opererer med annen valuta.

AMSC er et selskap med en stor andel gjeld. Framtidsutsiktene for rentesatsen i vestlige land antas å stige. Av figur 4-3 ser vi Norges Banks antagelser om renteøkning, samt at verdensbanken hevder at rentene vil øke på grunn av bedre resultater på verdensbasis (McQuaid, 2018). Når vi vet at AMSC sin største utgiftspost er finanskostnader, kan dette være svært negativt for kostnadsbildet til selskapet dersom antakelsene skulle stemme.



Figur 4-3: Styringsrenten fra 2010 og anslag fremover (Norges Bank, 2018, Hentet fra: <https://www.norges-bank.no/pengepolitikk/styringsrenten/>)

Oljeprisens fluktusjon kan skape indirekte muligheter eller utfordringer for AMSC. Dette vil ikke gå direkte på selskapet, men for OSG kan dette påvirke stort. De transporterer olje og prisen påvirker etterspørselen av produktet. Høyere oljepriser kan også gjøre at transportkostnadene går opp, noe som skaper høyere driftskostnader for selskapet. Oljeprisen kan være med som en direkte årsak til om OSG ønsker å lease hele deres flåte, eller justere

ned antallet fartøy når nye forhandlinger og kontrakter skal signeres i desember 2019. Nedenfor er utviklingen i oljeprisen de siste fem årene (Macrotrends, 2018).



Figur 4-4: Utvikling i oljepris siste 5 år (Macrotrends, 2018. Hentet fra: <http://www.macrotrends.net/1369/crude-oil-price-history-chart>)

Sosiokulturelle forhold

Sosiokulturelle forhold innebærer endringer i kulturer og demografi, noe som kan påvirke både privat og offentlig sektor. Med den sosiokulturelle faktoren kan et selskap analysere blant annet kundedemografi, utdanning, endringer ved livsstil eller begrensninger ved kultur (Johnson et al., 2015). For AMSC sitt tilfelle vil det være flere aktuelle sosiokulturelle forhold som kan påvirke selskapet, men det vil videre bli lagt hovedvekt på utviklingen i verdensøkonomien og demografi som de to viktigste sosiokulturelle forholdene.

Det at verdensbefolkningen er i stadig vekst, vil også bety at økonomi på verdensbasis fortsetter å vokse. Det er forventet at verdensbefolkningen vil vokse fra 7,5 milliarder i 2015 til 8,5 milliarder i 2030, en økning på 13% (Mellbye, Riiland, Holthe, Jakobsen & Minsaas, 2016, s.29). Gjennom økt befolkningsvekst vil behovet etter mat, energi og generelle ressurser også bli større. Fra tidligere vet man at shipping står for nærmere 90% av all verdenshandel, og gjennom befolkningsvekst er det naturlig at dette vil slå positivt ut for verdensøkonomien i form av handel, og da også oppsving i shippingnæringen.

Den stadig økende befolkningsveksten virker positiv og uten problemer for de som opererer innenfor shipping, derfor er det også viktig å se på demografien. En aldrende befolkning er forventet å fortsette å stige frem til 2050, da det vil være omtrent 2 milliarder mennesker over 60 år, og antallet vil ligge på det dobbelte av antall barn. Dette vil skape forandringer i etterspørselsmønstre, som igjen vil gi utfordringer med å opprettholde veksttaket i verdensøkonomien (Mellbye, Riialand, Holthe, Jakobsen & Minsaas, 2016, s.29). Et annet problem vil være gjennom de teknologiske fremskrittene i verden, som gir muligheter for vekst i gjenbrukersamfunnet og kan føre til lavere forbruk av varer i verden.

Alt dette går på generell handel på tvers av verdenshavene, men det er verdt å legge vekt på at AMSC sine tankerskip blir brukt i transport av olje og petroleum. Selv om endringer i etterspørselsmønsteret av varer kan påvirke shippingnæringen positivt eller negativt, vil det legges vekt på at det med en økende verdensbefolkning vil gjøre behovet etter olje og energi større. Innenfor dette markedet opererer AMSC sin kunde i, og sosiokulturelle forhold virker å slå positivt inn for virksomheten.

Teknologiske forhold

AMSC er i en bransje der ny teknologi og utvikling er sentral i produksjon og ved bruken av fartøy. Det har blitt et økt miljøfokus innenfor en bransje som er blitt sett på som ganske miljøskadelig. Gjennom sin størrelse i transportkvantum og spenn på tvers av internasjonalefarvann, er det økte krav til å komme opp med ny teknologi. AMSC har ingen egen avdeling for forskning og utvikling, som andre selskaper kanskje vil inneha. Situasjonen til AMSC er at de ikke produserer noe selv, men bruker et selskap, Philly Shipyard, som produserer skipene og tilfredsstillende restriksjoner for å operere i U.S Jones Act- markedet. Dette er et selskap som Aker ASA også har eierandeler i og gjør et samarbeid naturlig. Her er den teknologiske nyvinningen nødvendig, og AMSC må sette krav til at produsenten av skipene holder følge med andre produsenter, og kan levere slagkraftige og miljøtilfredsstillende fartøy til OSG nå og for fremtiden. Teknologi brukt for å gjøre fartøy moderne og tilfredsstillende innenfor markedet de jobber i er høyaktuell, til tross for at AMSC ikke har noen direkte påvirkning i utviklingen av ny teknologi.

Miljømessige forhold

I samsvar med regnskapsloven §3-3, ledd c, har AMSC sitt styre vurdert og bestemt samfunnsansvaret til bedriften til å være følgende områder: miljø, menneskerettigheter,

korrupsjon og arbeidsstandarder (American Shipping Company, 2017, s.9). Selskapet har kun tre ansatte, som gjør at de har en begrenset direkte miljøpåvirkning fra sine ansatte, men de står fortsatt ovenfor et ansvar for sine produserte fartøy. Fra årsrapporten i 2017 kommer det frem at de moderne tankerflåtene som AMSC har leaset ut tilfredsstillende de nåværende kravene fra U.S Coast Guard.

I henhold til leieavtalen mellom AMSC og OSG, har sistnevnte ansvar for den daglige driften av fartøyene og på denne måten fraskriver AMSC sitt ansvar i det skipene er leaset ut, men med sikkerhet om at de overholdes av OSG. Selskapet er en av de største skipsoperatørene i U.S Jones Act, og har da en rekke forpliktelser å forholde seg til ved å møte og overgå miljøregler og samfunnsansvar (American Shipping Company, 2017, s.9).

OSG sitt arbeid innen energitransport fører med seg at de er underlagt strenge sikkerhets- og miljøstandarder som følges tett opp av International Maritime Organization (IMO). Dette er et FN-byrå med hovedansvar for sikkerheten til miljøet og livet til sjøs, og prinsippene reguleres av U.S Coast Guard. Ved å være en av de største aktørene innenfor U.S Jones Act-markedet med sine reguleringer og restriksjoner, kan AMSC føle seg trygge på at deres selskap ikke blir trukket inn under noen miljøskandale eller andre problemer ved å lease ut og jobbe tett mot OSG (Overseas Shipholding Group, 2018).

4.3 SWOT – Oppsummering av den strategiske analysen

Den eksterne og interne analysen skal sammen danne grunnlaget for en SWOT-analyse, som vist nedenfor. I denne analysen oppsummeres resultatene i kapittel 4.1 og 4.2, og det vil bli sett på AMSC sine styrker, svakheter, muligheter og trusler.

<p style="text-align: center;">Styrker</p> <ul style="list-style-type: none"> • Moderne handelsflåte • Eneste leasingselskap • Godt omdømme 	<p style="text-align: center;">Svakheter</p> <ul style="list-style-type: none"> • Kun en kunde • Utgående kontrakter
<p style="text-align: center;">Muligheter</p> <ul style="list-style-type: none"> • Utvide størrelsen på handelsflåten • Ekspandere til andre som ønsker å lease 	<p style="text-align: center;">Trusler</p> <ul style="list-style-type: none"> • Oljepris • Politiske forandringer i US Jones Act • Utvidelse av flåter av eksisterende aktører

Figur 4-5: SWOT-analyse

AMSC har en forholdsvis ung og moderne handelsflåte, med mange leveår igjen. Til tross for at de er forholdsvis nye i markedet, har de fått til samarbeid med markedets største aktør, OSG. Ved fremtidig utvidelse av denne leasingen, vil AMSC ha stabile driftsinntekter i mange år fremover. Svakheter her vil være at ni av ti kontrakter er utgående i 2019, så om disse ikke blir utvidet vil det berøre selskapet kraftig.

AMSC har sin klare styrke i at de er eneste aktør som leaser ut fartøy i U.S Jones Act-markedet. På denne måten vil de ikke ha noen direkte trusler rettet mot seg fra andre aktører i dette markedet, og da være utsatt for å bli utkonkurrert på den måten. Mulighetene deres vil være å utnytte at de står som eneste leasing-selskap. Både ved å ekspandere egen handelsflåte, som kan leases ut til OSG eller til andre mindre aktører i markedet.

Truslene vil ligge på at svingninger i oljeprisen kan påvirke etterspørselen etter OSG sine tjenester og at de på grunn av denne svingningen ikke velger å benytte opsjonen på videre utvidelse på noen eller alle fartøyene AMSC har i sin flåte. Samme situasjon kan oppstå hvis andre aktører direkte vil konkurrere med OSG og minske deres behov for en større flåte. Andre aktører kan da ta over deres eksisterende kunder og berører AMSC gjennom å ikke få leaset ut sine fartøy. Som eneste driftsinntekt vil dette merkes kraftig på AMSC som selskap og skape store inntektstap, så fremt de alternativt ikke finnes andre som ønsker å lease.

5. Regnskapsanalyse

Det å analysere regnskapet gir oss viktig informasjon. Regnskapet gir et godt bilde av hvordan et selskap har levert i et historisk perspektiv. Analysen vil vise hvilke tidligere resultater som er oppnådd, hvilke forpliktelser selskapet har, hva slags type eiendeler som har blitt investert i, samt gi et tydelig bilde på utviklingen av de historiske kontantstrømmene (Kaldestad & Møller, 2011). For å gjennomføre analysen er det tatt utgangspunkt i årsrapportene til AMSC, Avance Gas Holding, BW LPG og Höegh LNG Holdings, der vi finner regnskap, noteinformasjon og styrets beretning. Regnskapet og balansen til de fire selskapene vil bli omgruppert med utgangspunkt i Gjesdal (2007) og Kaldestad & Møller (2011).

Uten å omgruppere resultatet eller balansen vil ikke et regnskap være særlig hensiktsmessig å analysere for verdsettelsesformål. Regnskapet går normalt for å være rettet mot kreditorene, men med en omgruppering vil regnskapet få et perspektiv som er mer rettet mot investorer. Vi ønsker derfor å skille mellom driftsrelaterte og finansielle eiendeler, rentebærende- og rentefri gjeld, samt forskjellen mellom normale og unormale poster gjennom normalisering av resultatregnskapet. Unormale poster er altså poster som kan sees på som engangshendelser som ikke gir et godt bilde av driften.

Når det gjelder lengden av analyseperioden avhenger det av hvilken bransje og i hvilken situasjon selskapet befinner seg i. Er selskapet i en stabil fase, er det større grunn til å se på historisk regnskapsinformasjon, gjerne 5-10 år bakover i tid. Informasjonen i dette intervallet vil være mer interessant for stabile selskaper enn for et selskap som opplever store svingninger i sin virksomhet. Her vil gjerne et tidsperspektiv på 2-4 år bakover i tid være tilstrekkelig. Valget av analyseperioden for AMSC baserer seg på situasjonen selskapet befinner seg i. Selskapet som ble børsnotert i 2005 opplevde i perioden 2007-2011 store utgifter og mindre driftsinntekter grunnet deres store investeringer i ti fartøy. Fra 2013-2017 ser vi på driftsinntektene at selskapet leverer jevne og solide tall, dette grunnet lange leasingkontrakter. Derfor velger vi å legge stor vekt på dette da valget faller på en analyseperiode på 5 år. Vi mener det er riktig å se bort fra perioden 2007-2011 fordi det ikke er naturlig å tro at slike investeringer vil skje med jevne mellomrom. Regnskapstallene fra denne perioden begynner også å bli relativt gamle og dermed miste noe av sin forklaringskraft.

Et annet moment i analysen er viktigheten av å kunne sammenligne nøkkeltall med komparative selskaper. En slik sammenligning gir en bedre forståelse av nøkkeltall sett opp mot bransjesnittet. Bransjeutvalget vil bestå av de tre komparative selskapene Avance Gas Holding, BW LPG og Høegh LNG Holdings som tidligere beskrevet i kapittel 2.2.4 og i tillegg AMSC. Alle de fire selskapene er listet på Oslo Børs. Et bransjeutvalg bør gjerne bestå av selskaper som likner på AMSC når det gjelder størrelse, virksomhet og kapitalstruktur. Som tidligere nevnt er AMSC eneste selskap som tilbyr å lease fartøy til U.S Jones Act-markedet, så utvalget av selskaper med eksakt lik virksomhet er begrenset. Det som kan sies å være en likhet ved virksomheten til alle selskapene er det faktum at alle operer i internasjonale farvann og er olje- og gasstransportører. Vi har derfor valgt de sammenlignbare selskapene hovedsakelig av deres virksomhet, hva fartøyene transporterer og type fartøy i forhold til AMSC sine egne fartøy. Hvert av de fire selskapene vil bli vektet med 25 % ved bransjegjennomsnittet som senere vil bli presentert.

5.1 Historiske regnskapstall

I tabell 5-1 og tabell 5-2 ligger en presentasjon av AMSC sitt resultatregnskap og balanse for perioden 2013-2017. Alle tall er hentet fra årsrapportene på selskapets hjemmeside.

	2013	2014	2015	2016	2017
Driftsinntekter	87 353	87 641	87 788	88 042	87 801
Sum Driftsinntekter	87 353	87 641	87 788	88 042	87 801
Varekostnad	-	-	-	-	-
Beholdningsendring	-	-	-	-	-
Lønnskostnad	- 1 338	- 804	- 825	- 965	- 976
Andre personalkostnader	- 134	- 255	- 131	- 166	- 164
Andre driftskostnader	- 1 643	- 2 045	- 1 943	- 1 791	- 1 828
Sum driftskostnader	- 3 115	- 3 104	- 2 899	- 2 922	- 2 968
EBITDA	84 238	84 537	84 889	85 120	84 833
Avskrivning	- 33 521	- 33 865	- 34 165	- 34 336	- 33 854
EBIT	50 717	50 672	50 724	50 784	50 979
Finansinntekter	21 710	32 208	14 650	5 379	8 003
Finanskostnader	- 41 518	- 59 623	- 51 239	- 39 121	- 47 973
Netto finansresultat	- 19 808	- 27 415	- 36 589	- 33 742	- 39 970
Resultat før skatt	30 909	23 257	14 135	17 042	11 009
Skattekostnad	0	- 275	575	- 9 932	2 299
Resultat	30 909	22 982	14 710	7 110	13 308

Tabell 5-1. Resultatregnskap for American Shipping Company 2013-2017

Som vi ser av resultatregnskapet er driftsinntektene og driftskostnadene svært jevne. Den gjennomsnittlige økningen fra 2013 til 2017 for driftsinntektene har vært 0,13 %, mens for driftskostnadene har gjennomsnittlig reduksjon vært 1,15 %. De jevne inntektene har sin forklaring i AMSC sin strategi om å fremforhandle langsiktige leasingkontrakter med sine kunder, for øyeblikket kun OSG. Resultatene i analyseperioden har en negativ trend, som først og fremst kan forklares med størrelsene på finansinntekter og finanskostnader.

	2013	2014	2015	2016	2017
Eiendeler					
Utsatt skattefordel	0	0	2 020	0	0
Sum immaterielle eiendeler	0	0	2 020	0	0
Varige Driftsmidler					
Fartøy	881 856	847 990	813 826	779 490	745 636
Driftsløsøre/Inventar/Verktøy/Biler	0	24 926	24 874	27 559	16 686
Sum varige driftsmidler	881 856	872 916	838 700	807 049	762 322
Finansielle anleggsmidler					
Rentebærende langsiktige fordringer	29 581	33 204	32 569	30 625	30 328
Sum finansielle anleggsmidler	29 581	33 204	32 569	30 625	30 328
Sum anleggsmidler	911 437	906 120	873 289	837 674	792 650
Omløpsmidler					
Kundefordringer	1 822	248	417	319	210
Kontanter holdt av til spesifikk bruk	7 283	8 107	1 541	2 347	2 321
Bankinnskudd	12 340	85 201	31 737	49 046	51 948
Sum omløpsmidler	21 445	93 556	33 695	51 712	54 479
Sum eiendeler	932 882	999 676	906 984	889 386	847 129
Egenkapital					
Aksjekapital	180 408	319 372	294 372	266 485	244 422
Annen innskutt egenkapital	0	0	0	0	0
Sum innskutt egenkapital	180 408	319 372	294 372	266 485	244 422
Opptjent egenkapital	-107 610	-84 827	-70 135	-70 843	-57 550
Annen egenkapital			0	0	
Sum egenkapital	72 798	234 545	224 237	195 642	186 872
Gjeld					
Langsiktig gjeld	553 605	474 872	450 260	423 251	383 324
Usikret obligasjonslån	199 571	201 285	210 370	212 783	216 743
Utsatt skatt	0	275	1 720	17 440	11 613
Derivater	25 214	7 514	153	57	0
Sum langsiktig gjeld	778 390	683 946	662 503	653 531	611 680
Kortsiktig gjeld					
Gjeld til kredittinstitusjoner	48 346	52 205	10 148	28 333	28 333
Leverandørgjeld	1 385	103	130	206	18
Utsatt inntekt og annen gjeld	9 611	8 957	9 374	11 674	18 796
Derivater	22 352	19 920	592	0	0
Betalbar skatt	0	0	0	0	1 430
Sum kortsiktig gjeld	81 694	81 185	20 244	40 213	48 577
Sum gjeld	860 084	765 131	682 747	693 744	660 257
Sum egenkapital og gjeld	932 882	999 676	906 984	889 386	847 129

Tabell 5-2: Balanse for American Shipping Company 2013-2017

Fra balansen er det verdt å merke seg at egenkapitalen opplever svingninger, men har samtidig økt med 157 % i analyseperioden. Opptjent egenkapital (akkumulert underskudd) er negativ i hele perioden. Gjeldsforpliktelsene blir også redusert årlig med et lite unntak i 2016.

5.2 Omgruppering av regnskapet

Første del av regnskapsanalysen omhandler justeringer og omgruppering fra opprinnelig finansregnskap. Et finansregnskap er ment å skulle gi relevante opplysninger, slik at brukeren av regnskapet kan fatte riktige beslutninger basert på det tallmaterialet man blir presentert. I denne sammenheng vil brukeren av regnskapet være en investor som har som mål å danne et korrekt bilde av hvilke faktorer som bidrar til selskapets verdiskapning. Som tidligere nevnt er derfor en omgruppering av balansen og resultatet et nødvendig grep for å gi brukeren den mest relevante informasjonen. Videre vurderinger i regnskapsanalysen vil først og fremst basere seg på Gjesdal (2007).

Omgrupperingen av resultatregnskapet er et hjelpemiddel for å gjøre regnskapet mer relevant for verdsettelsesformål. I den forbindelse har Gjesdal (2007) ramset opp fire viktige elementer (Gjesdal, 2007 s. 3-17):

- Skille mellom normale og unormale poster
- Anvende kongruensprinsippet
- Skille mellom driftsrelaterte- og driftsfremmende (finansielle) eiendeler.
- Skille mellom rentebærende- og «rentefri» gjeld.

5.2.1 Skille mellom normale og unormale poster

Unormale poster, også kalt ekstraordinære poster er gevinster eller tap «... ved transaksjoner eller hendelser av uvanlig natur og som forventes å forekomme sjelden eller uregelmessig» (Tellefsen & Langli, 2005, s.70). Slike ekstraordinære poster ønsker man å fjerne fra analysen ettersom det gjerne er snakk om engangshendelser som ikke vil gi noen forklarende effekt. De normale postene er poster som gjentar seg hver periode, de er gjerne permanente og skal vise et bilde av selskapets normale inntjening. I vårt tilfelle har vi omgruppert resultatregnskapet for å vise AMSC sin normale inntjening.

Som vist i tabell 5-3 har vi laget en oversikt over de unormale finanspostene til AMSC. Andre finanskostnader og andre finansinntekter består av store forskjeller fra år til år og vi antar derfor at postene inneholder unormale poster.

	2013	2014	2015	2016	2017
Unormale finansinntekter	0	9529	0	2668	4180
Unormale finanskostnader	- 3499	- 3534	- 5099	- 1903	- 3084
Unormalt finansresultat	- 3499	5995	- 5099	765	1096
Skatt på finansresultatet	980	- 1619	1377	- 191	- 252
Finansielt dirty surplus	16856	- 5106	- 188	121	58
Unormalt netto Finansresultat	14337	- 730	- 3910	695	902

Tabell 5-3: Unormale finansposter

Som tidligere nevnt består AMSC sine driftsinntekter av både et fast- og prosentmessig beløp av det OSG tjener per leide skip. Dette åpner for at driftsinntektene til AMSC skal variere og at det kan forekomme unormale poster. Av noteinformasjonen finnes det ingen detaljer rundt driftsinntektene. Med bakgrunn i dette antar vi her at driftsinntektene ikke består av unormale poster. Ved å se på driftsinntektene i analyseperioden er inntektene nokså stabile, noe som taler for et stabilt overskudd per utleide båt.

Siden vi har skilt mellom normale og unormale poster er det derfor viktig å fordele skattekostnaden. Skatten på finansresultatet har vi satt til 23 % i 2017, da denne satsen allerede er vedtatt i statsbudsjettet i 2017 (Regjeringen, 2017). Videre er det lagt til grunn 25 % i 2016, 27 % i 2015 (Regjeringen, 2016), 27 % i 2014 og 28 % i 2013 (Statsbudsjettet, 2014). Den driftsrelaterte skattesatsen, som vist under, kan regnes ut på følgende måte:

$$\frac{\text{Opprinnelig skattekostnad} - \text{skatt på finansres.} - \text{skatt unormalt finansres.}}{\text{Driftsresultat} + \text{unormalt driftsres.}}$$

Ved å ta denne formelen i bruk finner vi at gjennomsnittlig driftsrelatert skattesats er på 13,2 % i perioden 2013-2017, ref. vedlegg 2.

5.2.2 Anvende kongruensprinsippet

Kongruensprinsippet bygger på at endringer i egenkapitalen bare kan endres med opptjent overskudd eller transaksjoner knyttet til egenkapitalen. Regnskapsloven § 4-3 indikerer at alle inntekter og kostnader skal resultatføres, men det kan korrigeres for feil i tidligere årsregnskap ved å føre korrigeringen direkte mot egenkapitalen (regnskapsloven, 1998, §4-3). Unntaket fra prinsippet er der inntekter og kostnader blir ført direkte mot egenkapitalen og er

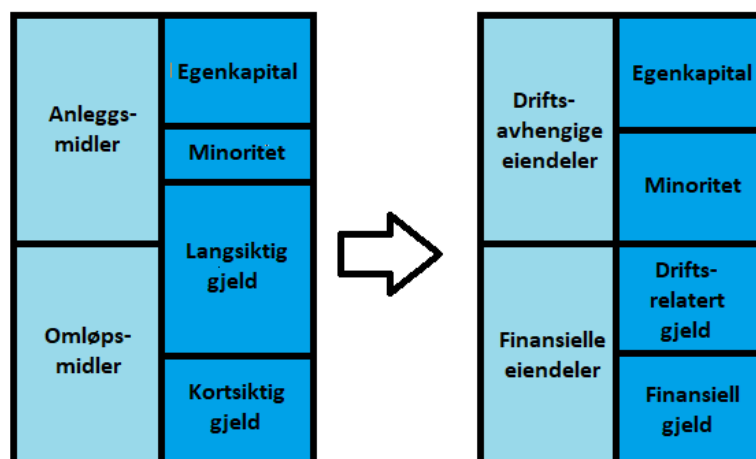
dermed et brudd på kongruensprinsippet. Dette kalles også *dirty surplus* (Gjesdal, 2007, s. 3-17). For AMSC sin del vil *dirty surplus* dreie som finansielle poster, nærmere bestemt omregningsdifferanser i valuta. Vi har derfor klassifisert *dirty surplus* som en finansiell post (se vedlegg 1). Under ligger AMCS sitt omgrupperte regnskap og balanse.

<i>Omgjort resultatregnskap</i>	2013	2014	2015	2016	2017
Driftsinntekter	87 353	87 641	87 788	88 042	87 801
Sum driftsinntekter	87 353	87 641	87 788	88 042	87 801
Lønnskostnad	- 1 338	- 804	- 825	- 965	- 976
Andre personalkostnader	- 134	- 255	- 131	- 166	- 164
Andre driftskostnader	- 1 643	- 2 045	- 1 943	- 1 791	- 1 828
Avskrivninger	- 33 521	- 33 865	- 34 165	- 34 336	- 33 854
Sum driftskostnader	- 36 636	- 36 969	- 37 064	- 37 258	- 36 822
Driftsresultat	50 717	50 672	50 724	50 784	50 979
Driftsrelatert skatt egen virksomhet	- 6673	- 6667	- 6674	- 6682	- 6707
Netto driftsresultat egen virksomhet	44 044	44 005	44 050	44 102	44 272
Netto driftsresultat	44 044	44 005	44 050	44 102	44 272
Netto finansinntekter	21 710	32 208	14 650	5 379	8 003
Netto resultat sysselsatt kapital	65 754	76 203	58 700	49 481	52 275
Finanskostnader	- 41 518	- 59 623	- 51 239	- 39 121	- 47 973
Netto resultat til egenkapital	24 236	16 590	7 461	10 360	4 302
Unormalt finansresultat	14 337	- 730	- 3 910	695	902
Fullstendig nettoresultat til egenkapital	38 573	15 860	3 551	12 055	5 204
Netto utbetalt utbytte	0	-6 250	-25 944	-27 887	-19 397
Endring i egenkapital	38 573	9 610	-22 393	-16 832	-14 193

Tabell 5-4: AMSC omgruppert resultatregnskap

5.2.3 Skille mellom driftsrelaterte- driftsfremmende (finansielle) eiendeler

For å kunne skille mellom driftsrelaterte- og finansielle eiendeler må vi også omgruppere balansen. Under viser figur 5-1 en illustrasjon på hvordan balansen kan omgrupperes og i tillegg er det en nærmere forklaring på de enkelte omgrupperte postene.



Figur 5-1: Omgruppering av balansen (Kaldestad & Møller, 2016, s.36).

Driftsavhengige eiendeler

Varige driftsmidler, eiendeler som er ment for varig eller langvarig bruk, er normalt sett driftsavhengige anleggsmidler. Det kan argumenteres for at varige driftsmidler kan gå under kategorien finansielle, men da må eiendelen kunne selges uten at det påvirker driften. Siden AMSC baserer seg på leasing av fartøy, antar vi at et salg av et eller flere fartøy vil påvirke driften og har derfor plassert fartøy under driftsavhengige anleggsmidler. Når det gjelder posten *driftsløsøre/inventar/verktøy/biler* følger samme argument. Av noteinformasjon i regnskapet er store deler av denne posten eiendeler og utstyr som AMSC eier, og har brukt i utviklingen av deres ti fartøy i samarbeid med Philly Shipyard. Posten blir derav klassifisert som et driftsavhengig anleggsmiddel.

Rentebærende langsiktige fordringer er en post selskapet har hatt i hele analyseperioden. Av noteinformasjonen forstår vi at dette er fordringer knyttet opp mot leasingavtalen til OSG. Fordringene har en nedbetalingstid på 18 år og med et slikt tidsperspektiv har vi valgt å plassere denne posten som et driftsavhengig anleggsmiddel.

Kundefordringer er normalt selskapets pengekrav til sine kunder. Denne posten har få detaljer i notene, men det kommer frem at posten inneholder en liten del skattefordring og forhåndsbetalinger til leverandører. Vi velger å følge Gjesdal (2007) sin argumentasjon og betrakte kundefordringer som et driftsavhengig omløpsmiddel (Gjesdal, 2007, s. 3-17).

Kontanter og bankinnskudd kan ofte være en vanskelig post å klassifisere. Midler som er nødvendig for driften går gjerne som driftsrelaterte poster, mens overskuddslikviditet klassifiseres gjerne som finansielle poster (Gjesdal, 2007 s. 3-17). I regnskapet til AMSC er noteinformasjonen lite forklarende, men postene er delt opp og spesifisert i *bankinnskudd* og *kontanter holdt av til spesifikk bruk*. Som tidligere nevnt har ikke AMSC noe ansvar for vedlikehold eller bemanning på skipene så lenge de er leaset ut. Når vi vet at alle skipene er leaset ut på samme premisser, taler dette for at midlene som er nødvendig for å drifte selskapet må være lav. Vi velger derfor å plassere posten *kontanter holdt av til spesifikk bruk* under driftsavhengige omløpsmidler.

Finansielle eiendeler

Forrige avsnitt tok for seg utfordringen ved å klassifisere kontanter og bankinnskudd. Av resonnementet over vil ikke AMSC ha behov for store summer for å drifte virksomheten. Overskuddslikviditeten som blir igjen, altså *bankinnskuddet*, blir derfor å betrakte som en finansiell eiendel.

5.2.4 Skille mellom rentebærende og rentefri gjeld

Gjeldspostene kan deles inn i rentebærende og rentefrie gjeldsposter. Ved å trekke ut de rentefrie postene fra totalkapitalen vil vi sitte igjen med sysselsatt kapital (Tellefsen & Langli, 2005). Den sysselsatte kapitalen består av egenkapital og rentebærende gjeld. Det er den sysselsatte kapitalen som har krav til avkastning og viser eiendelens samlede verdiskapning. Under punktene *finansiell gjeld* og *driftsrelatert gjeld* er en nærmere forklaring på de omgrupperte postene på gjeldssiden av balansen.

Vi vil ikke ha stort fokus på egenkapitalen under omgrupperingen, da det er denne posten vi ønsker å finne en estimert verdi av. Grunnen til at den nevnes er viktigheten av å skille ut egenkapitalen fra gjelden, slik at skillet mellom gjeld og egenkapital blir tydelig.

Egenkapitalen til AMSC har i analyseperioden kun bestått av postene aksjekapital og opptjent egenkapital.

Finansiell gjeld

Under posten langsiktig finansiell gjeld finner vi *langsiktig gjeld, usikret obligasjonslån og derivater*. Derivatene er plassert under finansiell gjeld grunnet styring mot valutarisikoen til

selskapet. Det er derfor normalt å plassere alle postene under finansiell gjeld og da ønskelig å benytte markedsverdien på lånene. Bokført verdi er ofte et godt estimat på markedsverdi, men verdien kan avvike grunnet flere hendelser (Kaldestad og Møller, 2011).

- Årsakene kan være dersom AMSC har tatt opp lån til fastrente og markedsrenten har endret seg siden låneopptaket.
- AMSC sin kreditt-rating har endret seg eller faren for konkurs er steget.
- AMSC har tatt opp lån i utenlands valuta.

Av noteinformasjon ser vi at AMSC har sine lån knyttet opp mot flytende rente. Punktet er derfor ikke relevant. Av analyseperioden leverer AMSC kun positive resultater, så sannsynligheten for å gå konkurs i nær fremtid anses som liten, dette kommer også frem under kapittel 6.3.5. Alle lån som AMSC har tatt opp er i amerikanske dollar. Punkt to og tre er derfor heller ikke relevant. Med bakgrunn i overnevnte mener vi at de bokførte verdiene gir et riktig estimat med tanke på markedsverdien til den finansielle gjelden.

Posten *gjeld til kredittinstitusjoner* er plassert under finansiell kortsiktig gjeld. Kortsiktig gjeld er definert som «gjeld som er tilknyttet vare- og tjenestekretsløpet og dessuten annen gjeld som forfaller til betaling innen ett år» (Havstein & Moen, 2010, s. 138). Av noteinformasjonen er det lite informasjon å hente fra posten *gjeld til kredittinstitusjoner*, annet enn at den er rentebærende. Vi har derfor plassert posten som finansiell gjeld, grunnet renteaspektet.

Driftsrelatert gjeld

Utsatt inntekt og annen gjeld består hovedsakelig av utsatt inntekt fra OSG ettersom betalingene skjer månedlig. Posten er nokså stabil i analyseperioden, men med enkelte svingninger som skyldes det overskuddet OSG genererer hver måned, i henhold til leasingavtalen som tidligere nevnt i presentasjon av selskapet. I likhet med leverandørgjeld er posten ikke-rentebærende og vi har med bakgrunn i overnevnte klassifisert posten som driftsrelatert kortsiktig gjeld.

Utsatt skatt fremkommer av de midlertidige forskjellene mellom bokført verdi og skattemessig verdi, multiplisert med skattesatsen. Gitt at skattemessig verdi er større enn den balanseførte verdien har vi en skattefordel (Kaldestad & Møller, 2011). Av noteinformasjonen

kan vi lese at den utsatte skatteforpliktelsen skyldes omstendigheter knyttet til selskapets eiendeler og derfor klassifiserer vi *utsatt skatt* som en langsiktig driftsrelatert gjeldspost.

Omgruppert balanse	2013	2014	2015	2016	2017
Eiendeler					
Utsatt skattefordel	0	0	2 020	0	0
<i>Driftsavhengige anleggsmidler</i>					
Fartøy	881 856	847 990	813 826	779 490	745 636
Driftsløspre/Inventar/Verktøy/Biler	0	24 926	24 874	27 559	16 686
Rentebærende langsiktige fordringer	29 581	33 204	32 569	30 625	30 328
Sum driftsavhengige anleggsmidler	911 437	906 120	871 269	837 674	792 650
<i>Driftsavhengige omløpsmidler</i>					
Kundefordringer	1 822	248	417	319	210
Kontanter holdt av til spesifikk bruk	7 283	8 107	1 541	2 347	2 321
Sum driftsavhengige omløpsmidler	9 105	8 355	1 958	2 666	2 531
<i>Finansielle omløpsmidler</i>					
Bankinnskudd	12 340	85 201	31 737	49 046	51 948
Sum finansielle omløpsmidler	12 340	85 201	31 737	49 046	51 948
Sum finansielle eiendeler	12 340	85 201	31 737	49 046	51 948
Sum eiendeler	932 882	999 676	906 984	889 386	847 129
Egenkapital					
Aksjekapital	180 408	319 372	294 372	266 485	244 422
Opptjent egenkapital	-107 610	-84 827	-70 135	-70 843	-57 550
Annen innskutt egenkapital	0	0	0	0	0
Sum egenkapital	72 798	234 545	224 237	195 642	186 872
<i>Langsiktige forpliktelser knyttet til det finansielle</i>					
Langsiktig konserngjeld	553 605	474 872	450 260	423 251	383 324
Usikret obligasjonslån	199 571	201 285	210 370	212 783	216 743
Derivater	25 214	7 514	153	57	0
Sum langsiktig finansiell gjeld	778 390	683 671	660 783	636 091	600 067
<i>Langsiktige forpliktelser knyttet til drift</i>					
Utsatt skatt	0	275	1 720	17 440	11 613
Sum langsiktig driftsrelatert gjeld	0	275	1 720	17 440	11 613
<i>Kortsiktige forpliktelser knyttet til det finansielle</i>					
Gjeld til kredittinstitusjoner	48 346	52 205	10 148	28 333	28 333
Derivater	22 352	19 920	592	0	0
Sum kortsiktig finansiell gjeld	70 698	72 125	10 740	28 333	28 333
<i>Kortsiktige forpliktelser knyttet til drift</i>					
Leverandørgjeld	1 385	103	130	206	18
Utsatt inntekt og annen gjeld	9 611	8 957	9 374	11 674	18 796
Betalbar skatt	0	0	0	0	1 430
Sum driftsrelatert kortsiktig gjeld	10 996	9 060	9 504	11 880	20 244
Sum gjeld	860 084	765 131	682 747	693 744	660 257
Sum egenkapital og gjeld	932 882	999 676	906 984	889 386	847 129

Tabell 5-5: AMSC omgruppert balanse

5.5 Justering av målefeil

Det å skulle analysere et selskap med kun bakgrunn i regnskapsdata vil ikke gi en fullstendig analyse av selskapet. Tall fra regnskapet vil ikke kunne avdekke all økonomisk aktivitet og tallene som fremkommer bærer også preg av at regnskapsføringen i praksis ikke blir gjort på lik måte i alle selskap (Kinserdal, 2005). Der det er mest normalt å finne målefeil er der det er mulighet for å gjennomføre skjønnsmessige vurderinger. De tre typene av målefeil er avviket mellom virkelig verdi og historisk kostnad, avviket mellom god regnskapsskikk og korrekt

historisk kostnad og den siste målefeilen er gjennom kreativ regnskapsføring (Banken & Busch, 1999)

Når det gjelder historisk kostnad vil dette være en utfordring først og fremst ved vurdering av anleggsmidlene. For AMSC sitt tilfelle vil dette bety deres ti fartøy. Utfordringene er knyttet til avskrivningene og eventuelt nedskrivninger dersom man tar utgangspunkt i likningen «egenkapital = eiendeler – gjeld» (Banken & Busch, 1999, s.112). Her vil en økning i eiendelene gi tilsvarende økning i egenkapitalen. Det betyr at dersom fartøyene til AMSC sitt avskrivningsgrunnlag skulle vært høyere eller det ikke er gjennomført tilstrekkelige nedskrivninger, ville AMSC sitte med midler som ikke er vist i balansen. Slike målefeil kan oppstå i alle typer selskaper og kommer gjerne fra skjønnsvurderinger av regnskapsprinsipper. Vi utelukker ikke at slike skjønnsmessige vurderinger kan ha skjedd, men med bakgrunn i den informasjonen vi har tilgjengelig, er det vanskelig å fastslå hvor eventuelle målefeil er begått. Vi går derfor ut ifra at avskrivningene til AMSC sine fartøy ikke inneholder store målefeil og forsvarer dette videre med at fartøyene er avskrevet etter IFRS sine standarder.

Kreativ regnskapsføring kan skje dersom ledelsen i selskapet handler bevisst for å fremstille den finansielle situasjonen annerledes enn det realiteten hadde vært ved normal regnskapsføring i henhold til de rette prinsipper (Kinserdal, 2005). Manipulering av regnskapet skjer både gjennom balansen og resultatet (forbedring, forverring eller utjevning). På engelsk kalles dette *earning management* og for et hvert selskap kan en slik lederstil inntreffe. Akkurat som ved målefeil, kan vi heller ikke utelukke at ledelsen i AMSC bevisst har drevet med kreativ regnskapsføring. Med samme argument som over, går vi ut ifra at med den informasjonen vi har tilgjengelig peker i retning av at sannsynligheten for kreativ regnskapsføring er liten. Vi tar da utgangspunkt i statsautorisert revisor fra KPMG, som har skrevet i sine beretninger at regnskapene er i samsvar med lover, reguleringer og forskrifter.

Vi ser ingen grunn til å justere for målefeil etter argumentasjonen over og velger derfor å gå videre med den omgrupperte balansen og regnskapet for videre analyse.

6. Analyse av forholdstall

Ved å kun se på regnskapstall som absolutte tall, vil ikke dette gi et godt underliggende bilde av selskapets egentlige finansielle posisjon. Vi ønsker å bruke forholdstall for å kunne analysere AMSC sin lønnsomhet og risiko. Ved å ta i bruk forholdstall er det mulig å se hvordan den finansielle situasjonen de siste årene har utviklet seg. Risikoanalysen tar for seg betalingsevnen AMSC har når det gjelder sine gjeldsforpliktelser, mens lønnsomhetsanalysen tar for seg AMSC sin relative lønnsomhet. Alle forholdstall vil bli sammenlignet opp mot de tre komparative selskapene Avance Gas Holding, BW LPG og Höegh LNG Holdings. De komparative selskapene vil sammen med AMSC danne et bransjegjennomsnitt, slik at det er mulig å sammenligne forholdstall og dermed danne seg et bilde av den finansielle posisjonen til AMSC.

6.1 Risikoanalyse

Analyse av selskapets risiko gjøres normalt i to deler. Den kortsiktige risikoen analyseres ved å se på selskapets likvide situasjon. Den likvide situasjonen til et selskap kan enklest analyseres ved å se på nøkkeltall som likviditetsgrad 1 og likviditetsgrad 2. Den langsiktige risikoen analyseres ved å se på selskapets soliditet, der nøkkeltall som egenkapitalandel, rentedekningsgrad, netto driftsrentabilitet og finansieringsskjema er i fokus. Formålet med en risikoanalyse er å bruke de nøkkeltallene vi finner, for så å vurdere selskapets konkursrisiko. Nøkkeltallene vil bli satt opp i en tabell, som vil gi en rating for hvert enkelt nøkkeltall. Jo lavere ratingen er, desto større er konkursrisikoen.

6.2 Likviditetsgrad 1 og 2

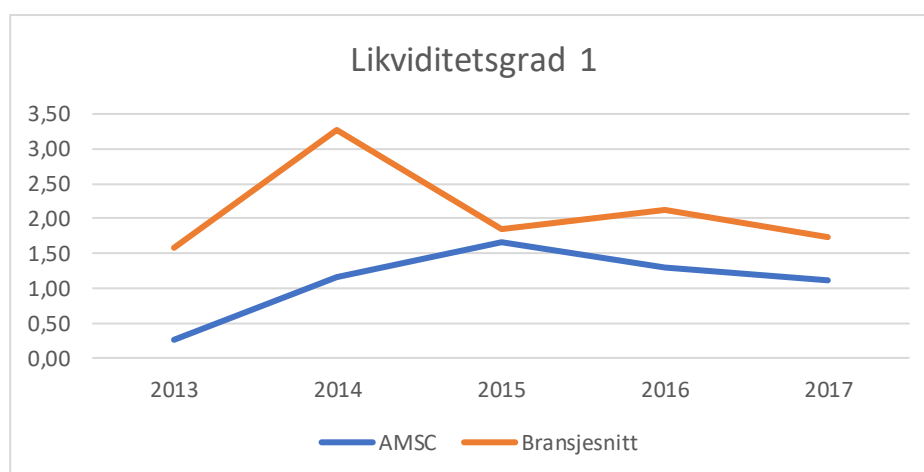
Likviditetsgradene sier noe om selskapets evne til å innfri sine kortsiktige forpliktelser. Kortsiktige forpliktelser er her referert til som kortsiktige gjeld. Likviditetsgrad 1 kan regnes ut på følgende måte (Tofteland, 2014):

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

Likviditetsgrad 1	2013	2014	2015	2016	2017
AMSC	0,26	1,15	1,66	1,29	1,12
Bransjesnitt	1,58	3,27	1,84	2,13	1,73

Tabell 6-1: Likviditetsgrad 1

Av tabell 6-1 og figur 6-1 ser vi at likviditeten til AMSC er nokså stabil i perioden 2014-2017, med et positivt unntak i 2015. Årsaken til at likviditetsgrad 1 er såpass mye høyere i 2015 skyldes en større nedbetaling av kortsiktig gjeld. Likviditetsgrad 1 for 2013 er lite forklarende med tanke på selskapets nåværende situasjon, ettersom dette er tall som er preget av de store investeringene som tidligere nevnt i perioden 2007-2011. Videre ser vi at AMSC sin likviditetsgrad 1 er gjennomgående lavere enn bransjesnittet med et lite oppsving i 2015. Oppsvinget kommer som nevnt av den større innbetalingen av kortsiktig gjeld. Det at likviditeten til AMSC er lavere enn bransjesnittet i alle de fem årene, kan være urovekkende. På en annen side er likviditeten på et jevnere nivå enn konkurrentene i bransjeutvalget som taler for at selskapet har kontroll på deres kortsiktige forpliktelser. En likviditetsgrad 1 mellom 1 og 1,49 anses som tilfredsstillende (Proff Forvalt, 2018), noe som viser at AMSC klarer å innfri sine kortsiktige forpliktelser på en tilfredsstillende måte, med unntak av 2013.



Figur 6-1: Likviditetsgrad 1

Likviditetsgrad 2 er et nøkkeltall som forklarer mye av det samme som likviditetsgrad 1, men forskjellen er her fokus på de mest likvide omløpsmidlene. I vårt tilfelle er *varelageret* og *kontanter holdt av til spesifikk bruk* postene som utgjør forskjellen. For å regne ut dette

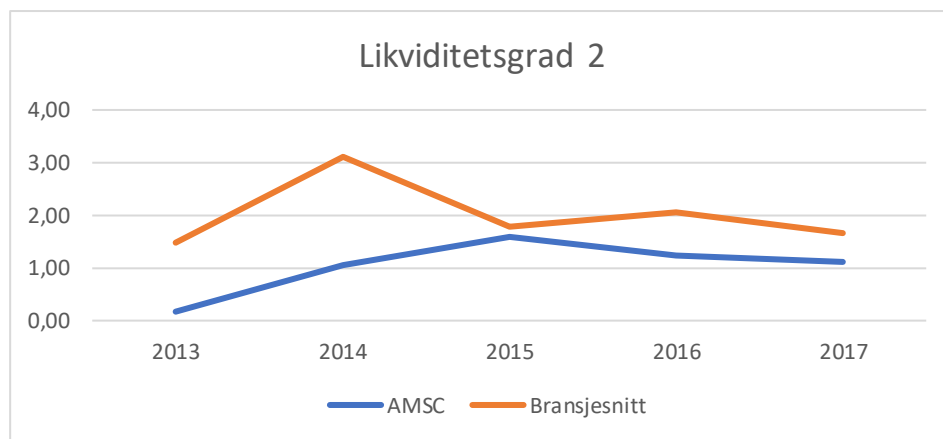
nøkkeltallet har vi tatt utgangspunkt i de mest likvide omløpsmidlene hvor formelen er (Tofteland, 2014):

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

Likviditetsgrad 2	2013	2014	2015	2016	2017
AMSC	0,17	1,05	1,59	1,23	1,11
Bransjesnitt	1,48	3,11	1,77	2,05	1,67

Tabell 6-2: Likviditetsgrad 2

Som vi ser av tabell 6-2 og figur 6-2 ser vi en nokså lik utvikling som i likviditetsgrad 1. En likviditetsgrad 2 på mellom 1,1 og 1,4 anses som god (Proff Forvalt, 2018) og dermed blir konklusjonen den samme her som under likviditetsgrad 1.



Figur 6-2: Likviditetsgrad 2

6.3 Soliditetsanalyse

Når man måler et selskaps soliditet ser man evnen selskapet har til å tåle tap uten å havne i finansielle problemer (Tofteland, 2014). Soliditetsanalysen skal gi svar på hvordan de

forskjellige operasjonene til selskapet er finansiert og hvordan tilstanden er når det gjelder å innfri sine forpliktelser over lengre tid.

6.3.1 Egenkapitalandel

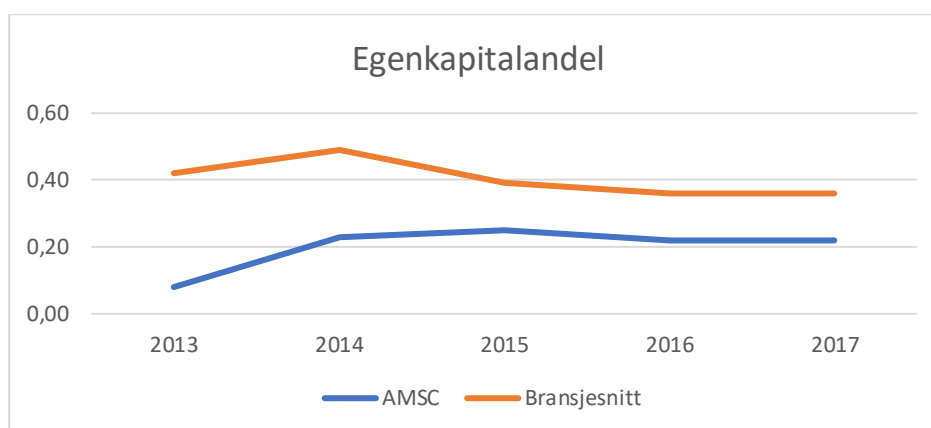
Egenkapitalandelen til et selskap viser i hvor stor grad eiendelene er finansiert med egenkapital. Jo større dette forholdstallet er, desto mer positivt er det for selskapet. Forholdstallet vil være mellom 0 og 1, der 1 betyr at selskapet er 100 % egenkapitalfinansiert. Selskaper med en høy egenkapitalandel vil være bedre rustet på å takle usikkerhet enn selskaper som i stor grad er gjeldfinansierte. Egenkapitalandelen i prosent er tilfredsstillende dersom den er mellom 10 % og 17 %, mens den anses som god hvis den ligger mellom 18 % og 40 % (Proff Forvalt, 2018). For å regne ut egenkapitalandelen i prosent brukes denne formelen (Tofteland, 2014):

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

Egenkapitalandel	2013	2014	2015	2016	2017
AMSC	0,08	0,23	0,25	0,22	0,22
Bransjesnitt	0,42	0,49	0,39	0,36	0,36

Tabell 6-3: Egenkapitalandel

Av tabell 6-3 og figur 6-3 ser vi at egenkapitalandelen til AMSC har vært på samme nivå i perioden 2014-2017. Det at egenkapitalandelen er såpass mye lavere i 2013 skyldes først og fremst de store investeringene som ble gjort i perioden 2007-2011. Fra 2014-2017 opplever bransjen en nedgang, for så å flate ut mot slutten av perioden. Både AMSC og bransjen ligger innenfor det Proff Forvalt (2018) omtaler som en tilfredsstillende eller god egenkapitalandel. Det at AMSC ligger ca. 14 prosentpoeng under bransjesnittet i perioden 2015-2017 kan bety at de opplever å møte strengere lånevilkår fra banker og investorer enn sine konkurrenter. Det vil være gunstig for AMSC å nærme seg bransjesnittet for å kunne konkurrere på samme vilkår som sine konkurrenter når det gjelder finansiering, samt at de kanskje kan få muligheten til å reforhandle låneavtaler for en rimeligere rentekostnad.



Figur 6-3: Egenkapitalandel

6.3.2 Rentedeckningsgrad

Dette forholdstallet gir en indikasjon på hvor god evne selskapet har til å gjøre opp sine renteforpliktelser med utgangspunkt i den ordinære driften (Tofteland, 2014).

Rentedekningsgraden gir långivere en indikasjon på om renter vil bli betalt innen avtalt frist. En rentedeckningsgrad under 1 vil bety at selskapet må bruke enten egenkapital eller ta opp lån for å imøtekomme sine renteforpliktelser. Rentedeckningsgraden anses som tilfredsstillende dersom den er mellom 1,1 og 1,9 og god dersom den er mellom 2 og 3,5 (Proff Forvalt, 2018). For å regne ut dette nøkkeltallet brukes denne formelen (Tofteland, 2014):

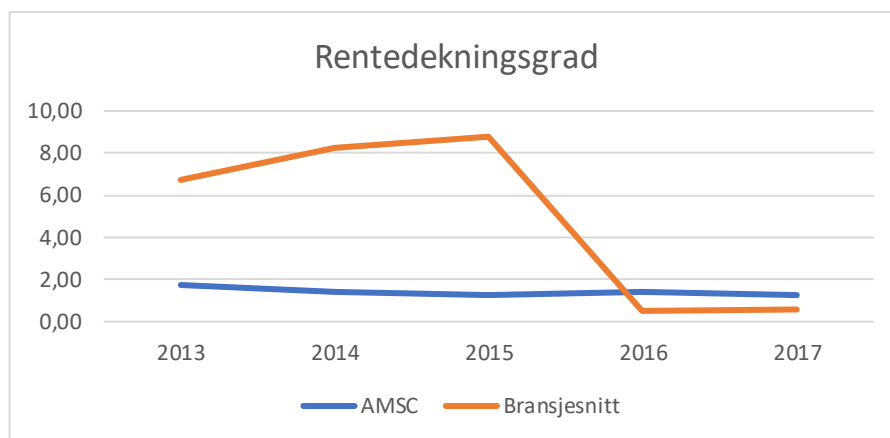
$$\text{Rentedeckningsgrad} = \frac{\text{Resultat før skatt} + \text{finanskostnader}}{\text{Finanskostnader}}$$

Rentedekningsgrad	2013	2014	2015	2016	2017
AMSC	1,74	1,39	1,28	1,44	1,26
Bransjesnitt	6,72	8,28	8,78	0,51	0,54

Tabell 6-4: Rentedeckningsgrad

Av tabell 6-4 ser vi at rentedeckningsgraden til AMSC er svært stabil, men opplevd en liten nedgang i analyseperioden. Nøkkeltallet ligger i alle år innenfor kategorien tilfredsstillende i

henhold til Proff Forvalt (2018) sine satte krav. Ser man selskapets nøkkeltall opp mot bransjen i perioden 2013-2015 er AMSC sine tall betydelig svakere, men svært jevne. Fra 2016-2017 opplever både Avance Gas Holding og BW LPG negative resultater som igjen gir utslag i rentedeckningsgraden. Per nå klarer AMSC å imøtekomme sine renteforpliktelser uten at dette går på bekostning av egenkapital eller at selskapet må ta opp høyere gjeld. Men det vil naturlig nok være gunstig for AMSC å prøve å øke sin rentedeckningsgrad slik at de kommer innenfor intervallet 2 – 3,5, som er god rentedeckningsgrad, og dermed nærme seg bransjesnittet de årene bransjen leverte positive resultater.



Figur 6-4: Rentedekningsgrad

6.3.3 Finansieringsskjema

Et finansieringsskjema, også kalt finansieringsmatrise, gir et bilde av hvordan totalkapitalen til selskapet er fordelt på eiendelene. Matrisen gir også en oversikt over risikoen knyttet til hvordan de forskjellige eiendelene er finansiert. Egenkapitalen er plassert lengst til venstre og indikerer den minst risikofylte finansieringen, mens kortsiktig finansiell gjeld er plassert lengst til høyre og indikerer den mest risikofylte finansieringen.

Eiendeler	Totalkapital	EK	LDG	LFG	KDG	KFG
Driftsavhengige anleggsmidler	93,37 %	23,18 %	1,92 %	74,90 %		
Finansielle anleggsmidler	0,00 %					
Driftsavhengige omløpsmidler	0,30 %			100,00 %		
Finansielle omløpsmidler	6,34 %			9,68 %	37,62 %	52,70 %
Sum	100,00 %	21,64 %	1,79 %	70,84 %	2,38 %	3,34 %

Tabell 6-5: Finansieringsmatrise

EK = Egenkapital

LDG = Langsiktig driftsrelatert gjeld

LFG = Langsiktig finansiell gjeld

KDG = Kortsiktig driftsrelatert gjeld

KFG = Kortsiktig finansiell gjeld

En god finansieringsstruktur betyr at en stor andel av eiendelene er finansiert med egenkapital og langsiktig gjeld. Jo større denne andelen er, desto bedre er finansieringsstrukturen. Av matrisen kommer det frem at AMSC sine driftsavhengige anleggsmidler i sin helhet er finansiert med enten egenkapital eller langsiktig gjeld. Driftsavhengige anleggsmidler utgjør i 2017 93,37 % av totale eiendeler og med bakgrunn i dette kan vi si at AMSC har en god finansieringsstruktur. I motsatt ende av matrisen er argumentet motsatt, ved at en lav andel eiendeler som er finansiert av kortsiktig gjeld vil være ønskelig for et selskap. Når vi ser at AMSC sin andel av eiendeler som er finansiert av kortsiktig gjeld kun er 5,72 %, vil dette være med på å underbygge selskapets gode finansieringsstruktur.

6.3.4 Netto driftsrentabilitet

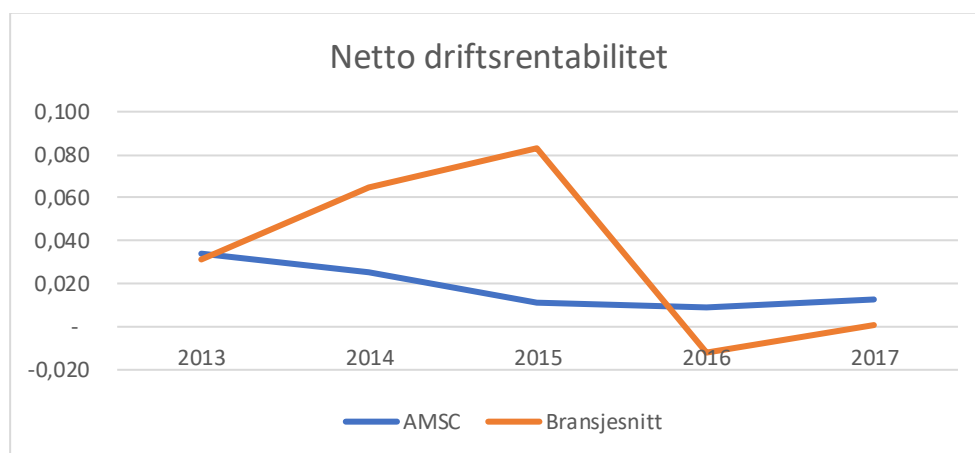
Netto driftsrentabilitet viser hvilken avkastning de driftsrelaterte eiendelene har bidratt med. Nøkkeltallet er en viktig indikasjon for soliditeten, med tanke på at et negativt resultat igjen vil tære på egenkapitalen. Netto driftsrentabilitet kan beregnes ved følgende formel (Tofteland, 2014):

$$\text{Netto driftsrentabilitet: } \frac{\text{Driftsresultat etter skatt}}{\text{Netto driftseiendeler}}$$

Av tabell 6-6 og figur 6-5 under ser vi at AMCS har en jevn, men noe synkende kurve i analyseperioden. Den mindre oppgangen vi ser i 2017 skyldes en liten økning i resultat, samt en reduksjon i de driftsavhengige eiendelene. Bransjen derimot har en sterk stigning frem til 2015, før en markant nedgang forekommer i påfølgende år. Nedgangen skyldes først og fremst negative resultater i selskapene BW LPG og Höegh LNG. Dette nøkkeltallet er blant alle selskapene svært lavt, og det vil være fordelaktig at både AMCS og de komparative selskapene klarer å øke avkastningen til de driftsrelaterte eiendelene. Beregningene av netto driftsrentabilitet vil bli vist i sammenheng med en syntetisk rating i kapittelet 6.3.5 som gir et bedre perspektiv på hva nøkkeltallene faktisk viser.

Netto driftsrentabilitet	2013	2014	2015	2016	2017
AMSC	0,034	0,025	0,011	0,009	0,013
Bransjesnitt	0,031	0,065	0,083	- 0,012	0,001

Tabell 6-6: Netto driftsrentabilitet



Figur 6-5: Netto driftsrentabilitet

6.3.5 Syntetisk rating og oppsummering av risiko

En syntetisk rating gir oss et bilde av selskapets kredittvurdering ved å se på nøkkeltall som tidligere er beregnet i den langsiktige og kortsiktige risikoanalysen. Vi har valgt å ta utgangspunkt i oppsettet til Standard & Poor's (Damodaran, 2012). Gjennom dette oppsettet har vi valgt å bruke Kjell Henry Knivsflå sine nøkkeltall som er rapportert gjennom Andreas Fiskerstrand sin mastergrad (Fiskerstrand, 2013, s. 59). Oppsettet gir oss muligheten til å gi en karakter på selskapets likviditetsgrad 1, rentedekningsgrad, egenkapitalprosent og netto driftsrentabilitet. Karaktersystemet fungerer på den måten at AAA er best, deretter AA og dårligst er D. En god karakter gir en indikasjon på en lav risiko i forhold til dårligere karakterer som gir en høyere risiko. Ratingen gir også et anslag på sannsynligheten for at AMSC skal gå konkurs.

Ratingklasse	LG	RDG	EK i %	NDR	Konkurssannsynlighet	Kredittfaktor
AAA	11,6	16,9	0,94	0,35	0,0001	0,1
AA	6,2	6,3	0,85	0,266	0,0012	0,15
A	3	3,35	0,66	0,166	0,0024	0,25
BBB	1,7	2,16	0,44	0,096	0,0037	0,4
BB	1,2	1,22	0,32	0,068	0,0136	0,6
B	0,9	0,9	0,22	0,04	0,0608	1
CCC	0,6	0,07	0,13	0,012	0,3085	3
CC	0,5	-0,76	0,08	-0,016	0,5418	9
C	0,4	-1,58	-0,02	-0,044	0,7752	27
D	0,3	-2,41	-0,18	-0,072	0,9902	Svært høy

Tabell 6-7: Syntetisk rating

LG = Likviditetsgrad

RDG = Rentedeckningsgrad

EK i % = Egenkapital i prosent

NDR = Netto driftsrentabilitet

Tabellene 6-8 og 6-9 er en oppsummering av de valgte nøkkeltallene som er beskrevet tidligere i kapitlet. Oppsummeringen er forklart ved hjelp av oppsettet til Standard & Poor's (Damodaran, 2012) gjennom en syntetisk rating. Som vist og nevnt tidligere har AMSC jevne nøkkeltall i perioden 2014-2017, mens 2013 er året som skiller seg ut. Dette ser vi også ved å legge til grunn den gjennomsnittlige syntetiske ratingen. Nøkkeltallene viser at selskapet klarer å levere jevnt over tid i en normaltilstand, noe som må sies å være positivt. Den jevne veksten har sitt opphav i det gode kundeforholdet med OSG, som er basert på langsiktige kontrakter og gir AMSC en stabil inntekt. Selskapet er mindre utsatt for svingninger i markedet i forhold til de komparative selskapene. Svingningene i markedet kommer frem i de beregnede nøkkeltallene, der bransjesnittet opplever større svingninger enn AMSC.

AMCS	2013	2014	2015	2016	2017
Likviditetsgrad 1	D	B	BB	BB	B
Rentedeckningsgrad	BB	BB	BB	BB	BB
Egenkapitalprosent	CC	B	B	B	B
Netto driftsrentabilitet	CCC	CCC	CC	CC	CCC
Gjennomsnittlig rating	CC	B	B	B	B

Tabell 6-8: Syntetisk rating AMSC

Bransjen	2013	2014	2015	2016	2017
Likviditetsgrad 1	BB	BBB	BB	B	BB
Rentedekningsgrad	BBB	BB	A	CCC	CCC
Egenkapitalprosent	BB	BBB	BB	BB	BB
Netto driftsrentabilitet	B	BBB	BB	CC	CC
Bransjesnitt	BB	BBB	BB	CCC	B

Tabell 6-9: Syntetisk rating bransjesnitt

Konkurssansynligheten gir også samme bilde, der vi ser at AMSC leverer jevne nøkkeltall. Deres sannsynlighet for å gå konkurs har vært 6,08% de siste fire årene. Sett opp mot bransjesnittet har deres sannsynlighet for å gå konkurs variert mellom 0,37 % til 30,85 % i samme tidsintervall. Konkurssansynligheten er basert på de fire nøkkeltallene som vist i tabell 6-8 og tabell 6-9. Selv om det finnes en mengde nøkkeltall å velge mellom, mener vi at de valgte tallene gir en god indikasjon av konkurssansynligheten til selskapet. Det er også verdt å merke seg at AMSC har tilfredsstillende eller gode nøkkeltall i henhold til de kravene Proff Forvalt (2018) har satt.

7. Avkastningskrav

Kapital kan komme fra både egenkapital- og fremmedinvestorer og selskapet må gi avkastning på denne innskutte kapitalen. Avkastningskravet kan man definere som den avkastning som er forventet at kapitalmarkedet tilbyr på plasseringer med samme risiko som selskapet (Damodaran, 2012). Investeringer bærer forskjellige risikoer, og desto høyere denne risikoen er på en gitt investering, desto høyere er avkastningskravet for å kunne kompensere for den påtatte risikoen (Dahl, Hansen, Hoff & Kinserdal, 1997). På grunnlag av dette kan man si at avkastningskravet kompenserer for risiko, inflasjon og tidsverdier. Ved avkastningskrav kan man skille mellom avkastningskrav til totalkapitalen og til egenkapitalen. En årsak til at man ser på avkastning til totalkapitalen, er at den frie kontantstrømmen som man diskonterer i prosessen med å estimere virksomhetsverdien, skal betjene alle finansieringskildene man innehar (Kaldestad & Møller, 2011). Gjennom vår verdsettelse av AMSC velger vi å benytte avkastningskravet til totalkapitalen, *Weighted Average Cost of Capital* (heretter kalt WACC). WACC er selskapets vektete, gjennomsnittlige kapitalkostnad, og er i teorien avkastningskravet til sysselsatt kapital ettersom driftsfremmede poster og pengeposter typisk blir verdsatt separat. For å finne avkastningskravet til totalkapitalen kan man bruke formelen (Berk & DeMarzo, 2014).

$$WACC = R_e \frac{E}{E + D} + R_d (1 - t) \frac{D}{E + D}$$

R_e = Selskapets egenkapitalkostnad

R_d = Selskapets gjeldskostnad

t = Nominell selskapskatt

E = Egenkapitalandel

D = Gjeldsandel

Ved å bruke WACC i verdsettelsen av totalkapitalen til AMSC, vil man få den store fordelene gjennom at WACC ikke vil forandre seg til tross for om egenkapitalandelen eventuelt skulle bli endret. Miller-Modigliani (1958) sin hypotese bygger på nettopp dette, hvor avkastningskravet på totalkapitalen vil være upåvirket av hvordan selskapet er finansiert (Modigliani & Miller, 1958). Det vil si at ved våre senere utregninger av et avkastningskrav, vil dette være uforandret selv om andelen av egenkapital vil endres. Her vil for eksempel en

lavere beta føre til en lavere egenkapitalkostnad, som igjen vil tilsvare at vi får en lavere finansiell risiko. I tillegg til dette vil også gjeldskostnaden bli lavere da långivernes sikkerhet økes. Vektingen av egenkapital- og gjeldsandel vil også bli endret, som vil gi oss et uendret avkastningskrav til totalkapitalen.

Totalavkastningskravet er et veid gjennomsnitt av avkastningen til eier og kreditor, og som man kan se av formelen består den av to ledd man må ta hensyn til ved beregningen av WACC (Kaldestad & Møller, 2011). Det første leddet er å finne egenkapitalkostnaden for selskapet og multiplisere dette med andelen egenkapital sett opp mot summen av alle eiendeler. Andre ledd består av gjeldskostnaden i selskapet. Her må man trekke fra den nominelle selskapsatsen og sette dette opp mot gjeldsandelen i selskapet. Videre multipliseres dette med andel gjeld sett opp mot alle eiendeler. Dette legger grunnlaget for resten av kapitlet der vi vil regne ut egenkapitalkostnaden (CAPM) og gjeldskostnaden. Gjennom disse utregningene vil man måtte regne ut ulike komponenter i CAPM og gjeldskostnaden, før vi til slutt kan avslutte med å slå de sammen og få en beregnet WACC for vårt selskap. I denne beregningen av WACC er det også viktig å presisere at vi kan se på denne som en sirkulær hendelse. Det bygger på at vi i våre beregninger av aksjeverdien til AMSC den 29.12.17 benytter oss av markedsverdien på egenkapital og gjeld i utarbeidelsen av WACC. Her har vi allerede måtte ta en forutsetning ved å ha kunnskap til markedsverdien, selv om det er dette vi senere skal komme frem til i oppgaven. I de følgende delkapitlene vil alle komponenter som inngår i WACC bli presentert.

7.1 Egenkapitalkostnad

For å estimere avkastningskravet til egenkapitalen finnes det flere ulike modeller man kan velge. Blant modeller som kan anvendes er blant annet Arbitrage Pricing Model, Fama-French trefaktormodell og kapitalverdmodellen. Sistnevnte er den som er mest benyttet både gjennom å regne avkastningskrav for enkeltprosjekter og for porteføljer bestående av flere prosjekter. Vi har også valgt å benytte denne modellen i vår utregning av egenkapitalen sitt avkastningskrav (Kaldestad & Møller, 2011). Formelen er som følger (Berk & DeMarzo, 2014):

$$R_e = R_f + \beta_E * (R_m - R_f) = R_f + \beta_E * mrp$$

$R_e = \text{Selskapets egenkapitalkostnad}$

$R_f = \text{Risikofri rente}$

$\beta_E = \text{Selskapet sin egenkapitalbeta}$

$R_m = \text{Forventet avkastning på markedsportefølje}$

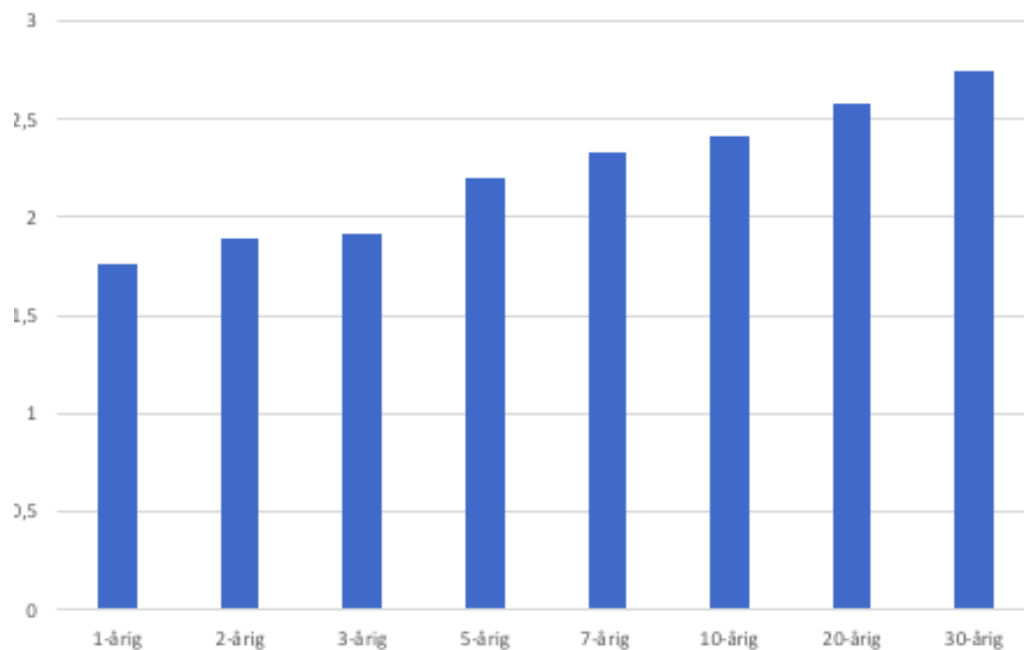
$Mrp = (R_m - r_f) = \text{Markedsrisikopremie}$

I de neste delkapitlene vil vi definere og finne verdiene av alle komponentene i CAPM. Dette innebærer å finne den risikofrie renten, selskapet sin egenkapitalbeta og risikopremien for markedet, som man kan finne gjennom å trekke fra den risikofrie renten fra forventet avkastning på markedsporteføljen (Dahl et al., 1997).

7.1.1 Risikofri rente

Risikofri rente er det første leddet i kapitalverdimodellen (CAPM) og må være til stedet for å kunne regne ut avkastningskravet for selskapet. Den risikofrie renten kan bli sett på som den avkastningen en investor kan få igjen av kapitalen den har skutt inn, uten å påta seg noen form for risiko. Den beste tilnærmingen man har til risikofrie verdipapirer i Norge er statsobligasjoner. Disse kan være i form av statsobligasjoner på 3 år, 5 år eller 10 år, eller statskassevekslere på 3 måneder, 6 måneder, 9 måneder eller 12 måneder (Norges Bank, 2017). Et annet alternativ er å bruke amerikanske statsobligasjoner, som er den beste tilnærmingen man kommer risikofrie verdipapirer i USA. Disse verdipapirene har flere tidshorisonter enn den norske, og opererer med statskassevekslere på 1 måned, 3 måneder og 6 måneder, samt statsobligasjoner på 1 år, 2 år, 3 år, 5 år, 7 år, 10 år, 20 år og 30 år (U.S Department of the Treasury, 2018).

For denne oppgaven vil det være aktuelt å diskutere hvilke lands renter man skal benytte, ettersom selskapet opererer internasjonalt. AMSC sine regnskap oppgis i amerikanske dollar, og på dette grunnlag så kunne det være aktuelt å bruke amerikanske statsobligasjon. Det kommer også frem i noteinformasjonen i de samme regnskapene at de betaler skatt i NOK, og derfor kan det være lurt å bruke norske statsobligasjoner. Vi velger å vektlegge at regnskapene oppgis i dollar og kommer videre i oppgaven til å benytte oss av amerikanske statsobligasjoner. Nedenfor er en oversikt over rentenivå i 2017 på de amerikanske statsobligasjonene, hvor vi har valgt å ikke ta med statskassevekslerne ettersom vi ønsker å se selskapet over en lengre tidshorison.



Figur 7-1: Oversikt over prosentvis rente for amerikanske statsobligasjoner 29.12.17. (U.S Department of the Treasury, 2018. Hentet fra: <https://www.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/interest-rates/Pages/TextView.aspx?data=yieldYear&year=2017>)

Som man ser av figuren er statsobligasjonene jevnt stigende og øker etter jo flere år renten blir satt på, der den oppnår høyeste rentenivå på statsobligasjoner satt til 30 år. Valget om man skal velge en kort eller lang rente er ikke nødvendigvis gitt og gjennom dette vil det ikke være noe eksakt valg av varighet på statsobligasjonen som blir betraktet som riktig eller galt (Kaldestad & Møller, 2011). Det vil i verdsettelsen av AMSC bli vektlagt at firmaet vil drive driften videre i mange år fremover, dette med grunnlag i at det er null indikasjoner på at driften kun vil være av en kort varighet. Med dette som grunnlag vil det virke mest fornuftig å bruke renten for 30-årige statsobligasjoner, men som vi har vært inne på i en den strategiske analysen vil ikke levetiden på fartøyene til AMSC være av en slik lengde. Den lengste kontraktstiden de kan ha med OSG er ut fartøyenes levetid, og det vil være uvisst i tidsperioden etter hva slags investeringsnivå i nybygg AMSC vil ha. Med dette som grunnlag vil resten av oppgaven ta den 10-årige statsobligasjonen som utgangspunkt da vi er sikker på drift i denne tidshorisonten.



Figur 7-2: Utvikling av 10-årige statsobligasjoner de siste 5 årene ((U.S Department of the Treasury, 2018. Hentet fra: <https://www.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/interest-rates/Pages/TextView.aspx?data=yieldYear&year=2017>).

AMSC vil bli verdsatt med utgangspunkt i et tidsintervall på fem år tilbake i tid og fem år fremover i tid. Ovenfor er en oversikt over gjennomsnittlig utviklingen til den 10-årige statsobligasjonen i de fem årene tilbake i tid som oppgaven tar utgangspunkt i. Denne renten nådde et historisk lavpunkt i 2016, før den året etter steg til tilsvarende verdi som de tidligere årene. Den 10-årige statsobligasjonen har en rentesats på 2,41 % 29.12.17, og det er denne risikofrie renten vi vil bruke videre i våre beregninger.

7.1.2 Risiko

Risikobegrepet defineres innenfor finanst teori som sannsynligheten for om en avkastning vil være forskjellig fra det som er forventet eller ikke. Dette vil si at begrepet risiko inkluderer både opp- og nedsidene ved potensialet til en investering (Damodaran, 2012). Hvis en investor ønsker å investere i en bestemt aksje står denne investoren ovenfor to ulike typer risiko. Dette er generell markedsrisiko (systematisk risiko) og bedriftsspesifikk risiko (usystematisk risiko). Disse to typene for risiko samlet er det vi kaller selskapets totalrisiko eller varians (Bodie, Kane & Marcus, 2011).

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

$\sigma_i^2 = \text{Selskapets totalrisiko}$

$\beta_i^2 \sigma_m^2 = \text{Selskapets systematiske risiko}$

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

Bedriftsspesifikk risiko, også kalt usystematisk risiko, er en type risiko som knytter seg til forhold som kun er med på å påvirke det spesifikke selskapet. Disse forholdene kan for eksempel være at man vinner en ny kontrakt eller entrer et nytt markedssegment (Kaldestad & Møller, 2011). Den andre typen risiko er generell markedsrisiko, også kalt systematisk risiko. Dette er en type risiko som knytter seg opp mot utviklingen i faktorer som kan være med på å påvirke alle selskaper. Typiske eksempler er konjunkturutvikling, arbeidsledighet, inflasjon og endring i rentenivå. I den bedriftsspesifikke risikoen vil noen selskaper bli mer påvirket av faktorene som ligger bak risikoen enn andre selskaper, men alle selskaper vil uansett sitte igjen med den generelle markedsrisikoen. Dette kan bli forklart med at alle selskaper til en viss grad beveger seg i samme takt, eller at en del av kursvariasjonene man har i en aksje kan bli forklart med at samtlige selskaper påvirkes i samme retning ved endringer av for eksempel konjunkturutvikling (Kaldestad & Møller, 2011).

Den usystematiske risikoen vil være tilnærmet lik 0 om en investor er vel-diversifisert. Denne risikoen kan beskrives som den typen risiko man inkluderer i forventinger til kontantstrømmene til selskapet. Systematisk risiko blir hensyntatt i egenkapitalkravet, og da følgelig vil være en del av WACC. I det samme avkastningskravet er det viktig å ikke ta med usystematisk risiko, siden det er forutsatt at samtlige investorer både kan diversifisere og bli kompensert kun for den systematiske risikoen.

7.1.3 Beta

Beta er målet på den enkelte aksjen sin risiko sett opp mot aksjemarkedet, og hvor eksponert man vil være sett opp mot den generelle markedsrisikoen. En aksje svinger i takt med aksjemarkedet, og vil gjøre at betaverdien i snitt vil være lik 1 (Kaldestad & Møller, 2011). Nedenfor er denne vist matematisk, der egenkapitalbetaen finnes gjennom å dele kovariansen mellom aksjen og aksjemarkedet på variansen i markedet (Kaldestad & Møller, 2011).

$$\beta_j = \frac{\text{Cov}(R_j, R_M)}{\text{Var}(R_M)}$$

$\beta_j = \text{Egenkapitalbeta}$

$\text{Cov}(R_j, R_M) = \text{Kovariansen mellom aksjen og aksjemarkedet}$

$\text{Var}(R_M) = \text{Variansen i markedet}$

For å finne et selskaps beta er det flere metoder dette kan gjøres på. Kaldestad & Møller (2011) legger spesielt vekt på to metoder for å finne betaverdien. Disse metodene er observasjon av sammenlignbare selskaper ved bruk av regresjonsanalyse og fundamental analyse.

Metode 1: Observasjon av sammenlignbare selskaper ved bruk av regresjonsanalyse

Den tradisjonelle metoden er å ta utgangspunkt i beta til komparative selskaper. Her vil riktignok problemet ligge i at selv om selskaper er helt identiske, vil betaverdien være forskjellige hvis gjeldsgraden for de komparative selskapene er forskjellige. For å korrigere for eventuelt ulike gjeldsgrader, må sammenligningen gå gjennom tre trinn. Først må man identifisere egenkapitalbetaen til selskapene som er komparative, deretter må man konvertere den observerte egenkapitalbetaen over til forretningsbeta. Til slutt må man konvertere denne forretningsbetaen om til ny egenkapitalbeta, bare at denne gangen vil den være basert på gjeldsgraden til det valgte selskapet.

For å finne beta for børsnoterte selskaper, kan man finne disse gjennom å gå inn på diverse økonomitidsskrifter. Her vil det være en stor ulempe at man ikke vet hvilken indeks regresjonsanalysen er kjørt mot, eller hvilken tidsperiode som den er hentet fra. Dette kan være oppgitt, men likevel er det ikke helt sikkert at de er estimert på en optimal måte (Kaldestad & Møller, 2011). Til tross for disse svakhetene er det enkelte av leverandørene som leverer finansiell data, som også lar brukerne velge blant annet egen tidsperiode og sammenligningsindeks, som igjen vil gjøre tallene mer kvantifiserbare.

Metode 2: Fundamental analyse

Selv om det virker til at avansert matematikk ligger i bunn for å finne betaverdier, er den ofte estimert gjennom å se på tilfeldige korrelasjoner. Her vil det være en forutsetning at data som har korrelert historisk, også vil gjøre dette i fremtiden. Det er viktig å presisere at selv om to variabler varierer sammen over en gitt periode, betyr ikke dette at det er noen sammenheng i

virkeligheten (Kaldestad & Møller, 2011). Her presiserer også Kaldestad & Møller (2011) for at den nevnte samvariasjonen ikke må forveksles med kausalitet, siden korrelasjoner kan være bygget opp på tilfeldighet.

De betaverdiene man får oppgitt gjennom forskjellige økonomitidsskrifter, bør som tidligere nevnt ikke brukes blindt. En mulighet man har til å vurdere om betaen er rimelig, er å eliminere effekten knyttet til finansiering. På denne måten vil man kun sitte igjen med mål på den underliggende forretningsrisikoen og se om denne vurderingen virker rimelig sett opp mot totalnivået på børsen (Kaldestad & Møller, 2011).

En måte å gi betaverdien mer korrekt verdi er å foreta en justering av den endelige betaen, etter å ha funnet denne gjennom observasjoner. En metode for å gjøre dette illustreres av Boye & Koekebakker (2006) hvor man kan justere den betaverdien man har funnet gjennom formelen:

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

For å finne betaverdien til AMSC er det lett å gå inn på et hvilket som helst økonomitidsskrift, og lese av den betaverdien de har funnet. Vi har sett på Reuters og Infront sine tall for AMSC og funnet forskjellige betaverdier. Reuters informerer om en beta på -0,45 (Reuters, 2018), mens Infront rapporterer en betaverdi på 0,62 (Infront, 2018). Disse sidene viser derimot ikke noe informasjon om hvilken indeks som er valgt eller for hvilken tidsperiode det gjelder. Dette vises også gjennom en så stor variasjon, fra negativ beta til positiv beta. Ved å ha stor variasjon vil det være vanskelig å betrakte betaverdiene som troverdige uten videre informasjon om indeks eller valg av tidsperiode. Videre i dette avsnittet vil vi foreta vår egen utregning av beta, der noen av metodene over vil være komponenter som brukes, samt at Boye & Koekebakker (2006) vil bli sentral. Videre vil det derfor bli regnet ut både regresjonsanalyse beta og industrispesifikk beta.

Regresjonsanalyse beta

Betaverdien kan beregnes gjennom å bruke en regresjonsanalyse som har månedlig avkastningstall for både aksjen og markedsporteføljen over et antall år tilbake i tid. I forrige avsnitt fant vi ut at AMSC sin beta varierte mellom -0,45 til 0,62 ved å se på Reuters og

Infront, men denne kan være noe upresis med tanke på manglende informasjon om tidsperiode og indeks. For å få en mest mulig korrekt betaverdi vil vi sammenligne aksjekursen til AMSC i et månedlig intervall de siste fem årene. Disse utregningene trenger minst 50-60 observasjoner for å være tilfredsstillende (Boye & Koekebakker, 2006). Denne oppgaven vil derfor ta aksjekursene til AMSC fra 27.03.2013 til 29.12.17, for å få analysen til å gi tilfredsstillende resultater og bestå av totalt 57 observasjoner. Selve regresjonslikningen skrives på følgende måte (Damodaran, 2012):

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

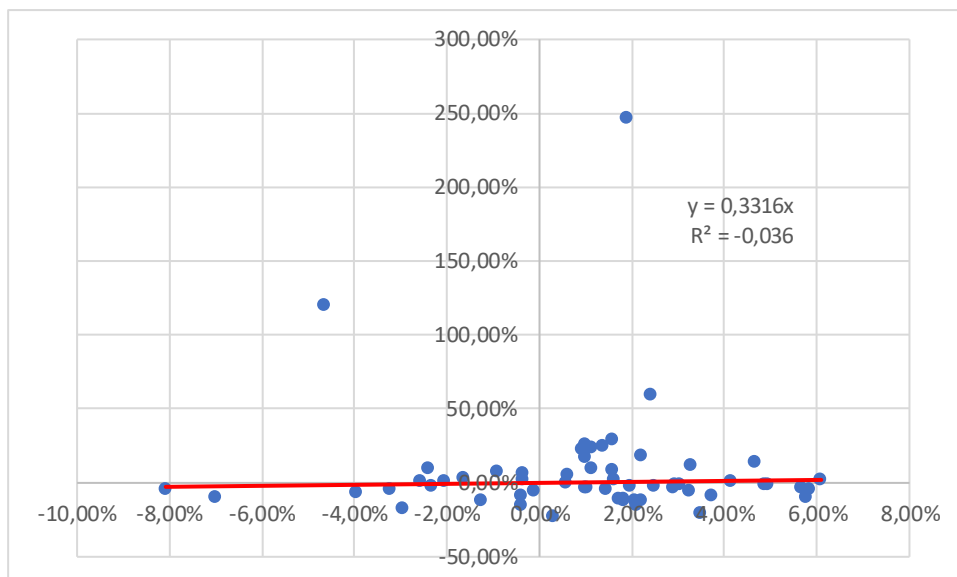
R_j = selskapets aksjeavkastning

a = Skjæringspunkt i regresjonen

β = Helning i regresjonslinjen

R_m = Markedsporteføljens avkastning

Helningen/stigningen på linjen i regresjonsanalysen er det som er selskapets beta, og dette måler aksjens systematiske risiko. Ved valg av markedsportefølje er det flere alternativer man kan velge blant. En av disse er *Morgan Stanley Capital International (MSCI) World Index*. Dette er en indeks som er verdivektet og diversifisert, som de fleste aksjemarkedene i verden er inkludert i, og kunne være aktuelt mot et globalt diversifisert selskap som AMSC. Et annet alternativ er Oslo Børs og OSEBX, som er høyt vektet sett opp mot oljeindustrien som alle selskapene i denne oppgaven er en del av. Vi velger derfor Oslo Børs og OSEBX, siden både AMSC og de tre komparative selskapene er listet på Oslo Børs og alle er i tilknytning oljebransjen. AMSC har i tillegg både AKER Capital og DnB NOR Market som innehar størst eierandel i selskapet og dette vil være et annet argument som styrker vår beslutning om å benytte Oslo Børs som indeks.



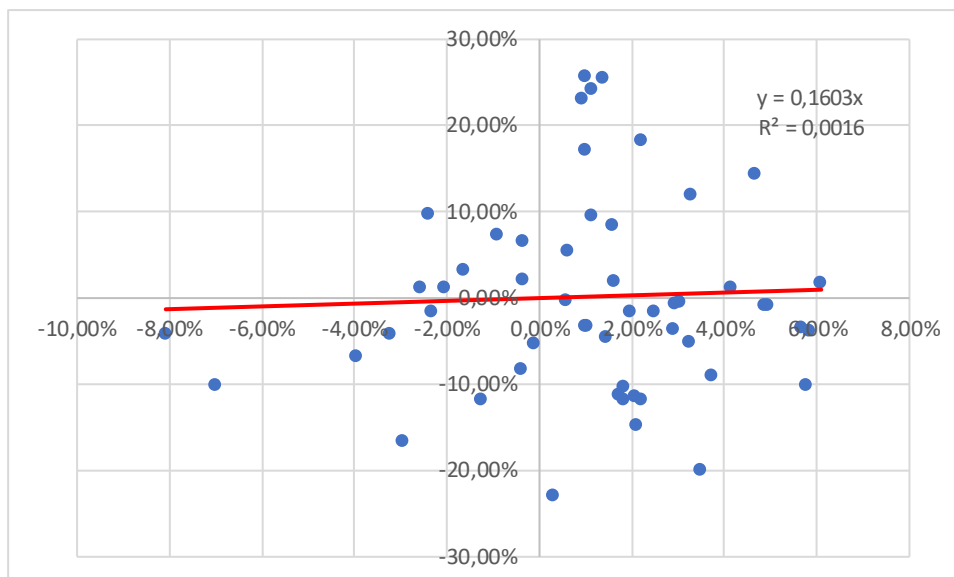
Figur 7-3: regresjonsbeta AMSC – månedlig avkastning

Ved å ta markedsverdien til AMSC fra datoen de ble notert på Oslo Børs, vil dette gi noen unormale forhold mellom markedet og AMSC sin aksje isolert. Markedet forholder seg normalt med små svingninger, samtidig som AMSC sin aksje får et stort løft de første månedene. I vår analyseperiode starter denne aksjen med en lav verdi, i vårt tilfelle på NOK 3,10 per aksje. De neste månedene øker denne med flere hundre prosent, som er en økning langt over OSEBX i samme periode. Disse unormale prosentvise økningene, og også en periode med nedgang, ser man i figur 7-3, og skiller seg ut med langt høyere verdier enn for resten av perioden. Grunnet disse variablene ender vi også opp med en negativ R^2 . Dette gir oss en betaverdi på 0,3316. Som tidligere nevnt kan man justere den endelige regresjonsbetaen og gjøre denne mer korrekt. Vi velger også å justere vår beta og får:

$$\beta_{justert} = 0,3316 * \frac{2}{3} + \frac{1}{3}$$

$$\beta_{justert} = 0,55$$

Den endelige betaen vil da ligge på 0,55, men være noe upresis grunnet de unormale stigningene og nedgangene i AMSC sin aksjeverdi sett opp mot markedet. Nedenfor har vi derfor valgt å også utføre en regresjonsanalyse der vi ekskluderer de første observasjonene i vår analyseperiode, og kun bruker observasjoner fra 31.07.2103 og frem til 29.12.2017.



Figur 7-4: regresjonsbeta AMSC - månedlig avkastning ekskludert økning første månedene

I figur 7-4 ser vi at observasjonene i betaregresjonen er langt mer samlet når vi velger å ekskludere for de første månedene. Selv om selve betaverdien blir lavere med en verdi på 0,1603, ender vi med en positiv R^2 og verdier uten store variasjoner som funnet i figur 7-3. Som man ser av figur 7-4 ender vi med en betaverdi på 0,1603, men også her ønsker vi å få en så korrekt betaverdi som mulig og justerer funnene gjort i denne regresjonsanalysen. Dette gir oss en justert betaverdi på 0,44.

Industrispesifikk beta

Fra regresjonsanalysen av beta for AMSC ga denne en del resultater som ikke var helt tilfredsstillende. Det store problemet ligger i deres store økning det første observasjonsåret, der deres aksjekurs startet på et meget lavt nivå, før den steg kraftig opp og etter det ble relativt stabil. Oslo Børs sin hovedindeks var langt unna av å ha de samme svingningene som AMSC de første årene, som gir et litt skjevt bilde når disse to skal settes opp mot hverandre i en regresjonsanalyse. Selv etter å ha ekskludert disse observasjonene, virker det ikke helt som AMSC varierer i takt med markedet og gir selskapet lave betaverdier i begge tilfeller. Ettersom disse regresjonsanalysen kan sees på med kritiske øyne, velger vi i tillegg å foreta en analyse av industrispesifikk beta.

For å kunne sammenligne de komparative selskapene må disse selskapene stå ovenfor samme type risiko som AMSC og på denne måten ha tilsvarende betaverdier. Dette gjør de ettersom

alle selskapene er innenfor samme bransje, og vi kan justere i forhold til gjeldsgrad. Koller, Goedhart & Wessels (2015) begrunner at en beta på gjeld tilnærmet lik 0 kan anvendes i slike utregninger, ettersom gjeldskrav vil være første prioritert og dermed gi en beta som vil være veldig lav. Vi velger også å sette denne lik null, og vil få en formel for den justerte gjeldsgraden som vist under (Koller et al., 2015):

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

β_e = Egenkapitalbeta

β_u = Forretningsbeta

D = Gjeld

E = Egenkapital

Det vi har gjort er å finne regresjonsbetaen for de tre komparative selskapene Avance Gas, BW LPG og Höegh LNG, som vist i vedlegg 10. Siden vi valgte å justere for regresjonsbetaen for AMSC, er regresjonsbetaen for disse selskapene også justert. Det neste vi har gjort er å finne markedsverdien for både gjeld og egenkapital for hvert av selskapene. Gjelden ble funnet gjennom å se på de omgrupperte balansene, mens markedsverdien for egenkapitalen er funnet ved å se på hvert av selskapene sin aksjeverdi siste børsdag i 2017 og multiplisere disse med antall utestående aksjer i årsrapporten for 2017. Dette gir grunnlag for å finne gjeldsgraden for hvert av selskapene. For å finne forretningsbeta, følges formelen gitt under (Kaldestad & Møller, 2011):

$$\beta_U = \beta_E * \frac{E}{E+D}$$

Ved å finne forretningsbeta for alle de fire selskapene, kan vi ta et snitt av betaverdiene til de komparative selskapene og multipliserer snittet med gjeldsgraden for AMSC og på denne måten ende opp med egenkapitalbetaen for vårt selskap.

	AMCS	Avance Gas	BW LPG	Höegh LNG	Snitt
Regresjonsbeta	0,55	1,25	1,66	0,70	
Børsverdi (29.12.17)	23,90	23,40	38,64	43,50	
Antall aksjer utstedt	60 616 505	64 527 972	141 938 998	77 244 746	
Markedsverdi egenkapital	1 448 734 469	1 509 954 545	5 484 522 883	3 360 146 451	
Markedsverdi gjeld	4 715 413 500	3 549 802 995	9 341 294 040	7 803 266 790	
Gjeldsgrad (G/E)	3,25	2,35	1,70	2,32	
Forretningsbeta	0,13	0,37	0,61	0,21	0,40
Egenkapitalbeta	1,30				

Tabell 7-1: Egenkapitalbeta gjennom industrispesifikk beta

Tidligere har vi funnet en betaverdi gjennom regresjonsanalyse på 0,55, noe som kunne være litt upresist med tanke på AMSC sin kraftige økning over noen få måneder. Dette kan bli sett på som unormalt sett opp mot et marked som lå stabilt. I tillegg har vi beregnet beta ved å ekskludere de første månedene sine resultater, men også her mener vi at betaverdien er noe lav da den ender på en justert betaverdi på 0,44. Etter våre beregninger i tabell 7-1, finner vi at AMSC sin egenkapitalbeta er 1,30. Dette er en langt høyere verdi enn funnet ved regresjonsanalysene, men som vi anser som et mer treffende anslag for vårt selskap med tanke på bransjen de er en del av og finansieringsstrukturen for vårt selskap. Vi velger derfor å benytte oss av betaverdi på 1,30 og ikke benytte resultatet fra regresjonsanalysen.

7.1.4 Markedsrisikopremie

Markedets risikopremie (mrp) kan defineres som meravkastningen investorer i aksjemarkedet kan forvente å få sammenlignet med den risikofrie renten (Kaldestad & Møller, 2011).

Ettersom vi valgte å benytte amerikanske statsobligasjoner i funnene av den risikofrie renten, vil det være naturlig å benytte markedsrisikopremier fra samme land. Under argumentasjonen av indeks under utarbeidelsen av beta ble det sterkt vektlagt at eierinteressen i hovedsak var fra norske eiere, med AKER Capital og DnB NOR Market som de to største og ledende. Dette velger vi også å vektlegge høyest her, og det neste kapittelet vil derfor omhandle det norske markedet. For å finne markedets risikopremie er det tre ulike metoder som kan bli brukt og gjennom dette finne et godt estimat (Damodaran, 2012).

Metode 1: Historisk risikopremie

Den første metoden er historisk risikopremie, en metode som sammenligner avkastningen på en markedsindeks sett over tid med avkastningen på statsobligasjoner. Dette er en generelt akseptert metode som er mest brukt i praksis, og er ofte brukt i mangel av indikatorer som pålitelig kan si oss hva den fremtidige premien vil være. Ved å sette krav til investeringsprosjekter i fremtiden, er det normalt å tenke at investorer ønsker å se tilbake på historiske tall for å se hvor stor avkastning man historisk har realisert. Dette er som sagt en av de mest praktisk anvendte metodene, men gir likevel utfordringer om de historiske tallene er representative for fremtiden eller ikke (Kaldestad & Møller, 2011).

Ved å bruke historisk data kan man estimere en markedspremie for Norge og andre land i verden. Dette har blant annet Dimson, Marsh & Staunton (2011) gjort ved å ta historiske data i perioden mellom 1900-2010 og brukt disse for å finne historisk risikopremie for Norge og en rekke andre land. I denne avhandlingen kan man se at de benytter både geometrisk- og aritmetisk snitt i utregningen av markedspremie i Norge. Geometrisk snitt vil alltid være lavere enn aritmetisk snitt. Videre kan man si at diskonteringsrenten for langsiktige kontantstrømmer alltid bør være basert på geometrisk gjennomsnittlig aksjeavkastning, siden dette gir best uttrykk for langsiktige avkastninger (Dahl et al., 1997). I avhandlingen til Dimson et al. (2011) er den norske markedspremien estimert til å være 2,5 % med geometrisk snitt og 5,5 % med aritmetisk snitt (Dimson et al., 2011, s.19).

Metode 2: Estimere en implisitt markedspremie basert på nåværende børskurs

Dette er en metode som ikke tar utgangspunkt i historiske tall, men fokuserer heller på om markedet man er en del av er korrekt priset. Ved å bruke en vekstmodell, og regne seg bakover i tid, kan man finne markedspremien (Kaldestad & Møller, 2011). Ved for eksempel å velge Gordons vekst-formell, hvor CAPM brukes som mål på avkastningskravet, vil man kunne regne seg baklengs med hensyn på dette avkastningskravet og kunne estimere hvilken risikopremie som kreves for å forsvare børsnivået vi har i dag (Kaldestad & Møller, 2011).

$$Verdi = \frac{\text{Kontantstrøm}}{\text{Avkastningskrav} - \text{Vekstfaktor}} = \frac{\text{Utbytte}}{(R_f + \beta_E * mrp) - \text{Vekstfaktor}}$$

$$814,45 = \frac{814,45 * 4 \%}{(1,64 \% + 1 * mrp) - 2,9 \%}$$

$$Mrp = 5,26 \%$$

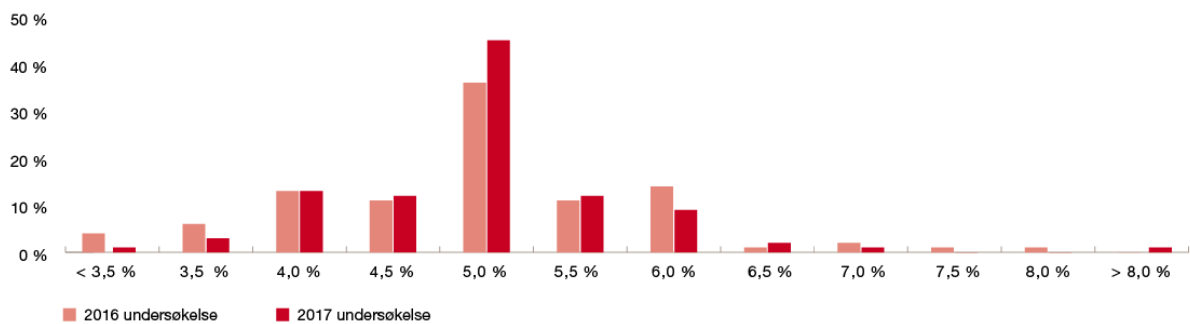
Ved en slik utregning kan det være fornuftig å begrunne og forklare hvilke tall som blir brukt. Ved å se på OSEBX sin hovedindeks finner vi at indeksverdien ved årsslutt 2017 (29.12.17) lå på 814,45. Denne verdien brukes også i telleren multiplisert med utbyttegraden fra OSEBX på 4 %. I nedre ledd kan vi bruke kapitalverdimodellen som en del av ligningen. Ved valg av risikofri rente ble det tidligere i dette kapitlet valgt å benytte 10-årige amerikanske statsobligasjoner. Ettersom dette er en markedsrisikopremie basert på det norske markedet, vil det være mest hensiktsmessig å benytte den norske risikofrie renten. Vi velger å benytte 10-årige norske statsobligasjoner, som er på 1,64 %. Ettersom vi analyserer prisingen av hele markedet, vil markedsbetaen ligge på 1 (Kaldestad & Møller, 2011). Vekstfaktoren skal trekkes fra kapitalverdimodellen, og ved å finne denne faktoren har vi valgt å se på historiske resultater funnet gjennom analyser mellom 1865 til 2010, og satt den til å være 2,9 % (SSB, 2012). Gjennom disse tallene har vi regnet ut en markedsrisikopremie på 5,26 %.

Denne metoden blir antatt å være minst pålitelig av modellene brukt i dette avsnittet. Mye av dette skyldes at forventningene til fremtiden vil kunne endre seg raskt, noe som gir oss en relativt volatil risikopremie. Dette gir en metode som både er sensitiv og usikker, hvor de minste endringer ved inntjeningsestimater vil gi store utslag på den estimerte risikopremien (Kaldestad & Møller, 2011). Usikre forutsetninger som må gjøres underveis i utregningen av premien er også et argument som taler for at vi ikke legger denne metoden til grunn i vårt valg av markedsrisikopremien.

Metode 3: Spørreundersøkelse blant investorer og akademikere

Hvert år publiseres det spørreundersøkelse som investorer og akademikere blir bedt om å besvare, slik at de kan gi sitt syn på hva de tror avkastningen i aksjemarkedet vil bli fremover. Dette kan gi gode estimater på markedsforventningene fremover, men da kreves det at alle deltakerne er representative for markedet. Vi velger å se på PwC, som ofte utfører innsamling av data, og har gjort dette de siste 7 årene (PwC, 2018). For å få så nøyaktige og representative tall som mulig, forklarer PwC at «Undersøkelsens respondenter er analytikere

og økonomer med erfaring fra det norske finans- og aksjemarkedet. Respondentene arbeider med investeringer, verdivurderinger og finansielle analyser samt at de gir råd til aktører i det norske markedet. Dermed kan deres formening om de ulike parameterne gi en indikasjon på markedets syn på sentrale finansielle størrelser i Norge» (PwC, 2018). Under er det illustrert hvordan deltakerne har svart på undersøkelsen fra PwC.



Figur 7-5: PwC markedsrisikopremie i det norske markedet. (PwC, 2018. Hentet fra: <https://www.pwc.no/no/publikasjoner/risikopremien-2017.html>)

Hovedfunnene fra spørreundersøkelsen viser at risikopremie i det norske markedet ligger på 5%, hvor deltakerne virker å være enda mer samstemte i år, kontra 2016, med en god prosentvis økning. PwC startet denne type undersøkelse tilbake i 2011, og siden den gang har det norske markedet sin risikopremie blitt estimert til å ligge stabilt på 5%.

Ved valg av ulike metoder, så blir prosentsetser på risikopremien i markedet ulike. Rent teoretisk burde man benyttet forskjellige markedspremier for hvert av årene oppgaven tar for seg, men PwC sin undersøkelse viser gjennom deres respondenter at den ikke har forandret seg for det norske markedet siden oppstarten. PwC legger ved en fast risikopremie på 5 %, noe vi også kommer til å legge til grunn videre i våre estimater.

Nå har vi alle komponentene som skal med for å finne CAPM og dette gir følgende beregning, som gir en egenkapitalkostnad på 8,91 %.

$$R_e = R_f + \beta_E * (R_m - R_f)$$

$$R_e = 2,41 \% + 1,30 * 5 \% = 8,91\%$$

7.2 Gjeldskostnad

Til nå har vi regnet ut AMSC sin egenkapitalkostnad, og nå skal vi gå over til å finne gjeldskostnaden til selskapet. Dette er isolert sett en kortere prosess, som kan gjøres gjennom ulike metoder.

For å finne gjeldskostnaden kan man både finne en markedsrente gjennom å se på markedet, eller å ta den faktiske gjeldsrenten fra selskapet. Skal man finne AMSC sin gjeldsrente er dette lett tilgjengelig i noteinformasjonen i selskapet sine årsrapporter, men her er det anbefalt å legge markedsrentene til grunn i beregningen av gjeldskostnaden (Kaldestad & Møller, 2011). Dette skyldes at det er urealistisk å tro at selskap som eventuelt har en positiv rentedifferanse sett opp mot markedsrenten vil klare å opprettholde dette over tid. Spesielle forhold ved gjelden og måten kostnader er definert på, er med på å gi denne liten verdi i praksis (Gjesdal & Johnsen, 1999).

Gjennom dette vil det bli lagt til grunn at vi i første omgang bruker markedsrenten, men det vil også bli vist hvordan man kan regne ut gjeldskostnaden fra årsrapportene sin noteinformasjon. For å finne selskapet sin gjeldskostnad vil vi innledningsvis benytte formelen gitt under (Kaldestad & Møller, 2011).

$$R_d = r_f + k_{rp}$$

R_d = Gjeldskostnaden til selskapet

R_f = Risikofri rente

K_{rp} = kredittrisikopremie

I denne formelen skal det også i teorien ligge en betarisiko på gjelden, som kan observeres i dårlige tider der man står i situasjoner hvor banker taper mer på alle sine utlån enn de gjør i gode tider. I praksis vil det være normalt å si at denne betarisikoen er tilnærmet lik null, og på denne måten anses som neglisjerbar (Dahl et al., 1997). Med dette som grunnlag velger vi også å sette betarisikoen lik null. Det vil heller ikke bli vektlagt å trekke fra for skatt i noen av komponentene i gjeldskostnaden, da disse trekkes fra senere i beregningen av total kapitalavkastningskravet.

Vi har nå satt alle komponenter som skal med for å beregne gjeldskostnaden som vi senere skal bruke i den endelige beregningen av WACC og disse vil nå videre bli forklart.

7.2.1 Risikofri rente

Tidligere har vi regnet ut CAPM der risikofri rente er en av komponentene som er funnet. Den risikofrie renten som ble funnet under beregningen av egenkapitalkostnaden, bygger på de samme rentene som ved en beregning av gjeldskostnaden. Kaldestad & Møller (2011) presiserer at det er viktig å ha konsistens mellom forutsetninger man legger vekt på ved valg av risikofri rente i egenkapitalens avkastningskrav og ved lånerenten. Dette er spesielt gjeldende når det kommer til tidshorisont eller løpetid, som vil si at den risikofrie renten for gjeldskostnaden bør være av samme lengde som valgt under kapitalverdimodellen. Her velger vi å bruke den amerikanske 10-årig statsobligasjonen med rente på 2,41 %, som gir grunnlag for å velge akkurat den samme renten under utregningen av gjeldskostnad. På grunnlag av dette velger vi å benytte 2,41 % risikofri rente også i utregningen av gjeldskostnaden.

7.2.2 Kredittrisikopremie

Kredittrisikopremien beskriver hva det forventede tapet på utlån er fra banken sin side. I kapittel 6.3.5 foretok vi en syntetisk rating, der vi klassifiserte AMSC som et firma i klasse B. I samme delkapittel fant vi ut at selskaper i denne klassen vil ha en kredittrisikofaktor tilsvarende 1. Denne kredittrisikofaktoren er med på å reflektere konkurrisikoen for selskapet (Gjesdal & Johnsen, 1999). Ved å finne denne kredittrisikofaktoren og bruke den allerede eksisterende risikofrie renten, har vi nok til å finne kredittrisikopremien for AMSC (Gjesdal & Johnsen, 1999).

$$\text{Kredittrisikopremie} = \text{Risikofri rente} * \text{Kredittrisikofaktor}$$

$$\text{Kredittrisikopremie} = 2,41 \% * 1 = 2,41 \%$$

Ved valg av både risikofri rente og kredittrisikofaktor er det flere tilnæringer som er aktuelle å bruke. Tidligere har vi nevnt at vi velger å ikke ta hensyn for skattesats, da denne blir trukket fra i den endelige utregningen av WACC. Videre kan man også ta et snitt av hvilken klasse AMSC tilhører i et historisk perspektiv og da også ta gjennomsnittet av kredittrisikofaktorene i de samme årene. Som vi ser i den syntetiske ratingen vil denne være jevnt over på klasse B utenom i 2013, som vil gi et utslag på den gjennomsnittlige risikoen

ved å være mye høyere i dette året. Det samme gjelder for risikofri rente, der man kan ta gjennomsnittlig rente over de siste 5 årene. Dette kunne man også gjort under beregningen av risikofri rente under kapitlet om avkastningen til egenkapitalen, men vi velger for begge beregninger å kun ta hensyn til tallene fra 2017.

Som vi ser gjennom beregningene vil kredittrisikopremien være tilsvarende den risikofrie renten ettersom risikofaktoren er 1. Skulle derimot selskapet hatt en annen rating enn B i den syntetiske ratingen, vil man med små endringer få en helt annen kredittrisikofaktor. Eksempelvis er ikke AMSC langt unna å være et CCC selskapet, som vil tilsvare å ha 3 som kredittrisikofaktor og med dette kunne få en mye høyere kredittrisikopremie.

Vi har nå funnet komponentene som skal brukes for å finne AMSC sin gjeldskostnad og gir dermed en gjeldskostnad lik:

$$R_d = R_f + \text{Kredittrisikopremie}$$
$$R_d = 2,41 \% + 2,41 \% = 4,82 \%$$

7.2.3 Alternativ metode for utregning av gjeldskostnad

Ovenfor er selskapets gjeldskostnad beregnet gjennom formelen fra Gjesdal & Johnsen (1999), men her fant vi ut at små endringer i AMSC sin syntetiske rating kunne gi store utslag. Vi nevnte innledningsvis i kapitlet om gjeldskostnad at det også finnes en alternativ metode gjennom å bruke tallene fra selskapets noteinformasjon, og det kan i tillegg være lurt å regne ut denne alternative metoden. Denne gjeldskostnaden finnes ved å ta netto rentekostnad dividert på netto rentebærende gjeld, som gitt i formel nedenfor.

$$\text{Gjeldskostnad} = \frac{\text{Netto rentekostnad}}{\text{Netto rentebærende gjeld}}$$

For å finne netto rentebærende gjeld for selskapet må man regne ut følgende:

$$\text{Rentebærende gjeld} = \text{Finansielle langsiktige forpliktelser} + \text{finansielle kortsiktige forpliktelser} - \text{Finansielle omløps- og anleggsmidler.}$$

Gjennom å se på AMSC sin siste årsrapport vil dette gi oss en gjeldskostnad på:

$$\text{Gjeldskostnad} = \frac{39970}{600067 + 28333 - 51948} = 6,93\%$$

Her ser vi at gjeldskostnaden i den alternative metoden er høyere enn beregningen som vektlegger risikofri rente og kredittrisikopremie. Ettersom beregningen i den alternative metoden benytter gjeldstall direkte fra den omgrupperte balansen og det omgrupperte regnskapet, samtidig som den andre metoden viser klare svakheter gjennom store utslag ved små endringer, ønsker vi videre å benytte disse tallene i vår utregning. Dette gir en gjeldskostnad tilsvarende 6,93 %, som skal benyttes videre i WACC.

7.2.4 Skatt

I formelen for å finne WACC, kan man se at man ikke tar hensyn for å justere for skatt i egenkapitalkravet. I leddet som omhandler gjeldskostnaden må vi derimot ta hensyn til at denne skal justeres for skatt. AMSC opererer i det amerikanske farvannet, som kan gjøre det utfordrende å finne hvilke skattesatser man skal bruke. Utfordringer i skattesatser kan oppstå grunnet forskjellige skattelovgivning på tvers av ulike land. Selv om AMSC har driften sin i det amerikanske markedet, er det et norsk firma og på det grunnlag vil vi velge å bruke norske skattesatser og ikke amerikanske. Som nevnt i utformingen av det omgrupperte regnskapet har også de norske skattesatsene forandret seg gjennom de siste årene. Fra å ligge på en selskapskatt på 27 % i 2015 har denne nå gått ned til 24 % for bedrifter i 2017, og videre til 23 % for året 2018 som vi skal gå inn i (Regjeringen, 2016). Vi benytter tall og informasjon som er knyttet til hendelser skjedd før 29.12.17, men ettersom skattesatsen for 2018 vil være offentlig tilgjengelig før denne datoen vil det være naturlig å benytte seg av denne. I beregningen av WACC vil vi derfor i denne oppgaven benytte oss av marginalsattesatsen i Norge på 23 %.

7.3 Andel egenkapital og gjeld

Ved å ha en estimert egenkapital- og gjeldskostnad, kan vi estimere totalkostnaden ved å vekte hver andel av finansieringsformene opp mot total finansiering. Her er det viktig at det er konsistens mellom vektene i betaberegningene og WACC (Kaldestad & Møller, 2011). Vi finner verdien på egenkapitalen ved å multiplisere antall utstedte aksjer med børskursen for selskapet. Her velger vi å se på børskursen den 29.12.17. På dette tidspunktet hadde AMSC

en aksjekurs på NOK 23,90 per aksje og antall utestående aksjer på 60 616 505, som gir en markedsverdi på NOK 1 448 734 469.

For å finne markedsverdien på gjelden velger vi å ta utgangspunkt i den omgrupperte balansen som tidligere er utført. Tallene vi har funnet i denne balansen er alle oppgitt i amerikanske dollar, som vi velger å omregne til NOK ved å bruke dollarkursen siste børsdag i 2017 og med dette bli mest mulig representativt mot verdien på egenkapitalen funnet samme dag. Dette gir oss en total gjeld på 576 452 000 dollar * kursen på 8,205 = 4 729 788 660.

Ved å finne egenkapitalen og gjelden for selskapet, kan vi nå vekte disse finansieringsformene opp mot total kapital ved å benytte formlene gitt under (Kaldestad & Møller, 2011). Dette gir oss en vektet egenkapital- og gjeldsandel som gitt i tabell 7-2.

$$\text{Egenkapitalandel} = \frac{E}{E + D} \quad , \quad \text{Gjeldsandel} = \frac{D}{E + D}$$

Egenkapital	Gjeld
1 448 734 469	4 729 788 660
23,45 %	76,55 %

Tabell: 7-2: Vekting av egenkapital og gjeld

Avslutningsvis i dette delkapitlet må vi nok en gang presisere at det vil oppstå sirkularitet. Dette vil skje gjennom vårt valg av metode for å vekte egenkapital og gjeld. Dette skyldes at vi ved å finne egenkapitalandelen benytter markedsverdien som utgangspunkt og gjennom denne markedsverdien setter en verdi på egenkapitalen. Dette igjen vil påvirke våre beregninger av avkastningskravet. Med andre ord må vi ha kjennskap til markedsverdien av selskapet sin egenkapital, for å kunne finne egenkapitalen til selskapet.

7.4 Beregning WACC

Nå har vi funnet alle komponenter som skal være med for å finne selskapet sin WACC. Tidligere i kapitlet ble denne formelen introdusert og vil bli anvendt i utregningen. Selskapet sin fordeling mellom egenkapital og gjeld vil være avgjørende for anvendelsen av denne

formelen, og den er prosentvis illustrert i tabell 7-2. Med dette som grunnlag vil det gi oss følgende:

$$WACC = R_e \frac{E}{E + D} + R_d (1 - t) \frac{D}{E + D}$$

$$WACC = 8,91 \% * 23,45 \% + 6,93 \% * (1 - 0,23) * 76,55 \% = 6,17 \%$$

Avkastningskravet vil være på 6,17 %, som vi anser som å være innenfor normen når det kommer til avkastningskrav i bransjen vi opererer i. Videre vil WACC bli brukt i verdsettelsen av AMSC, blant annet gjennom neddiskontering av fremtidige kontantstrømmer og som en del når vi skal finne terminalverdien for selskapet ved slutten av prognoseperioden.

8. Prognostisering av kontantstrøm

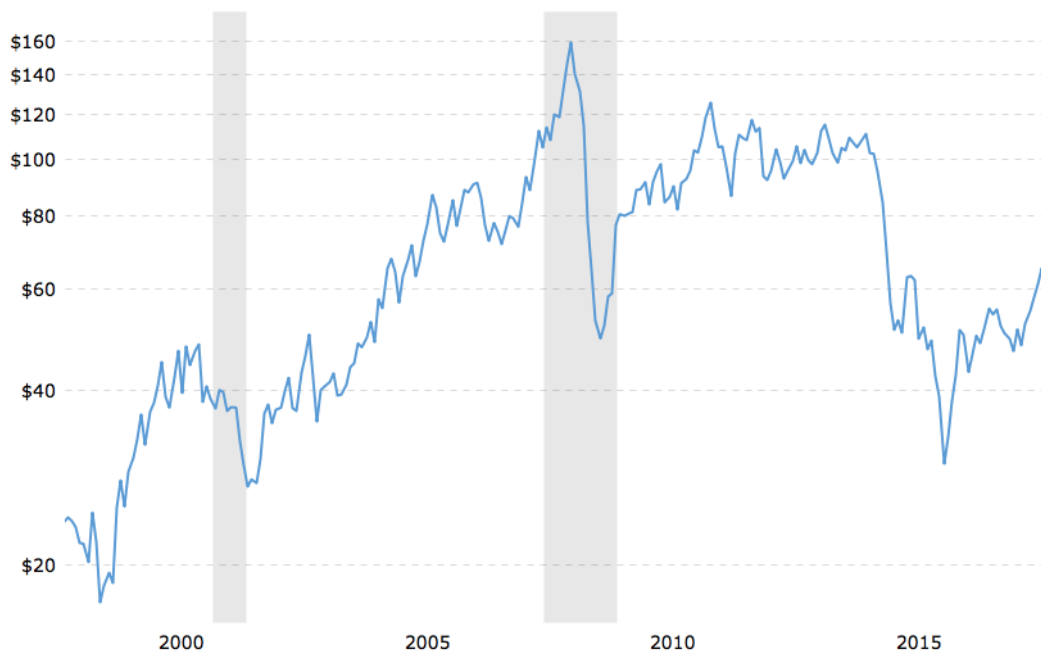
Tidligere har vi både utført en strategisk analyse og en regnskapsanalyse, som begge vil danne grunnlaget for budsjettering av AMSC sine fremtidige kontantstrømmer. Når vi nå skal ta et valg om eksplisitt periode med prognoser vil dette valget avhenge av forhold internt i bedriften og hvilken type bransje man befinner seg i. Kaldestad & Møller (2011) påpeker at antall år for den eksplisitte prognoseperioden kan variere fra selskap til selskap. For noen kan to år være treffende, mens for andre må man velge opp til ti år. Det som er avgjørende for dette valget er at den eksplisitte perioden skal dekke perioden frem til selskapet er i en *steady state*. Dette betyr at selskapet på et tidspunkt ikke klarer å oppnå meravkastning på framtidige ekspansjonsinvesteringer (Kaldestad & Møller, 2011). Framtidige investeringer vil ha en nettoverdi på null, og skal utelates fra modellen. For AMSC sin del kunne dette vært nye fartøy eller kontorer.

Prognoseperioden kan som nevnt variere i tid ut fra ulike faktorer. Det viktigste er å forutsette at selskapet befinner seg i *steady state*, og gjennom dette vil fortsette mot evigheten ved prognoseperioden sin slutt. Ved å befinne seg i denne perioden vil vi kunne estimere terminalverdien. I senere analyser og budsjetteringer vil også oljeprisen være en viktig faktor i de framtidige estimatene.

Tidligere har vi funnet at selskapets driftsinntekter har en relativt flat utvikling etter tiden AMSC hadde sine siste investeringer i 2011, og velger å legge til grunn en prognoseperiode på 5 år. Dette er innenfor tidsaspektet Kaldestad & Møller (2011) presiserer kan være et gunstig tidsintervall.

8.1 Analyser og budsjettering

I den strategiske analysen la vi til grunn at oljeprisen vil være av stor betydning for selskaper innenfor shipping, og i stor grad være den underliggende komponenten som i størst grad vil påvirke resultatene. Av illustrasjonsbildet i figur 8-1 ser man oljeprisen de siste 20 årene, hvor hver betydelige nedgang i oljeprisen har med en historisk krise å gjøre.



Figur 8-1: Utvikling i oljepris de siste 20 årene. (Macrotrends, 2018, <http://www.macrotrends.net/1369/crude-oil-price-history-chart>)

Her kan man se at de store fallene i oljeprisen kommer under Asiakrisen i 1997, Dot.com-krisen med størst fall i 2001 og finanskrisen med start i 2007. Alle disse krisene har et fellestrekk med at man hadde fall i BNP og at balanseforholdet mellom tilbud og etterspørsel etter olje var forstyrret. I slutten av 2014 og starten av 2015 ser man at oljeprisen på ny fikk en nedgang med laveste verdi i 2016, men at den de siste årene virker å være på vei opp igjen. Vårt videre arbeid vil derfor forutsette at oljeprisen vil fortsette å være stabil, med noe stigning slik som beskrevet i nasjonalbudsjettet 2017 (Det Kongelige Finansdepartementet, 2017, s.6). Det er ingen indikasjoner på at oljeprisen skal oppleve fall i nær fremtid, og vi tar derfor ikke høyde for noen fremtidige kriser som påvirker beregningen nå som vi skal estimere fremtidsprognoser.

8.1.1 Generelle forutsetninger

Informasjon knyttet til innholdet i kontraktene mellom AMSC og OSG er ikke offentliggjort. Derfor vet vi ikke hvor stor del av driftsinntektene som kommer fra faste leiebeløp og hvor mye som kommer fra profitten OSG generer gjennom bruken av disse fartøyene. For å forenkle denne tilnærmingen til inntekt, har vi samlet begge inntektsdriverne under driftsinntekter. Postene som skal prognostiseres vil være en beregnet proSENTSATS av

driftsinntektene. Det betyr at kostnadene er inflasjonsjustert med tanke på justeringen som blir gjort i omsetningen.

For AMSC vil den langsiktige veksten bli styrt av veksten i deres egen omsetning, hvor denne på lang sikt ikke kan være større enn den forventede veksten i den samlede økonomien i verden. I følge *International Monetary Fund (IMF)* vil den økonomiske veksten i verden være på 3,7 % i 2017, før den øker til 3,9 % i 2018 og 2019 (International Monetary Fund, 2018). Gjennom dette kan man anta at den økonomiske veksten i verden vil ligge stabil eller eventuelt øke noe i de kommende årene, og AMSC sin langsiktige omsetningsvekst vil uansett ikke kunne være større enn funnene gjort av IMF.

AMSC sin kunderelasjon med OSG bygger på langsiktige kontrakter med opsjon for videre leasing, som nevnt i presentasjonen av selskapet og bransjen. Disse inngåtte kontraktene med OSG, som er illustrert i figur 2-1, skaper en jevn og stabil inntjening for AMSC.

Utnyttelsesgraden av hele deres flåte ligger på 100 %, da alle deres fartøy er utleid til OSG og er kontraktsbundet. Et av deres fartøy har kontrakt ut 2025, mens de resterende ni er på utgående kontrakter i 2019. Dette vil sikre AMSC driftsinntekter i de neste to årene, men som nevnt i den strategiske analysen er det mye som taler for at OSG vil benytte seg av opsjonen på forlengelse. Videre vil det bli tatt forutsetninger om at disse kontraktene vil være relativt likt utformet og være med på å gjøre AMSC rustet for å dekke alle sine kostnader. Dette vil gjelde både for de to neste årene som man er i inngående kontrakter, men også for tiden senere da vi antar opsjonen vil bli benyttet. Grunnen til at vi antar at kontrakter vil bli likt utformet er at selskapene i stor grad er avhengige av hverandre. Med dette mener vi at AMSC ikke kan prise seg for høyt, da de er avhengige av OSG som kunde, samtidig som OSG er avhengig av fartøyene AMSC har til rådighet. Alle disse forutsetningene vil bli brukt videre i våre utarbeidelser av prognosene for AMSC.

8.2 Historiske driftsinntekter:

Driftsinntektene til AMSC i analyseperioden er jevne. Fra regnskapsanalysen ser vi at driftsinntektene i perioden 2013-2017 gjennomsnittlig har økt med 0,13 %, hvor da den totale økningen er på 0,51 %. Som tidligere nevnt i den strategiske analysen har markedet for olje vært varierende og selskapets tunge investeringsperiode i perioden 2007-2011 har vært viktige momenter. På tross av dette har AMSC klart å opprettholde driftsinntekter på et stabilt

nivå i analyseperioden. Ingen av årene i analyseperioden gir positive eller negative ekstremverdier, som vil gjøre at våre fremtidige prognoser baserer seg på alle årene i analyseperioden. Med tanke på selskapets investeringsperiode fra 2007-2011 er det nå grunn til å si at selskapet har gått fra en vekstfase og inn i en modningsfase.

8.2.1 Prognostisering av driftsinntekter

Ettersom vi tar utgangspunkt i at kunderelasjonen til AMSC overfor OSG vil fortsette med de samme kontraktsforutsetningene er det derfor grunn til å legge en svak vekst til grunn.

Ettersom OSG transporterer olje og av den årsak skulle vært et oljesensitivt selskap, ser vi av figur 4-4 i den strategiske analysen at oljeprisen, sett bort fra nedgangen på 90-tallet og starten av 2000-tallet, at den de siste årene var på sitt laveste i 2016. Det er også dette året AMSC leverer best omsetningsmessig. Av den grunn er det vanskelig å se en direkte årsak mellom oljepris og AMSC sin omsetning. Videre viser figuren og nasjonalbudsjettet 2017 at oljeprisen er på vei oppover, noe vi har vanskelig for å tro skal slå negativt ut for OSG og videre inn på inntektene til AMSC.

	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
Prognostisert driftsinntekt	88 064	88 329	88 682	89 037	89 482

Tabell 8-1: Prognostisert vekst i driftsinntekter

Tabell 8-1 viser at vi har lagt til grunn en stigning hvert år. De to første årene stiger driftsinntektene med 0,3 %, de neste to årene med 0,4 % og siste år med 0,5 %. Som tidligere nevnt kan ikke et selskap i lengden oppleve en stigning høyere enn den globale veksten i verden. En slik vekst for AMSC på kort sikt mener vi er uoverkommelig med tanke på historisk informasjon, regnskapsanalysen og den strategiske analysen. AMSC har ti fartøy som er alle er utleid til OSG, dette innebærer at de har full utnyttelsesgrad når det gjelder utleie og dermed maksimert sine leieinntekter. Vi antar her at AMSC og OSG har kommet frem til en leiepris som er konkurransedyktig i markedet, selv om dette kan være noe vanskelig med tanke på at AMSC er eneste leasingoperatør i U.S Jones Act. Videre kommer det frem at AMCS har krav på ca. 50 % av overskuddet OSG får inn ved bruk av de innleide skipene. Det er her vi tror AMSC kan øke sine årlige driftsinntekter gradvis, med bakgrunn i hva OSG generer av overskudd. Grunnen til at vi ikke har en høyere prognostisert vekst er deres nåværende avtale med OSG, som har vært gjeldene i perioden 2013-2017, hvor avtalen

har vært årsaken til selskapets stabile driftsinntekter. Ettersom vi legger til grunn samme kontraktforutsetninger etter 2019 er det mulig å estimere svake vekstprognoser, basert på perioden 2013-2017. Samme periode opplevde AMSC en total økning i driftsinntektene på 0,51 %, og en gjennomsnittlig økning på 0,13 %. Derfor er veksten satt til de gitte satsene som tidligere nevnt.

8.3 Historiske driftskostnader

AMSC har i analyseperioden tre poster som alle faller inn under driftskostnader. Kostnadene er lønn, andre personalkostnader og andre driftskostnader. Kostnadene vil bli presentert som en prosent av driftsinntektene og de videre kostnadsprognosene vil også bli presentert som en prosentsats, samt bygge på den strategiske analysen.

8.3.1 Lønnskostnader

For de fleste selskaper i shippingbransjen vil lønnskostnadene være størst knyttet mot mannskapet som opererer og jobber med og rundt fartøyene, samt at man har lønnskostnader knyttet mot administrasjon og ledelse. I AMSC sitt tilfelle har vi tidligere nevnt i den strategiske analysen at gjennom å være et leasingselskap, så vil det ikke være noen kostnader knyttet mot drift og bemanning av fartøyene sine. Denne kostnaden ligger hos OSG, og vil følgelig ikke inngå som en kostnadspost for AMSC.

	2013	2014	2015	2016	2017
Lønnskostnader	1 338 000	804 000	825 000	965 000	976 000
Vekst i prosent	-	-39,91 %	2,61 %	16,97 %	1,14 %
Prosent av omsetning	1,53 %	0,92 %	0,94 %	1,10 %	1,11 %

Tabell 8-2: Prosentvis vekst i lønnskostnader

Av tabell 8-2 kan man se at AMSC i 2013 hadde store lønnskostnader knyttet mot sin ledelse, sett opp mot de andre årene i analyseperioden. Her er det også verdt å bemerke at ledelsen kun besto av to ansatte mot tre ansatte i de siste årene etter 2015, slik at disse lønnpostene virker å ha kommet ned på et mer normalt nivå i årene som følger. Veksten i selskapet sine lønnskostnader varierer hvert år, hvor det virker å gå mot en normal prosentvis økning i siste regnskapsår. Norges Bank anslår at gjennomsnittlig årlig lønnsvekst i Norge vil ligge på en 2,5 % økning i 2017 (Wig, 2017). Gjennom å ta høyde for denne lønnsøkning ser man at vår lønnsvekst vil ligge på landsgjennomsnittet, og virker mer fornuftig enn tidligere års lønnsendringer.

Vi ser ikke for oss at lønnskostnader vil få noen unormale endringer i form av flere ansettelser eller kutt i eksisterende ledelse, men at det naturlig vil øke årlig i takt med inflasjonsveksten. Gjennom dette tar vi utgangspunkt i lønnskostnaden for 2017 og øker de fremtidige lønnskostnadene årlig med å multiplisere inn estimatene fra Norges Bank på 2,5 %. Ettersom AMSC innehar få lønnskostnader, uten noen form for kostnader knyttet til bemanning, vil selskapet sine prognostiserte lønnskostnader være langt lavere enn bransjen generelt.

Lønnskostnader	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
2,5 prosent årlig økning	1000	1025	1051	1077	1104

Tabell 8-3: Prognostiserte lønnskostnader

8.3.2 Andre personalkostnader

Personalkostnadene til AMSC består hovedsakelig av forsikringer for sine ansatte og sosiale avgifter til staten. Som tidligere nevnt har selskapet kun tre ansatte og følgelig vil denne posten være relativt liten.

	2013	2014	2015	2016	2017
Andre personalkostnader	134	255	131	166	164
Prosent av omsetning	0,15 %	0,29 %	0,15 %	0,19 %	0,19 %

Tabell 8-4: Personalkostnader i prosent av driftsinntekter

Som nevnt i den strategiske analysen er det lite sannsynlig at selskapet har behov for mer arbeidskraft i administrasjonen og av den grunn ser vi liten grunn til å øke denne posten med en annen verdi enn det driftsinntektene stiger med.

Prosent av omsetning	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
Andre personalkostnader	0,19 %	0,19 %	0,19 %	0,19 %	0,19 %

Tabell 8-5: Prognostiserte andre personalkostnader i prosent

8.3.3 Andre driftskostnader

Andre driftskostnader gjelder i hovedsak konsulentutgifter, salgs- og administrasjonskostnader. Av noteinformasjonen fra regnskapet ser vi at salgs- og administrasjonskostnadene er knyttet opp mot OSG. Kostnadene vil her naturlig variere, og mest sannsynlig øke i omfang, når tiden for å fornye kontraktene nærmer seg.

	2013	2014	2015	2016	2017
Andre driftskostnader	1643	2045	1943	1791	1828
Prosent av omsetning	1,88 %	2,33 %	2,21 %	2,03 %	2,08 %

Tabell 8-6: Andre driftskostnader i prosent av driftsinntekter

Vi registrerer at *andre driftskostnader* har begynt å stige fra 2016 til 2017 og vi antar videre at samme stigning vil skje frem til 2020 da kontraktsforhandlingene med OSG skal være ferdig. Mellom 2016 og 2017 har kostnadene steget med 2,1 % og vi legger denne kostnadsveksten til grunn frem til 2020 da vi antar at salgs- og administrasjonskostnader vil strekke seg inn i 2020 også. Når det gjelder 2021 og 2022 legger vi til grunn en tilsvarende reduksjon i kostnadene for å nærme oss normalnivå som vil ligge i overkant av to prosent. Normalnivå er en periode der det er lenge til kontraktsfornyelser, slik at salg- og administrasjonskostnader er redusert.

	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
Prosent av omsetning					
Andre driftskostnader	2,13 %	2,17 %	2,22 %	2,17 %	2,12 %

Tabell 8-7: Prognostiserte andre driftskostnader i prosent

8.3.4 Avskrivninger

Avskrivningene som AMSC har stått overfor i analyseperioden har ligget mellom 38 % og 39 % av omsetningen, der gjennomsnittet har vært 39 %. Med våre prognoser for jevne driftsinntekter fremover vil vi fortsette å estimere avskrivninger til 39 % av det omsetningen er.

	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
Avskrivninger	39 %	39 %	39 %	39 %	39 %

Tabell 8-8: Prognostiserte avskrivninger i prosent

8.4 Investering i netto driftseiendeler

Netto driftseiendeler er differansen mellom de driftsavhengige omløpsmidlene og den driftsavhengige kortsiktige gjelden. En negativ endring betyr at selskapet har frigjort mer kapital og en positiv endring betyr at man har bundet mer kapital. Under ser vi av tabell 8-9, hvor driftsavhengige omløpsmidler og driftsrelatert kortsiktig gjeld er hentet fra fremtidsbalansen (vedlegg 3), der endringen i arbeidskapital fremkommer.

	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
Driftsavhengige omløpsmidler	4 949	4 964	4 983	5 003	5 028
Driftsrelatert kortsiktig gjeld	12 382	12 419	12 469	12 519	12 581
Arbeidskapital	- 7 433	- 7 456	- 7 486	- 7 515	- 7 553
Endring i arbeidskapital	10 280	- 22	- 30	- 30	- 38

Tabell 8-9: Endring arbeidskapital

8.5 Estimert skattesats

Når vi nå har funnet EBIT og EBITDA, må det i en verddivurdering av et selskap trekkes fra en skattekostnad fra kontantstrømmene til drift. Innenfor våre beregninger av AMSC blir formålet å finne skatt på prognostisert EBITDA fratrukket avskrivningene og investeringene i arbeidskapitalen, som funnet ovenfor. Kaldestad & Møller (2011) argumenterer for at det gir liten mening å skattekorrigere endringene i arbeidskapitalen, men at dette ikke nødvendigvis trenger gi et galt resultat. Ettersom vi anser AMSC til å være innenfor en steady state-kontantstrøm, kan det gi et mer korrekt bilde å skattekorrigere for det hele. Her vil følgelig faren være at den betalbare skatten i den eksplisitte perioden ikke vil være helt korrekt. Innenfor verdsettelse finnes det to ulike skattesatser man kan benytte. Dette er enten en marginal skattesats eller en effektiv skattesats. Den marginale skattesatsen har vi tidligere funnet i beregningene av avkastningskravet i kapittel 7, der skattesatsen for 2017 ble satt til å være 23 %. Alternativt kan man finne den effektive skattesatsen gjennom å multiplisere den operasjonelle kontantstrømmen med en estimert skattesats (Damodaran, 2012)

Ved å bruke den effektive skattesatsen kan den variere mellom bransjer og over tid. Til tross for denne variasjonen vil den effektive skattesatsen for de aller fleste selskaper være av omtrent samme størrelse som den nominelle skattesatsen. Nedenfor er det illustrert det

Kaldestad & Møller (2016) ser på som en tommelfingerregel for effektiv skattesats med virksomhet i Norge.

Beskrivelse	Skattesats
Normal vekst og kapitalintensitet	23 %
Høy vekst, kapitalintensivt	20 - 22 %
Tjenesteytende, negativ vekst	25 - 28 %

Tabell 8-10: Effektiv skattesats i 2016 (Kaldestad & Møller, 2016).

Tabellen er skrevet med forutsetning om at den er gjeldende for selskaper i Norge som er underlagt en vanlig selskapsskatt på 25 %. Som vi vet fra tidligere har denne selskapsskatten endret seg fra 25 % i 2016 da denne tabellen ble laget og til 23 % som vi har i dag. Dette vil gi små utslag hvis man følger skattesatsen vi har nå, og vil gi små påvirkninger i alle skattesatsene i tabellen ovenfor. Ser man på Kaldestad & Møller (2011), tar denne utgangspunkt i en selskapsskatt på 28 % og gir følgende tommelfingerregel.

Beskrivelse	Skattesats
Normal vekst og kapitalintensitet	26 %
Høy vekst, kapitalintensivt	22-25 %
Tjenesteytende, negativ vekst	28-30 %

Tabell 8-11: Effektiv skattesats i 2011 (Kaldestad & Møller, 2011)

Vi velger å plassere AMSC i kategorien *normal vekst og kapitalintensitet* for tabell 8-10. Ettersom AMSC er innenfor denne kategorien og at den satte skattesatsen for 2018 er på 23 %, velger vi å legge til grunn denne skattesatsen for beregning av kontantstrømmen etter skatt.

Dette gir oss et endelig fremtidsregnskap som vist i tabell 8-12.

	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
Driftsinntekt	88 064	88 329	88 682	89 037	89 482
Lønnskostnad	1 000	1 025	1 051	1 077	1 104
Andre personalkostnader	165	166	167	169	170
Andre driftskostnader	1 872	1 917	1 965	1 932	1 900
Sum kostnader	3 037	3 108	3 183	3 178	3 175
EBITDA	85 027	85 220	85 498	85 859	86 307
Avskrivninger	34 345	34 448	34 586	34 724	34 898
EBIT	50 682	50 772	50 912	51 135	51 409
Skatt	11 657	11 678	11 710	11 761	11 824
Netto finanskostnad før skatt	31 612	31 707	31 834	31 961	32 121
Netto finanskostnad etter skatt	24 341	19 065	19 079	19 174	19 288
Årsresultat	14 684	20 030	20 124	20 200	20 297
Utbytte	11747	16024	16099	16160	16238
Tilbakeført Egenkapital	2 937	4 006	4 025	4 040	4 059

Tabell 8-12: Fremtidsregnskap AMSC

8.6 Fremtidige investeringer (CAPEX)

Vi har tidligere nevnt i den strategiske analysen at det ikke finnes offentlig tilgjengelig informasjon som tilsier at det er planlagt nye investeringer. Men i all den tid AMSC har sin styrke i at deres handelsflåte er moderne, vil det på sikt kreves investeringer i nybygg da flåten eldes. I shippingbransjen kreves det tunge investeringer når nye fartøy skal bygges, men dette kan være vanskelig å estimere ettersom det gjerne er store engangsinvesteringer som blir gjort. For at handelsflåten til AMSC skal opprettholdes på dagens nivå og fortsette å være ledende innen leasing av fartøy i U.S Jones Act-markedet har vi derfor valgt følgende investeringstall til grunn. Tall fra tabell 8-13 er hentet fra fremtidsbalansen og fremtidsregnskapet.

	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
Driftsavhengige anleggsmidler	867 257	869 859	873 338	876 831	881 216
Avskrivninger	34 345	34 448	34 586	34 724	34 898
Driftsavhengige anleggsmidler året før	792 650	867 257	869 859	873 338	876 831
investeringsutgift (CAPEX)	108 952	37 050	38 065	38 218	39 282

Tabell 8-13 Fremtidige investeringer

Ved å stadig investere mer i sine driftsrelaterte anleggsmidler enn det de årlig avskrives, vil AMSC på sikt opprettholde kvaliteten på handelsflåten. Over en lengre tidsperiode ville det vært unaturlig å ikke gjennomføre investeringer knyttet opp mot AMSC sine fartøy, da det er

disse som er hovedelementet i selskapets forretningsmodell. Samtidig skal det nevnes at dersom det er snakk om investeringer i nybygg ville summen på investeringen antagelig vært mye større, men da i en mer begrenset periode. Vi finner det vanskelig å ta hensyn til dette, da all offentlig informasjon om selskapet ikke gir noen indikasjon på slike store fremtidige investeringer.

8.7 Utbytte

For å kunne estimere fremtidige utbyttebetalinger har vi valgt å se på historisk informasjon fra både AMSC og de komparative selskapene. Fra regnskapsanalysen ser vi at AMSC leverte positive resultater i alle år i perioden 2013-2017. Det som derimot varierer mer er hvor stor andel utbytte som blir utbetalt. Utbytte varierer fra null til nesten det firedoble av resultatet. Perioden sett under ett, gir AMSC et gjennomsnittlig utbetalt utbytte på 148 % av resultatet.

Over tid vil en slik størrelse på utbetalt utbytte ikke være bærekraftig. Som nevnt tidligere i kapittelet antar vi at AMSC kommer til å investere i nybygg for å opprettholde sin moderne flåte og kan derfor ikke i årene fremover fortsette å betale mer utbytte enn faktisk resultat. Vi ønsker derfor å se hva slags tilnærming de komparative selskapene har til utbetalt utbytte. Informasjon hentet fra deres årsrapporter i perioden 2013-2017 viser at gjennomsnittet for utbetalt utbytte for alle tre selskapene samlet er 99,64 % av resultatet. Her er år med negativt resultat utelatt.

Når vi har satt et estimat for fremtidige utbetalinger av utbytte mener vi fremdeles at utbytteutbetaling på ca. 100 % av resultat er for høyt dersom AMSC skal opprettholde sin moderne handelsflåte. Med tanke på at AMSC ønsker å opprettholde sin styrke i markedet ved en moderne flåte, samt at utbytteutbetalinger i bransjen viser seg å være høye, har vi derfor satt andelen som skal utbetales i utbytte hvert år til 80 % av resultatet.

8.8 Påvirkning av nøkkeltall

Ved å legge våre estimater til grunn er det interessant å se hvordan situasjonen knyttet til nøkkeltallene i regnskapsanalysen har blitt påvirket. Ved å bruke fremtidsregnskapet og fremtidsbalansen kan vi nå ved å følge de samme formlene som ble vist i kapittel 6 beregne disse nøkkeltallene. Likviditetsgraden var som tidligere vist nedadgående fra 2015-2017. I våre estimerte regnskapstall fortsetter nedgangen og likviditetsgrad 1 ville være 0,94.

Nøkkeltallet indikerer at selskapets evne til å innfri sine kortsiktige forpliktelser har blitt dårligere og de faller også inn under kategorien svak rentabilitet (Proff Forvalt, 2018).

Når det gjelder egenkapitalandelen har denne også vært synkende fra 2015-2017. Samme mønster ser vi i 2018E da egenkapitalandelen når sitt bunnpunkt ved 20,22 %. Våre videre estimater viser at egenkapitalandelen stiger fra 2019E-2022E, der egenkapitalandelen vil være 21,62 % i 2022E. Vi registrerer at egenkapitalandelen har gått fra en negativ utvikling til å få en oppgang med positiv utvikling, og at de stadig ligger innenfor det som anses for en god egenkapitalandel (Proff Forvalt, 2018). Det skal fortsatt nevnes at det stadig er et stykke opp til bransjens gjennomsnitt, som bør være et mål for AMSC.

Ser vi på AMSC sin rentedekningsgrad forteller den oss hvordan selskapets evne er til å gjøre opp sine renteforpliktelser med utgangspunktet i den ordinære driften. Historisk har dette nøkkeltallet variert for selskapet, men våre estimater tilsier at nøkkeltallet nå vil ligge mellom 1,59 og 1,60 i den estimerte perioden. Tallene her viser en positiv utvikling, der selskapets evne til å gjøre opp sine renteforpliktelser er bedret.

Det siste nøkkeltallet som ble vurdert var netto driftsrentabilitet. De historiske tallene viste en negativ trend til og med 2016, før 2017 ga et oppsving. Denne positive trenden har ifølge våre estimater fortsatt og 2018E viser en netto driftsrentabilitet på 0,017 før den senere stabiliserer seg rundt 0,023. Selv om utviklingen er positiv er fremdeles driftsrentabiliteten på et lavt nivå.

Utviklingen i de estimerte nøkkeltallene viser at tre av fire nøkkeltall har en positiv utvikling, mens likviditetstall 1 er det nøkkeltallet som er mest urovekkende. Den positive utviklingen stammer fra en lavere utbyttebetaling, slik at noe resultat holdes igjen, samt at de estimerte resultatene de neste 5 årene er på nivå som i 2014-2015. Det lave likviditetstallet skyldes at nivået på omløpsmidlene er for små i forhold til kortsiktig gjeld.

Avslutningsvis i dette kapitlet vil de fremtidige kontantstrømmene være illustrert i tabell 8-14, dette ved å bruke beregningene som er gjort ovenfor.

	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
EBIT	50 682	50 772	50 912	51 135	51 409
Skatt	11 657	11 678	11 710	11 761	11 824
Driftsresultat etter skatt	39 025	39 094	39 203	39 374	39 585
Avskrivning	34 345	34 448	34 586	34 724	34 898
Endring arbeidskapital	10 280	- 22	- 30	- 30	- 38
CAPEX	108 952	37 050	38 065	38 218	39 282
Fri kontantstrøm etter skatt	- 45 861	36 515	35 753	35 910	35 238

Tabell 8-14: Fri kontantstrøm etter skatt

9. Fundamental verdsettelse

I tidligere kapitler har vi foretatt strategiske analyser på både interne og eksterne forhold, samt foretatt omgruppering av balanse og regnskap. Dette er videre brukt som utgangspunkt for at vi videre har kunnet utarbeide fremtidsregnskap og foreta prognostisering av kontantstrøm for AMSC. I dette kapitlet er hensikten å beregne både egenkapitalverdi og verdi per aksje for vårt selskap gjennom en fundamental verdsettelse. Denne verdsettelsen er den høyest vektete, men vi vil også bruke multiplbasert verdsettelse i kapittel 10 for å få et supplerende verdiesimat. Disse to kapitlene vil bli oppsummert og danne grunnlag for at vi i kapittel 12 kan konkludere og presentere et endelig verdiesimat for denne avhandlingen. Den fundamentale verdsettelsen er beskrevet teoretisk i kapittel 3, og som nevnt i kapittel 3.4 vil vi i vår fundamentale verdsettelse ha fokus på en indirekte og en direkte verdsettelsesmetode.

9.1 Kontantstrømmodellen

	2017	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
Fri kontantstrøm		- 45 861	36 515	35 753	35 910	35 238
Diskonteringsfaktor		1,0617	1,1272	1,1968	1,2706	1,3490
Nåverdi		- 43196	32394	29875	28263	26122
Sum Nåverdi	73 458					
Terminalverdi						1 108 874
Nåverdi terminalverdi	822 002					
Selskapsverdi	895 460					
Netto finansiell gjeld	576 452					
Verdi av egenkapital	319 008					
Antall aksjer	60 616 505					
Verdi per aksje	NOK 43,18					

Tabell 9-1: Kontantstrømmodellen

Kontantstrømmodellen tar utgangspunkt i AMSC sin frie kontantstrøm, og diskonteringsfaktoren er avkastningskrav på totalkapitalen funnet i kapittel 7. Ved å ha verdien for disse to, kan vi finne nåverdien av den frie kontantstrømmen. Den totale summen av nåverdiene over fem år vil være en del av den totale verdien av egenkapitalen. Ved å legge til vekstfaktoren på 2,9 % i år 2022E og dividere med en WACC fratrukket for vekstfaktoren, vil man få terminalverdien. Denne terminalverdien hensyntatt med diskonteringsfaktor vil sammen med summen av nåverdiene bli selskapet sin selskapsverdi. Ved å trekke fra netto finansiell gjeld, ender vi med en endelig egenkapitalverdi. Denne egenkapitalverdien dividert

på antall aksjer gir oss en aksjekurs på NOK 43,18 etter å ha omregnet fra amerikanske dollar til NOK.

9.2 Dividendemodellen

	2017	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
Utbytte		11 747	16 024	16 099	16 160	16 238
Diskonteringsfaktor		1,089	1,186	1,292	1,407	1,532
Nåverdi utbytte		10 786	13 509	12 462	11 486	10 597
Nåverdi	58 841					
Terminalverdi						278 012
Nåverdi av terminalverdi	181 437					
Verdi av egenkapital	240 277					
Antall aksjer	60 616 505					
Verdi per Aksje	NOK 32,52					

Tabell 9-2: Dividendemodellen

Dividendemodellen tar utgangspunkt i AMSC sine fremtidige utbyttebetalinger. Videre legger denne modellen vekt på egenkapitalkostnaden som ble funnet i kapittel 7.1. Med disse to verdiene er det nå mulig å beregne nåverdien av de fremtidige utbyttebetalingene. Terminalverdien finnes ved å bruke vekstfaktoren på 2,9 % i år 2022E og dividere med egenkapitalkostnaden fratrukket vekstfaktoren. Summen av terminalverdien og nåverdien for de fem årene gir oss egenkapitalverdien. Da dette er en direkte verdsettelsesmetode skal det følgelig ikke trekkes fra finansiell gjeld slik som i kontantstrømmodellen. Egenkapitalverdien dividert på antall aksjer gir en aksjepris på NOK 32,52 etter å ha omregnet fra amerikanske dollar.

I de tidligere delkapitlene er de nevnte metodene illustrert med hver sin tabell. Modellene har gitt en aksjekurs på henholdsvis NOK 43,18 og NOK 32,52, noe som begge er verdier høyere enn aksjekursen var på Oslo Børs 29.12.17. Våre estimater vil senere i kapittel 11 gjennomgå en sensitivitetsanalyse, der vi ser ønsker å teste hvor sensitiv aksjeprisen er, ved å endre på ulike parametere. For kontantstrømmodellen, som benytter WACC som diskonteringsfaktor, vil endringer både i egenkapitalkostnaden og gjeldskostnaden være gjeldene. For dividendemodellen, som bruker egenkapitalkostnaden som diskonteringsfaktor, vil endringer gjort i parametere som omhandler egenkapitalkostnaden benyttes. I tillegg til dette vil

endringer i vekstfaktor omhandle begge modeller, og være et siste parameter vi ønsker å teste sensitiviteten på. Som et supplement til sensitivitetsanalysen vil det i tillegg bli utført en Monte Carlo-simulering, før vi til slutt vil konkludere med funnene våre.

10. Multiplbasert verdsettelse

Den andre hovedtilnærmingen man kan benytte ved verdsettelse av selskaper, er å se på den relative prisingen av sammenlignbare selskaper. Ved å bruke multipler som hjelpemiddel til verdivurdering vil man ta utgangspunkt i et tall fra enten resultatoppstilling eller balansen, og multiplisere dette tallet med en faktor (Kaldestad & Møller, 2011). Ved å se på disse sammenhengene hos AMSC og deres komparative selskaper, kan vi finne den estimerte verdien for AMSC. Under den fundamentale verdsettelsen i forrige kapittel brukte vi både indirekte- og direkte verdsettelse for å finne frem til aksjeprisen for AMSC, mens dette kapitlet vil ha estimater med store motsetninger fra disse modellene. Nå vil vi estimere nåverdiene av fremtidige kontantstrømmer på en indirekte måte gjennom å ta utgangspunkt i prisingen av selskapets komparative selskaper, der markedet allerede har estimert verdien på fremtidige kontantstrømmer. Her er målet at forholdene mellom verdi og faktorer for det nevnte markedet også er representativt for AMSC.

Ved beregningen av multiplene er det fare for at det oppstår store spenn i disse og i verdiene som følger. Derfor er det viktig å vurdere hvilke av multiplene vi senere i dette delkapitlet bør legge mest vekt på. Kaldestad & Møller (2011) nevner flere ulike valgmuligheter som kan brukes når man skal ta hensyn til de innhentede multiplene. Ujustert gjennomsnitt, justert gjennomsnitt, median og mest sammenlignbare selskaper blir nevnt som de fire mest brukte. Vi har i våre beregninger valgt å ta hensyn til de to førstnevnte i den videre utarbeidelsen av våre nøkkeltall. Det ujusterte gjennomsnittet blir sett på som den beste løsningen i situasjoner der man har tilgang til bransjetall og gjennom dette ønsker å bruke bransjestørrelse. Som vi vet fra våre tidligere utregninger av WACC er både risikofri rente og markedets risikopremie hentet fra datainnsamling gjort av bransjen, og vi har benyttet bransjetall i stedet for egne kalkulasjoner i bruken av disse. Her vil det være mest naturlig å bruke ujustert gjennomsnitt. Justert gjennomsnitt og median er å foretrekke når man er ute etter det typiske eller har begrenset med datagrunnlag.

Nedenfor velger vi å presentere utvalgte regnskapstall som vil bli anvendt i de ulike multiple verdsettelsene. Aksjepris er som tidligere i avhandlingen blitt hentet fra siste børsdag i 2017 (29.12.17), mens netto finansiell gjeld og den bokførte egenkapitalen er hentet fra de omgrupperte regnskapene. EBIT og EBITDA er hentet fra regnskapstallene i hver av de komparative selskapene og AMSC sine årsrapporter, mens omsetning er hentet direkte ut fra

hver av selskapene sine årsrapporter for 2017. Alle tall fra de omgrupperte regnskapene er oppgitt i dollar, og disse er omregnet med en dollarkurs fra 29.12.17 på 8,205. Dette for å gjøre de mest mulig representative sett opp mot markedsverdien funnet gjennom aksjeprisen samme dato.

	AMSC	Avance Gas	BW LPG	Höegh LNG
Egenkapital bokførte verdier	1 533 284 760	3 314 262 060	8 808 461 340	5 786 477 790
Antall utestående aksjer	60 616 505	64 527 972	141 938 998	77 244 746
Børsverdi (29.12.17)	23,90	23,40	38,64	43,50
Markedsverdi egenkapital	1 448 734 470	1 509 954 545	5 484 522 883	3 360 146 451
Netto finansiell gjeld	4 715 413 500	3 549 802 995	9 341 294 040	7 803 266 790
Selskapsverdi	6 164 147 970	5 059 757 540	14 825 816 923	11 163 413 241
Omsetning	720 407 205	910 008 345	4 034 825 160	2 292 058 545
EBITDA	696 054 765	76 232 655	1 029 842 370	1 221 724 500
EBIT	418 282 695	- 252 188 880	28 536 990	871 026 390
Resultat etter skatt	109 192 140	- 449 256 570	- 367 551 180	336 839 865

Tabell 10-1: Utvalgte regnskapstall 2017 (Årsrapporter AMSC, Avance Gas, BW LPG & Höegh LNG)

Ved verdsettelse gjennom den multiplbaserte metoden, har vi valgt å ta for oss multiplene *P/B*, *P/E*, *EV/EBIT*, *EV/EBITDA*, *EV/Sales* og *P/S*, som videre vil bli presentert og til slutt bli oppsummert i slutten av dette kapitlet.

10.1 Price/Book

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

En av de mest anvendte multiplene er forholdet mellom *Price* og *Book* - *P/B-forholdet*. Dette er med på å gi en indikasjon på hvor mye eller lite verdiskapning selskapet har. Er *P/B* høy vil dette være en indikasjon på at markedet forventer at selskapet vil skape merverdi på eiendelene sine, mens det i motsatt tilfelle være liten skapelse av merverdi ved en lav *P/B* (Kaldestad & Møller, 2011). Med andre ord vil en *P/B* med verdi under 1 bety at markedsverdien på egenkapitalen er lavere enn den bokførte verdien på egenkapitalen. Skulle

dette inntreffe, vil det bety at selskapet enten gir lav avkastning, at selskapet er underpriset eller at markedet mener at eiendelene til selskapet er overvurderte (Damodaran, 2012).

	AMSC	Avance Gas	BW LPG	Höegh LNG
P/B	0,94	0,46	0,62	0,58
Snitt	0,55			
Aksjepris	13,99			

Tabell 10-2: P/B-ratio

Som vi ser av selskapene sine P/B multipler er det en spesiell situasjon hvor alle de fire selskapene ligger på P/B-verdier under 1. Dette indikerer at alle innehar høyere bokført verdi på egenkapitalen enn markedsverdien på egenkapitalen, som kan bety at de skaper liten merverdi gjennom eiendelene og at de er inne i en litt presset situasjon. Selv om AMSC ligger på en verdi i nærheten av 1, ligger de komparative selskapene et stykke under og utgjør et snitt på 0,55. Dette gir følgelig en noe lavere pris på aksjen sett opp mot hva vi har funnet tidligere og den er på NOK 13,99 per aksje.

10.2 P/E

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

Forholdet mellom *Price* og *Earnings* er en av multiplene som også ofte anvendes i praksis, mest sannsynlig for at den er lett anvendelig å kommunisere ut etterpå. Dette til tross for at den er svært sårbar for finansiering og ulike regnskapsregler, og da ikke kan være mulig å anvende som et verdimål. Årsaken er at jo lenger ned i resultatregnskapet man kommer, jo mer sannsynlig er det å få tilfeldige inntekter og kostnader som man ikke kan forvente å få i fremtiden (Kaldestad & Møller, 2011). Forholdet mellom P/E sammenligner nåværende pris med inntjening. Tar man dette forholdet, og ser teller og nevner hver for seg, kan man se at telleren er markedets forventning om verdi som skal tillegges fra salg i fremtiden, det vil si

fremtidig inntjening. Nevneren er nåværende inntekt, som er verdiskapning fra nåværende salg. Dette gir at P / E-forholdet sammenligner forventet fremtidig inntjening med nåværende inntjening (Penman, 2013).

	AMSC	Avance Gas	BW LPG	Höegh LNG
P/E	13,27	- 3,36	- 14,92	9,98
Snitt	9,98			
Aksjepris	17,97			

Tabell 10-3: P/E-ratio

I vår P/E multippel ser man at både Avance Gas og BW LPG får negative resultater, dette i form av at begge selskaper hadde negativt resultat etter skatt i 2017. For å kunne få ut en aksjepris vil snittet kun bestå av Höegh sine tall, som er en stor ulempe, ettersom vi helst skulle ønske å kunne ta snittet fra flere enn kun ett av de komparative selskapene. Ved å kun bruke P/E multippel til Höegh vil dette bli vårt bransjesnitt, og gir oss en aksjeverdi på NOK 17,97 per aksje.

10.3 EV/EBIT

$$\frac{\text{Enterprise Value}}{\text{EBIT}} = \frac{\text{Markedsverdi av egenkapital} + \text{Netto rentebærende gjeld}}{\text{Driftsresultat før skatt}}$$

EV/EBIT er en multippel som tar hensyn til markedsverdien på egenkapital sammen med den netto rentebærende gjelden, og divideres på driftsresultatet før skatt. Dette er en metode som sammenligner selskapet sin underliggende drift og vil også være justert for engangshendelser. I tillegg vil en slik multippel til en viss grad ta høyde for investeringsbehovet gjennom inkludering av avskrivninger og vil korrigere for forskjeller i finansieringen (Kaldestad & Møller, 2011).

	AMSC	Avance Gas	BW LPG	Höegh LNG
EV/EBIT	14,74	- 20,06	519,53	12,82
Snitt	170,76			
Aksjepris	1178,33			

Tabell 10-4: EV/EBIT

BW LPG har veldig høy selskapsverdi samtidig som deres *EBIT* er lav. Dette gir en unormalt høy verdi på deres *EV/EBIT*-multippel sammenlignet med resten av selskapene. Avance Gas har i tillegg negativ *EBIT*, som gir store utslag og forskjeller mellom de komparative selskapene. Ved å ta snitt av disse selskapene ender vi med å få en aksjeverdi på NOK 1178,33 per aksje, som vi anser til å være alt for høyt. Skulle vi velge å ekskludere Avance Gas og BW LPG, ville aksjeprisen gjennom å kun bli hensyntatt av Höegh LNG ligge på NOK 88,44 per aksje. Til tross for dette, velger vi at denne utelates når vi senere skal finne gjennomsnittet av aksjeprisene i de multiple verdsettelsene.

10.4 EV/EBITDA

$$\frac{\text{Enterprise Value}}{\text{EBITDA}} = \frac{\text{Markedsverdi av egenkapital} + \text{Netto rentebærende gjeld}}{\text{Driftsresultat før avskrivninger}}$$

Forholdet mellom selskapsverdi sett opp mot *EBITDA* er relatert mot den totale markedsverdien av selskapet, utenom kontantbeholdning sett opp mot driftsresultat før avskrivninger og skatt. Fordelen med å benytte seg av *EBITDA*-multippelen er at den er uavhengig av goodwill, opp-og nedskrivninger, finansinntekter og avskrivninger (Damodaran, 2012).

	AMSC	Avance Gas	BW LPG	Höegh LNG
EV/EBITDA	8,86	66,37	14,40	9,14
Snitt	29,97			
Aksjepris	344,13			

Tabell 10-5: EV/EBITDA

Alle selskapene har relativt lave EBITDA verdier i sine regnskap sett opp mot *enterprise verdi*, hvor spesielt Avance Gas peker seg ut med en meget høy EV/EBITDA verdi. Snittet av alle selskapene sine multiplverdi er høy og gir en aksjeverdi på NOK 344,13. Dette er som med EV/EBIT-verdien urealistisk høyt sett opp mot markedspris hentet fra Oslo børs på NOK 23,90, og heller ikke denne vil bli vektlagt i senere gjennomsnittsberegninger av aksjeprisene.

10.5 EV/Sales & P/S

Her finnes det to ulike forhold knyttet opp mot *salg*. Damodaran (2012) nevner både forholdet til salg sett opp mot markedsverdien av egenkapital isolert (*Price-to-sales ratio*) og salg sett opp mot den samlede verdien av både markedsverdi av egenkapital og netto rentebærende gjeld, *enterprise value*. Vi velger å regne ut begge disse forholdene, og ønsker å se på forholdet til både den totale markedsverdien og markedsverdien på egenkapital sett opp mot salg. EV/Sales nevnes som den mest robuste av de to overnevnte grunnet sitt hensyn til finansering, men vi velger likevel å regne ut begge.

$$\frac{\text{Enterprise Value}}{\text{Sales}} = \frac{\text{Markedsverdi av egenkapital} + \text{Netto rentebærende gjeld}}{\text{Salg}}$$

	AMSC	Avance Gas	BW LPG	Höegh LNG
EV/Sales	8,56	5,56	3,67	4,87
Snitt	4,70			
Aksjepris	55,88			

Tabell 10-6: EV/Salg

Ved å først se på *EV/Sales* ser vi at alle multiplverdier er noe høye, dette gjennom at deres samlede verdi er relativt mye høyere enn omsetningen og er gjeldende for alle de komparative selskapene for 2017. Dette gir en pris per aksje på NOK 55,88. Selv om dette virker å være noe høyt sett opp mot markedsverdien 29.12.17, har vi i kapittel 7.1.3 sett aksjeverdier på samme nivå våren 2014. Vi velger derfor å ha denne med i videre beregninger av gjennomsnitt.

$$\frac{\text{Price}}{\text{Sales}} = \frac{\text{Markedsverdi av egenkapital}}{\text{Salg}}$$

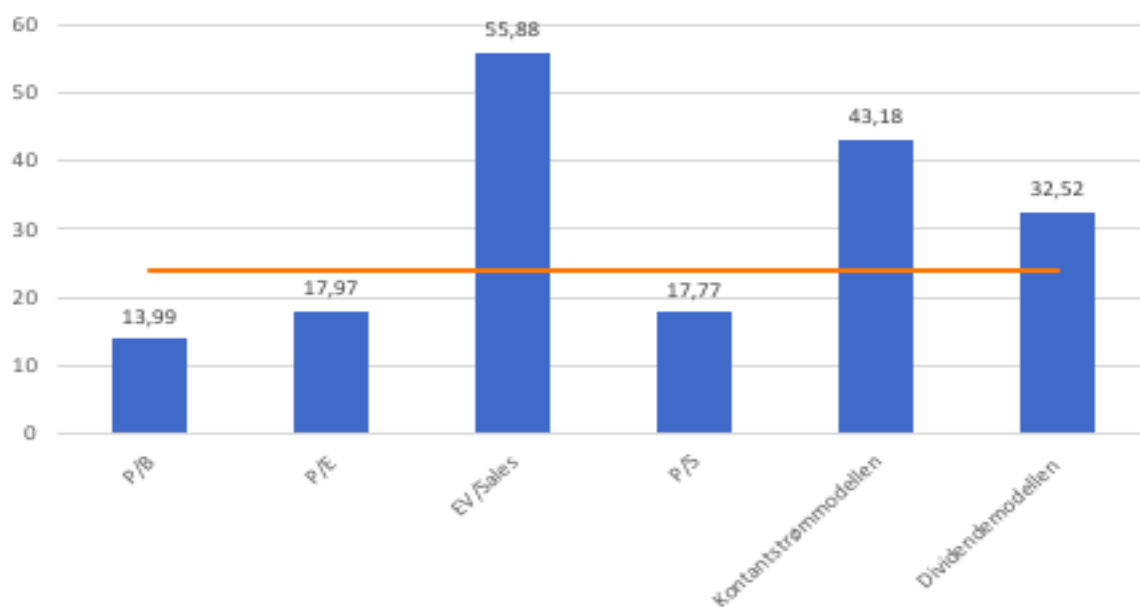
	AMSC	Avance Gas	BW LPG	Höegh LNG
P/S	2,01	1,66	1,36	1,47
Snitt	1,49			
Aksjepris	17,77			

Tabell 10-7: Price/Sales

Den siste multiplverdien er direkte knyttet mot markedsverdien på egenkapital og salg. Her ser vi at verdien er langt lavere enn ved beregninger som inkluderer selskapsverdi og vi ender med en aksjepris lavere enn den vi finner på Oslo Børs med en verdi på NOK 17,77 per aksje.

10.6 Oppsummering av multippel

I figur 10-1 har vi valgt å ta med de fire mest representative multippel-verdiene, og verdien funnet i kontantstrømmodellen og dividendemodellen. Vi velger å ekskludere funnene av *EV/EBIT* og *EV/EBITDA* ettersom disse ikke er representative innenfor de verdiestimatene vi har funnet og står igjen med en høyeste verdi i vår oversikt på 55,88.



Figur 10-1: Oppsummering multippel

I figur 10-1 kan man se de fire multippel-verdiene, samt prisen funnet gjennom de to metodene i den fundamentale verdsettelsen. Den oransje horisontale linjen indikerer aksjeprisen for AMSC den 29.12.17 på NOK 23,90 per aksje. Av tabellen kan man se at både P/E, P/B OG P/S ligger under verdien gitt på Oslo børs, mens EV/Sales, kontantstrøm- og dividendemodellen ligger over den samme linjen.

Til tross for at tre av multiplene ligger under aksjepris fra Oslo Børs, vil gjennomsnittet av de fire multiplene være på NOK 26,40 per aksje, der EV/Sales er den største faktoren til at denne er høyere enn prisen på Oslo Børs. Tar man også med den indirekte- og direkte verdsettelse, kan man på ny regne ut et gjennomsnitt og får at gjennomsnittet av verdiene i figur 10-1 er på NOK 30,22 per aksje. Begge disse gjennomsnittene bygger opp at aksjen til AMSC er noe underpriset i markedet. Men som tidligere nevnt vil den fundamentale verdsettelsen bli høyere vektet enn den komparative verdsettelsen, slik at aksjeprisen vil bli noe høyere enn det nevnte gjennomsnittet når vi kapittel 12 skal komme med endelige konklusjon.

11. Sensitivitetsanalyse

Her ønsker vi å se hvor følsom verdien på aksjen funnet i den fundamentale verdsettelsen vil være gjennom å foreta små endringer på parametere brukt i kapitlet om avkastning hvor vi beregnet WACC. De komponentene vi ønsker å se nærmere på i denne analysen er risikofri rente, betaverdien, markedets risikopremie, kredittrisikopremie på gjeld og vekstfaktoren. Alle disse vil nå bli gått gjennom der vi har valgt å endre parameterne gjennom små endringer både ved å øke og senke verdiene. Gjeldende for alle parameterne er at vi har benyttet oss av å ha fem ulike verdier som har lavere verdi enn våre funn, og fem ulike verdier som er av høyere verdi. Ettersom andelen av gjeld er langt høyere enn andelen egenkapital, vil det på forhånd være naturlig å anta at det ikke vil gjøre de største utslagene i endring av parameterne som omhandler egenkapital, mens den store variasjonen lettere vil inntreffe på gjeldssiden, der den største andelen av finansieringen vil være. I beregningen av terminalverdien brukte vi en vekstfaktor, som normalt sett vil være sensitiv for endringer, så denne er også tatt med for å se på utslagene endret vekstfaktor vil ha for vår aksjepris.

Videre vil hver av tabellene ta for seg en endret egenkapitalkostnad og WACC, da kontantstrømmodellen påvirkes av WACC, mens dividendemodellen påvirkes av egenkapitalkostnad. I videre konklusjon vil disse vektlegges med lik tyngde, og vi velger derfor å vise utslag i aksjeprisen som et gjennomsnitt av disse metodene.

11.1 Risikofri rente

Det interessante med den risikofrie renten er at den normalt vil påvirke både egenkapital- og gjeldssiden. Vi valgte i vårt første forsøk på utarbeidelsen av gjeldskostnaden å legge samme forutsetninger til grunn og da bruke den samme renten i utarbeidelsen av både egenkapital- og gjeldskostnaden. Dette gjennom at gjeldskostnaden vil være *risikofri rente + kredittrisikopremie*. Vi valgte derimot å ikke bruke denne metoden, da lav kredittrisikofaktor ga en unormal lav gjeldskostnad. Videre valgte vi å gå for den alternative metoden og gjennom dette gå rett til selskapets noteinformasjon. Dette vil gjøre at den risikofrie renten ikke vil påvirkes i så stor grad som den kunne gjennom endring av verdier i både egenkapital- og gjeldskostnaden. Den vil i første omgang kun bli testet mot egenkapitalkostnaden, da den ikke er tatt hensyn til i utregningen av gjeldskostnaden. Vi har derimot også valgt å føre en sensitivitetsanalyse på kredittrisikopremien, hvor risikofri rente vil påvirke begge forhold, for å se aksjeverdien om vi hadde valgt en gjeldskostnad knyttet til *risikofri rente +*

kredittrisikopremie. Dette vil komme etter vi har presentert sensitiviteten rundt den risikofrie renten.

Som vi har sett i kapittel 7 har den risikofrie renten hatt store utslag bare de siste fem årene, og figur 7-2 viser at det i denne perioden har variert mellom verdier rundt 1,5 % og helt opp til litt over 3 %. Tatt disse forskjellene i betraktning med både opp- og nedgangår, har vi valgt å både øke og redusere den risikofrie renten med 1 prosentpoeng i hver retning og se hvilke utslag dette vil gi for både WACC, egenkapitalkostnaden og aksjeprisen til AMSC.

Risikofri rente	1,41 %	1,61 %	1,81 %	2,01 %	2,21 %	2,41 %	2,61 %	2,81 %	3,01 %	3,21 %	3,41 %
Egenkapitalkostnad	7,91 %	8,11 %	8,31 %	8,51 %	8,71 %	8,91 %	9,11 %	9,31 %	9,51 %	9,71 %	9,91 %
WACC	5,94 %	5,99 %	6,03 %	6,08 %	6,13 %	6,17 %	6,22 %	6,27 %	6,31 %	6,36 %	6,41 %
Aksjepris	46,03	44,14	42,56	40,86	39,22	37,85	36,35	34,91	33,71	32,37	31,09

Tabell 11-1: Sensitivitet risikofri rente

Som vi ser av tabell 11-1 vil det være noe utslag på WACC både ved å senke og øke den risikofrie renten, hvor selvfølgelig en lavere WACC vil være med på å gi en høyere aksjepris og motsatt. Egenkapitalkostnaden isolert vil følgelig endres i takt med endringen gjort i risikofri rente, og her vil også en lavere egenkapitalkostnad gi høyere aksjepris og motsatt. I kapitlet om egenkapitalkostnaden ble det drøftet om man skulle velge risikofri rente gjennom å bruke amerikanske eller norske statsobligasjoner. Det som kanskje er mest aktuelt gjennom denne analysen er å se at ved å velge den norske 10-årige statsobligasjonen på 1,64 %, ville dette gitt en endret aksjepris på omtrent NOK 6 høyere per aksje. Det man også kan legge merke til er at prisen vil synke med nesten NOK 8 per aksje ved å kun øke den risikofrie renten med 1 prosentpoeng. Bare ved å se tilbake de siste 5 årene har vi funnet ut at begge disse scenarioene er høyst mulige, og risikofri rente vil være en komponent i egenkapitalkostnaden og WACC som er sensitiv.

11.2 Kredittrisikopremie

Som vi nevnte under den risikofrie renten ble ikke *kredittrisikopremien (krp) + risikofri rente* vektlagt å bruke i utarbeidelsen av gjeldskostnaden. Likevel ønsker vi å ta den med i dette kapitlet og med dette vise hvor sensitiv aksjeprisen ville vært ved å ta valget om å vektlegge denne og ikke benytte tall hentet fra balanse og regnskap. Her vil det også tilsi at ettersom kredittrisikopremie tilsvarer risikofri rente * kredittrisikofaktor på 1, vil vi også måtte endre

risikofri rente for å få en forandret kredittrisikopremie. Vi velger derfor å endre den risikofrie renten i takt med kredittrisikopremie, og får endringer både på egenkapital- og gjeldskostnaden, som sammen gir endring i WACC.

Risikofri rente	1,41 %	1,61 %	1,81 %	2,01 %	2,21 %	2,41 %	2,61 %	2,81 %	3,01 %	3,21 %	3,41 %
Kredittrisikopremie	1,41 %	1,61 %	1,81 %	2,01 %	2,21 %	2,41 %	2,61 %	2,81 %	3,01 %	3,21 %	3,41 %
Egenkapitalkostnad	7,91 %	8,11 %	8,31 %	8,51 %	8,71 %	8,91 %	9,11 %	9,31 %	9,51 %	9,71 %	9,91 %
Gjeldskostnad	3,82 %	4,02 %	4,22 %	4,42 %	4,62 %	4,82 %	5,02 %	5,22 %	5,42 %	5,62 %	5,82 %
WACC	4,34 %	4,46 %	4,58 %	4,69 %	4,81 %	4,93 %	5,05 %	5,17 %	5,28 %	5,40 %	5,52 %
Aksjepris	126,41	114,24	103,76	95,30	87,20	80,03	73,63	67,89	63,07	58,33	54,01

Tabell 11-2: Sensitivitet kredittrisikopremie

Tabell 11-2 får som i tabell 11-1 en økning og nedgang på 1 prosentpoeng, for å se hvilke påvirkninger dette vil ha for aksjeprisen. Ettersom vi har valgt å legge til grunn den alternative metoden i gjeldskostnaden i vår WACC, vil ikke gjeldskostnad og WACC være lik det vi benyttet i den fundamentale verdsettelsen. Dette gir at ved å benytte den amerikanske 10-årige statsobligasjonen på 2,41 % vil ende med en aksjepris på NOK 80,03. Dette viser hvor sensitiv aksjeprisen vil være, da den alternative metoden gir en gjeldskostnad på 6,93 % og en aksjepris på NOK 37,85, mens om vi hadde lagt *Kredittrisikopremie + risikofri rente* til grunn hadde det endt med en gjeldskostnad på 4,82 % og aksjepris på NOK 80,03. Våre antakelser om å benytte en alternativ metode for å finne gjeldskostnad virker å gi en mer treffende aksjepris.

Tabell 11-2 viser at lavere WACC gir oss høyere aksjepriser, der vi for eksempel ved å velge den norske 10-årige statsobligasjonen ville ende med en pris omtrent på NOK 114. Vi kan også se at for å få aksjepriser i nærheten av den som er funnet gjennom den alternative gjeldskostnad-metoden, måtte hatt risikofri rente/kredittrisikopremie med verdier langt over det vi har presentert i tabellen for at den skulle kunne blitt benyttet og vært tilnærmet våre funn i alternativ metode.

11.3 Beta

Betaverdien vil påvirke kravet til egenkapitalen og gjennom dette også WACC. Vi har fra vår beregnede beta valgt intervaller på 0,10, fra 1,80 som høyeste verdi og ned til 0,8 som laveste, hvor vår beta på 1,30 er medianen i sensitivitetsanalysen.

Beta	0,80	0,90	1,00	1,10	1,20	1,30	1,40	1,50	1,60	1,70	1,80
Egenkapitalkostnad	6,41 %	6,91 %	7,41 %	7,91 %	8,41 %	8,91 %	9,41 %	9,91 %	10,41 %	10,91 %	11,41 %
WACC	5,59 %	5,71 %	5,82 %	5,94 %	6,06 %	6,17 %	6,29 %	6,41 %	6,53 %	6,64 %	6,76 %
Aksjepris	63,48	56,63	51,07	46,03	41,60	37,85	34,30	31,09	28,15	25,62	23,13

Tabell 11-3: Sensitivitet beta

I vår første utregning av regresjonsbeta fikk vi en justert betaverdi på 0,55. Selv om ikke våre parametere i denne sensitivitetsanalysen går ned til en så lav beta, kan vi se at beta på 0,80 ville gitt en aksjepris på over NOK 63,48. Denne ville bare fortsatt å stige helt til vårt funn på 0,55, så det virker fornuftig å ha gjennomført den industrispesifikke betaanalysen og fått en betaverdi på 1,30. Gjennom tabell 11-3 kan man se at ved små endringer på beta, vil denne gi større utslag enn for eksempel de funnene vi fant i den risikofrie renten. Her vil både en økning og nedgang på beta på 0,50 hver vei, gi en aksjepris på tilnærmet NOK 14 lavere ved å øke beta og over NOK 25 høyere verdi ved å senke beta.

Av våre sensitivitetsanalyser kan det virke som små endringer i beta vil være den endringen som påvirker aksjeprisen mest av komponentene på egenkapitalsiden, og med dette være den mest sensitive delen av egenkapitalkostnaden.

11.4 Markedets risikopremie

Som med betaverdien vil markedets risikopremie påvirke kravet til egenkapitalen og gjennom dette gi endring i WACC. Vi har valgt å benytte fem ulike verdier i hver retning som tidligere, med en økning og reduksjon på 1,25 prosentpoeng fra markedspremien funnet på 5,00 %.

mrp	3,75 %	4,00 %	4,25 %	4,50 %	4,75 %	5,00 %	5,25 %	5,50 %	5,75 %	6,00 %	6,25 %
Egenkapitalkostnad	7,29 %	7,61 %	7,94 %	8,26 %	8,59 %	8,91 %	9,24 %	9,56 %	9,89 %	10,21 %	10,54 %
WACC	5,79 %	5,87 %	5,95 %	6,02 %	6,10 %	6,17 %	6,25 %	6,33 %	6,40 %	6,48 %	6,56 %
Aksjepris	52,42	48,92	45,68	42,96	40,19	37,85	35,45	33,23	31,30	29,33	27,45

Tabell 11-4: Sensitivitet markedets risikopremie

I kapitlet om avkastningskravet regnet vi ut vår egen markedsriskopremie gjennom å regne denne ut implisitt og fikk en verdi på 5,26 %. Som vi ser av tabell 11-4 vil aksjeprisen ved bruk av denne markedsriskopremien være litt lavere og gå ned med nesten NOK 2. Ser man generelt på endringen i aksjeprisene i tabellen vil disse endre seg mer enn den risikofrie renten, men ikke gi like store utslag som i endring av beta.

11.5 Vekstfaktor

Et siste parameter vi har ønsket å bruke i sensitivitetsanalysen er vekstfaktoren, som er brukt for å finne terminalverdien i kontantstrøm- og dividendemodellen. I motsetning til de andre parameterne vi har analysert sensitiviteten for, vil en stigning i denne veksten være med på å øke aksjeprisen. I de tidligere parameterne har en økt verdi på komponentene i WACC skapt en høyere WACC og med dette en redusert aksjeprisen. I våre beregninger i tabell 11-5 har vi valgt, som i de andre analysene, fem verdier både over og under. I den fundamentale verdsettelsen er vekstfaktor satt til å være 2,90 %, og vi vil både øke og senke denne verdien med et prosentpoeng og se hvilke utslag det gir.

Vekstfaktor	1,90 %	2,10 %	2,30 %	2,50 %	2,70 %	2,90 %	3,10 %	3,30 %	3,50 %	3,70 %	3,90 %
Aksjepris	22,56	25,05	27,77	30,79	34,13	37,85	42,04	46,78	52,20	58,44	65,73

Tabell 11-5: Sensitivitet vekstfaktor

Tabell 11-5 gir store utslag i aksjeprisen gjennom å foreta små endringer av vekstfaktor. Bare ved å øke veksten med én prosent, vil det gi en stor økning i pris, og gi en 73 % økning fra den originale prisen som er funnet. Ved å se på tabellen kan det virke sannsynlig at i tillegg til endring i beta, vil også endringer i vekstfaktoren være et av parameterne som er mest sensitive for AMSC og aksjeprisen til selskapet.

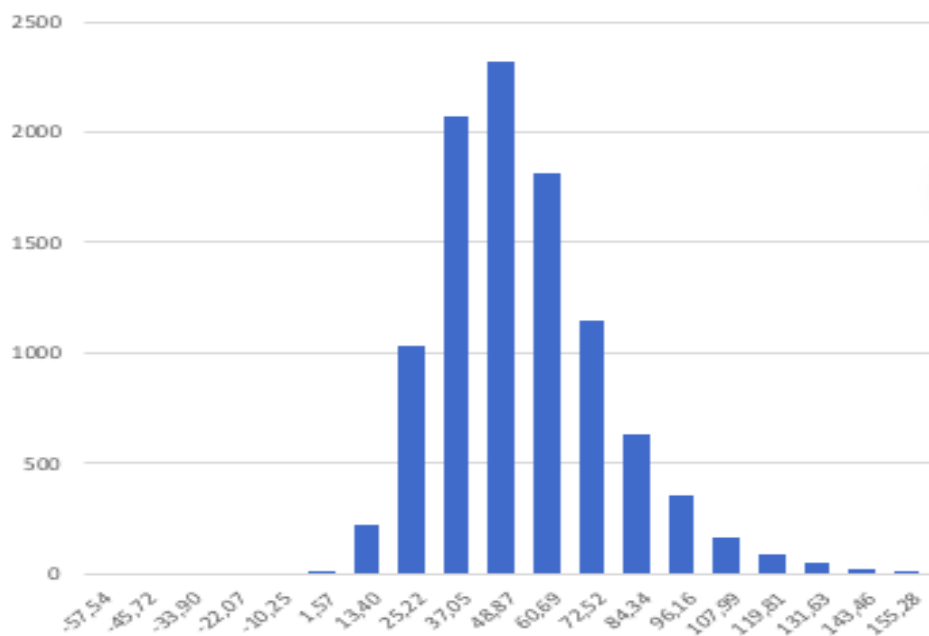
Her er det nok en gang verdt å presisere at med en stor gjeldsandel i selskapet, ville de største endringene ha kommet gjennom å foreta endringer knyttet til gjeldskostnaden. Gjennom å velge den alternative metoden på gjeldskostnaden, kan vi ikke endre parametere knyttet til formelen *risikofri rente + kredittrisiko-premie* og på denne måten vil ikke sensitivitetsanalysen kunne belyse hvilke endringer dette ville hatt på vår fundamentale verdsettelse. Vi har likevel prøvd å vise påvirkningen av en endret gjeldskostnad i kapittel 11.2, hvor man ser hvor store utslag aksjeprisen ville hatt gjennom endring i parameterne. Likevel støtter denne sensitivitetsanalysen at å velge den alternative metoden var en riktig forutsetning i valg av gjeldskostnad, når man ser på aksjeprisen størrelse.

11.6 Monte Carlo-simulering

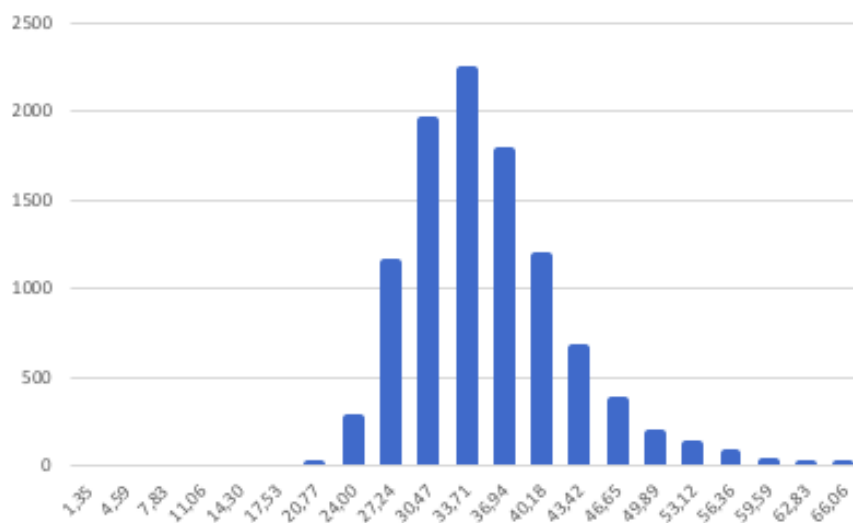
Sensitivitetsanalysen tar for seg endringene som skjer dersom man endrer en variabel og forutsetter at alle andre variabler er konstante i forhold til den aksjeprisen vi allerede har funnet. Ved å gjennomføre en Monte Carlo-simulering kan man se hvilke endringer som skjer i aksjekursen ved å endre flere variabler samtidig (Damodaran, 2012). Vi har valgt å ta med fire av de fem variablene som vist tidligere i sensitivitetsanalysen. Variablene vi har brukt i Monte Carlo-simuleringen er risikofri rente, beta, markedsrisikopremie og vekstfaktor. Alle variablene som er brukt i simuleringen er normalfordelt.

Figur 11-1 og 11-2 viser resultatet av simuleringen. Vi valgte å gjennomføre 10 000 simuleringer for å gi et godt bilde av antall kombinasjoner som er mulig blant de valgte variablene. Simuleringen er gjennomført to ganger, slik at det er en simulering for kontantstrømmodellen og en simulering for dividendemodellen. Simuleringen som tar for seg kontantstrømmodellen, vist i figur 11-1, oppgir et intervall mellom -57,54 og 155,28. Simuleringen som tar for seg dividendemodellen, vist i figur 11-2, oppgir et intervall på 1,35 – 66,06. En negativ aksjekurs er selvsagt umulig, men de negative verdiene kan være en forklaring på selskapets konkurrisiko. Som vi så i den syntetiske ratingen i kapittel 6, så hadde AMCS en konkurrisiko på 6,08 %. Denne prosentsetningen er bygget på bakgrunn av de fire nøkkeltallene likviditetsgrad 1, rentedekningsgrad, egenkapitalandel og netto driftsrentabilitet. Fra simuleringene gir den ene modellen utslag på negative aksjepriser, hvor sannsynligheten for dette er 0,16 %. Det er viktig å få frem at det finnes en risiko for at selskaper kan gå konkurs og risikoen er vist på to forskjellige måter, både i kapittel 6.3.5 og ved hjelp av en Monte Carlo-simulering. De to metodene viser ikke samme risiko, men

bygger heller ikke på samme tallmateriale. Som tidligere nevnt kunne en syntetisk rating vært basert på mange flere nøkkeltall og dermed gitt et mer korrekt bilde av konkurssansynligheten. Disse faktorene kan være noe av årsaken til at Monte Carlo-simuleringen og den syntetiske ratingen gir forskjellig utslag.



Figur 11-1: Monte Carlo-simulering: Kontantstrømmodellen



Figur 11-2: Monte Carlo-simulering: Dividendemodellen

Ser vi videre på simuleringen for kontantstrømmodellen kommer det frem at det er 45,84 % sjanse for at aksjeprisen er mellom NOK – 6,07 og NOK 43,18. Når det gjelder simuleringen for dividendemodellen er det 48,08 % sjanse for at prisen er mellom NOK 18,15 og NOK 32,52. Det er verdt å merke seg at simuleringen av begge modellen gir resultater som støtter opp om funnene gjort i sensitivitetsanalysen. Majoriteten av simuleringsresultatene ligger innenfor intervallet NOK 26,40 og NOK 43,18, som er snittet av den komparative verdsettelsen og det høyeste estimatet i den fundamentale verdsettelsen.

Simuleringene er gjennomført i Excel, og tabell 11-6 og 11-7 viser de viktigste nøkkeltallene for begge simuleringene.

Maks	Min	Gj. snitt	St.dev	% for < 43,18	% for < 0
287,54	- 6,07	48,86	23,64	45,84 %	0,16 %

Tabell 11-6: Statistikk fra Monte Carlo- simulering: Kontantstrømmodellen

Maks	Min	Gj. snitt	St.dev	% for < 32,52	% for < 0
74,05	18,15	33,71	6,47	48,08 %	0 %

Tabell 11-7: Statistikk fra Monte Carlo- simulering: Dividendemodellen

12. Konklusjon

Formålet ved å verdsette AMSC var å kunne estimere aksjeprisen til selskapet. Estimeringen skulle så gi grunnlag for en anbefaling når det gjelder å kjøpe, selge eller beholde aksjen.

Ved å ta utgangspunkt i en fundamental verdsettelse av AMSC, krevde det at vi gikk i dybden når vi skulle undersøke selskapets posisjon i markedet og en nøye gjennomgang av regnskapstallene. Våre undersøkelser og fremskaffelse av informasjon resulterte i en strategisk analyse og en regnskapsanalyse. I den strategiske analysen kommer det tidlig frem at AMSC er eneste leverandør innenfor leasing av fartøy i U.S Jones Act-markedet. Det at selskapet kun har en kunde, samt at deres flåte er moderne og av høy kvalitet er også momenter som har vært viktig å avdekke. Regnskapsanalysen sammen med analyse av forholdstall avdekket at AMSC leverte stabile og jevne nøkkeltall, selv om nøkkeltallene i stor grad var jevnt lavere enn bransjesnittet. Selskapets finansieringsmatrise var bra, men deres syntetiske rating var noe lavere enn bransjens.

Informasjonen som ble avdekket i regnskapsanalysen og den strategiske analysen ga så muligheten til å prognostisere et avkastningskrav og et fremtidsregnskap. Ved en valgt tidshorison på fem år kunne vi gjennomføre en fundamental verdsettelse gjennom metodene kontantstrømmodellen og dividendemodellen. Disse to metodene ga oss henholdsvis et verdiesimat på NOK 43,18 og NOK 32,52. For å komplimentere den fundamentale verdsettelsen har vi også tatt hensyn til den komparative verdsettelsen. Denne type verdsettelse ga oss en gjennomsnittlig aksjekurs på NOK 26,40. Som tidligere nevnt gir en fundamental verdsettelse rom for usikre momenter. For å belyse disse har vi gjennomført en sensitivitetsanalyse og en Monte Carlo-simulering for å vise hvordan de forskjellige momentene kan slå ut i form av endringer på aksjekursen.

Den fundamentale verdsettelsen er åpenbart den mest detaljerte verdsettelsesmetoden i vår oppgave. Det er også en metode som består av mye usikkerhet knyttet til verdiesimatet. Av den grunn ønsker vi derfor å vektlegge de forskjellige metodene med forskjellige vekstsatser. Den fundamentale verdsettelsen er som sagt den mest omfattende og av den årsak vil den også bli høyest vektet. Vekstsatsene vi har valgt for de tre metodene er 2/5 for kontantstrømmodellen, 2/5 for dividendemodellen og 1/5 for den komparative verdsettelsen. Resultatet av vektingen blir dermed:

$$\text{Verdiestimat fra kontantstrømmodellen} = \text{NOK } 43,18 \cdot \frac{2}{5} = \text{NOK } 17,27$$

$$\text{Verdiestimat fra dividendemodellen} = \text{NOK } 32,52 \cdot \frac{2}{5} = \text{NOK } 13,01$$

$$\text{Verdiestimat fra komparativ verdsettelse} = \text{NOK } 26,40 \cdot \frac{1}{5} = \text{NOK } 5,28$$

$$\text{Totalt verdiestimat} = \text{NOK } 35,56$$

Denne aksjeprisen, som er et resultat av vektingen mellom de tre metodene, blir utgangspunktet for vår anbefaling knyttet til kjøp, salg eller hold. Det er som tidligere nevnt usikre momenter knyttet til den fundamentale verdsettelsen, noe som illustreres gjennom sensitivitetsanalysen. Med bakgrunn i hva som kommer frem i kapittel 11 har vi valgt å gi aksjeprisen et tillegg og fratrukk på 15 % for å kunne gi en riktig anbefaling. Det betyr at aksjeprisen på NOK 35,56 blir tillagt eller fratrukket 15 % før en konklusjon blir tatt. Dersom dagens aksjepris er under NOK 30,23 anbefales det å kjøpe aksjen. Er dagens aksjepris over NOK 40,89 anbefales det å selge. Skulle dagens aksjepris være mellom de to nevnte kursene ville anbefalingen vært å beholde aksjen. Da aksjeprisen er beregnet til NOK 35,56 gjennom vektingen, blir vår anbefaling å **kjøpe** aksjen ettersom den faktiske aksjekursen per 28.5.18 er NOK 27,40.

Referanser:

Avisartikler:

Andersen, S. (2015, 10. mars). Skip går ut på dato, men levetiden kan forlenges. *Sysla Maritim*. Hentet fra: <https://sysla.no/maritim/skip-kan-forleng-levetiden/>

McQuaid, D. (2018, 10. januar). INFLATION WARNING: World Bank warns Western countries vulnerable to rising interest rates. *Express*. Hentet fra: <https://www.express.co.uk/finance/city/902886/world-bank-inflation-interest-western-countries-economic-growth>

Schultz, J. (2017, 30. mai). Mener Trump kan ødelegge for global shipping. *Dagens næringsliv*. Hentet fra: <https://www.dn.no/nyheter/2017/05/30/1023/Finans/mener-trump-kan-odelegge-for-global-shipping>

Strandli, A. (2017, 9 august). SEB frykter økt motpartsrisiko for American Shipping Company. *Hegnar*. Hentet fra: <http://www.hegnar.no/Nyheter/Boers-finans/2017/08/SEB-frykter-oekt-motpartsrisiko-for-American-Shipping-Company>

Wig, K. (2017, 23. november). Nordmenn varsles dårlig reallønnsvekst i lang tid. *E24*. Hentet fra: <https://e24.no/naeringsliv/norges-bank/ny-norges-bank-undersokelse-inflasjon-vil-spise-opp-nordmenns-loennsvekst/24194001>

Bøker:

Banken, K. & Busch, T. (1999) *Analyse av finansregnskapet*. Otta: Tana Aschehoug AS

Barney, J. (2011). *Gaining and sustaining competitive advantage*. Harlow: Pearson Education Limited.

Berk, J. & DeMarzo, P. (2014). *Corporate Finance. Third Edition*. Harlow: Pearson Education Limited.

Boye, K. & Koekebakker, S. (2006). *Kapitalverdimodellen – Tips til praktisk implementering*. Hentet fra: <http://docplayer.me/17348268-Kapitalverdimodellen-tips-til-praktisk-implementering.html>

Dahl, G., A., Hansen, T., Hoff, R. & Kinserdal, A. (1997). *Verdsettelse i teori og praksis, I. Utgave*. Oslo: Cappelen Akademiske Forlag.

Damodaran, A. (2012). *Investment Valuation*. New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.

Gjesdal, F. & Johnsen, T. (1999). *Kravsetting, lønnsomhetsmåling og verdivurdering*. Oslo: Cappelen Akademiske Forlag.

Havstein, B & Moen, T-G. (2010). *Finansregnskap. Grunnleggende teori om bokføring*. Bergen: Fagbokforlaget Vigmstad & Bjerke AS

Johnson, G., Whittington, R., Scholes, K., Angwin, D. & Regnér, P. (2015). *Fundamentals of Strategy*. Harlow: Pearson Education Limited.

Kaldestad, Y. & Møller, B. (2016). *Verdivurdering. Teoretiske modeller og praktiske teknikker for å verdsette selskaper*. Bergen. Vigmstad & Bjørke AS

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

Kinserdal, A. (2005). *Finansiell rapportering og analyse*. Otta; Cappelen Akademisk forlag.

Koller, T., Goedhart, M., & Wessels, D. (2015). *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*. Hoboken: John Wiley & Sons.

Knudsen, H. & Flåten, B.-T. (2015). *Strategisk Ledelse*. Oslo: Cappelen Damm AS.

Penman, S. H. (2013). *Financial Statement Analysis and Security Valuation*. New York. McGraw-Hill Education.

Porter, M. (2008). *The five competitive forces that shape strategy*. Harvard Business Review: Harvard Business School Publishing.

Tellefsen, J.T & Langli, J.C. (2005). *Årsregnskapet*. Oslo: Gyldendal Norsk Forlag AS

Tofteland, A. (2014). *Finansregnskap vurdering og analyse*. Bergen: Fagbokforlaget Vigmostad & Bjerke AS

Internett:

Aker ASA. (2008). *Aker reduserer eierandelen i Aker American Shipping*. Hentet fra: <https://www.akerasa.com/Media/Boersmeldinger/Aker-reduserer-eierandelen-i-Aker-American-Shipping>

American Shipping Company. (2018). *AMSC Snapshot*. Hentet fra: <http://www.americanshippingco.com/s.cfm/2-8/AMSC-snapshot>

American Shipping Company. (2018). *Board*. Hentet fra: <http://www.americanshippingco.com/s.cfm/2-16/Board>

American Shipping Company. (2018). *Fleet, Charter Structure*. Hentet fra: <http://www.americanshippingco.com/s.cfm/3-9/Charter-structure>

American Shipping Company. (2018). *Flet, Vessels*. Hentet fra: <http://www.americanshippingco.com/s.cfm/3-11/Vessels>

American Shipping Company. (2018). *Management*. Hentet fra: <http://www.americanshippingco.com/s.cfm/2-17/Management>

American Shipping Company. (2018). *Significant events in the company history*. Hentet fra: <http://www.americanshippingco.com/s.cfm/2-14/History>

Avance Gas Holding. (2018). *Our History*. Hentet fra: <http://www.avancegas.com/Company/Our-history>

Avance Gas Holding. (2018). *The company*. Hentet fra:

<http://www.avancegas.com/Company/The-Company>

BW LPG. (2018). *About Us*. Hentet fra:

<http://www.bwlpg.com/About-Us>

BW LPG. (2018). *Our History*. Hentet fra:

<http://www.bwlpg.com/About-Us/History>

E24. (2017). *Nyheter om American Shipping Company*. Hentet fra:

<https://aksjelive.e24.no/instrument/AMSC.OSE>

Höegh LNG Holdings. (2018). *Contact map*. Hentet fra:

<http://www.hoeghlng.com/Pages/Contact.aspx>

Infront. (2018). *Levered/Unlevered Beta of American Shipping Company ASA*. Hentet fra:

<https://www.infrontanalytics.com/fe-en/30276SN/American-Shipping-Company-ASA/Beta>

International Chamber of Shipping. (2017). *Shipping and World Trade*. Hentet fra:

<http://www.ics-shipping.org/shipping-facts/shipping-and-world-trade>

International Monetary Fund. (2018). *Brighter Prospects, Optimistic Markets, Challenges Ahead*. Hentet fra: <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2018/01/11/world-economic-outlook-update-january-2018>

Macrotrends. (2018). *Crude Oil Prices – 70 Year Historical Chart*. Hentet fra:

<http://www.macrotrends.net/1369/crude-oil-price-history-chart>

Maritime Law Center. (2018). *The Jones Act*. Hentet fra:

http://www.maritimelawcenter.com/html/the_jones_act.html

Norges Bank. (2017). *Statskassevekslere Årsgjennomsnitt*. Hentet fra: <https://www.norges-bank.no/Statistikk/Rentestatistikk/Statskasseveksler-Rente-Arsgjennomsnitt-av-daglige-noteringer/>

Norges Bank. (2017). *Statsobligasjoner Årsgjennomsnitt*. Hentet fra:
<https://www.norges-bank.no/Statistikk/Rentestatistikk/Statsobligasjoner-Rente-Arsgjennomsnitt-av-daglige-noteringer/>

Norges Bank. (2018). *Styringsrenten*. Hentet fra:
<https://www.norges-bank.no/pengepolitikk/styringsrenten/>

Oslo Børs. (2018). *American Shipping Company. Kursoversikt*. Hentet fra:
<https://www.oslobors.no/markedsaktivitet/#/details/AMSC.OSE/overview>

Oslo Børs. (2018). *Avance Gas Holding*. Hentet fra:
<https://www.oslobors.no/markedsaktivitet/#/details/AVANCE.OSE/overview>

Oslo Børs. (2018). *BW LPG*. Hentet fra:
<https://www.oslobors.no/markedsaktivitet/#/details/BWLPG.OSE/overview>

Oslo Børs. (2018). *Höegh LNG Holdings*. Hentet fra:
<https://www.oslobors.no/markedsaktivitet/#/details/HLNG.OSE/overview>

Oslo Børs. (2018). *Minileksikon*. Hentet fra:
<https://www.oslobors.no/Oslo-Boers/Om-Oslo-Boers/Minileksikon>

Overseas Shipholding Group. (2018). *About OSG*. Hentet fra:
<http://www.osg.com/about-osg>

Overseas Shipholding Group. (2018). *Fleet Information as of September 30, 2016*. Hentet fra:
<http://www.osg.com/fleet>

Overseas Shipholding Group. (2018). *Industry and U.S Flag*. Hentet fra:
<http://www.osg.com/industry>

Philly Shipyard. (2018). *History*. Hentet fra:
<http://www.phillyshipyard.com/s.cfm/1-9/History>

Proff Forvalt. (2018). *Ordbok E*. Hentet fra: <https://www.forvalt.no/Om/ordbok/E>

Proff Forvalt. (2018). *Ordbok L*. Hentet fra: <https://www.forvalt.no/Om/ordbok/L>

Proff Forvalt. (2018). *Ordbok R*. Hentet fra: <https://www.forvalt.no/Om/ordbok/R>

Regjeringen. (2016). *Direkte skatter*. Hentet fra:

<https://www.regjeringen.no/no/tema/okonomi-og-budsjett/skatter-og-avgifter/skattesatser-fradrag-og-belopsgrenser-i-2016/id2457143/>

Regjeringen. (2016). *Skattesatser 2016*. Hentet fra:

<https://www.regjeringen.no/no/tema/okonomi-og-budsjett/skatter-og-avgifter/skattesatser-fradrag-og-belopsgrenser-i-2016/id2457143/>

Regjeringen. (2017). *Skattesatser 2018*. Hentet fra:

<https://www.regjeringen.no/no/tema/okonomi-og-budsjett/skatter-og-avgifter/skattesatser-2018/id2575161/>

Regnskapsloven. (1998). *Lov om årsregnskap m.v (regnskapsloven) av 17. juli 1998 nr. 56*.

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

Reuters. (2018). *American Shipping Company*. Hentet fra:

<https://www.reuters.com/finance/stocks/overview/AMSCA.OL>

SSB. (2012). *Langvarig vekst i norsk Økonomi*. Hentet fra:

<https://www.ssb.no/nasjonaltregnskap-og-konjunkturer/artikler-og-publikasjoner/langvarig-vekst-i-norsk-okonomi>

Statsbudsjettet. (2014). *Statsbudsjettet 2014*. Hentet fra:

<https://www.statsbudsjettet.no/Statsbudsjettet-2014/Artikler/Skattesatser-2014/>

Transportation Institute. (2018). *The Jones Act*. Hentet fra:

<https://transportationinstitute.org/jones-act/>

U.S Department of the Treasury. (2018). *Daily Treasury Yield Curve Rates*. Hentet fra: <https://www.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/interest-rates/Pages/TextView.aspx?data=yieldAll>

Rapporter og tidsskrift:

American Shipping Company. (2018). *AMSC 4Q 2017 Presentation*. Hentet fra: <http://files.zetta.no/www-americanshippingco-com/upload/2017-q4-amsc-presentation.pdf>

American Shipping Company. (2014). *Annual Report 2013*. Hentet fra: [http://files.zetta.no/www-americanshippingco-com/upload/2013_annual_report_\(1\).pdf](http://files.zetta.no/www-americanshippingco-com/upload/2013_annual_report_(1).pdf)

American Shipping Company. (2015). *Annual Report 2014*. Hentet fra: http://files.zetta.no/www-americanshippingco-com/upload/amsc_annual_report_20141.pdf

American Shipping Company. (2016). *Annual Report 2015*. Hentet fra: http://files.zetta.no/www-americanshippingco-com/upload/amsc_2015_annual_report_final1.pdf

American Shipping Company. (2017). *Annual Report 2016*. Hentet fra: http://files.zetta.no/www-americanshippingco-com/upload/amsc_2016_annual_report_final_web_version.pdf

American Shipping Company. (2018). *Annual Report 2017*. Hentet fra: http://files.zetta.no/www-americanshippingco-com/upload/annual_report_2017-final.pdf

American Shipping Company. (2018). *SEB Nordic Seminar Jan 2018*. Hentet fra: http://files.zetta.no/www-americanshippingco-com/upload/amsc_-_seb_nordic_seminar_jan_2018.pdf

Avance Gas Holding. (2014). *2013 annual Consolidated audited financial Statements*. Hentet fra: <http://hugin.info/161089/R/1792468/616994.pdf>

Avance Gas Holding. (2015). *Avance Gas - 2014 Annual Report*. Hentet fra: <http://hugin.info/161089/R/1916777/685536.pdf>

Avance Gas Holding. (2016). *Avance Gas - 2015 Annual Report*. Hentet fra:
<http://www.avancegas.com/content/download/7202/39361/version/1/file/Avance+Gas+-+Annual+Report+2015.pdf>

Avance Gas Holding. (2017). *Avance Gas - Annual Report 2016*. Hentet fra:
<http://hugin.info/161089/R/2092439/790742.pdf>

Avance Gas Holding. (2018). *Avance Gas - Annual Report 2017*. Hentet fra:
<http://avancegas.com/content/download/7384/41192/version/1/file/Avance+Gas+-+Annual+Report+2017.pdf>

BW LPG. (2014). *Annual Report 2013*. Hentet fra:
<http://www.bwlpg.com/getmedia/7553cbdf-a17d-4bcb-bc64-d51e31ac8b20/BW-LPG-Annual-Report-2013.pdf.aspx>

BW LPG. (2015). *Annual Report 2014*. Hentet fra:
<http://annualreport2014.bwlpg.com/files/assets/common/downloads/publication.pdf>

BW LPG. (2016). *Annual Report 2015*. Hentet fra:
<http://www.bwlpg.com/BWLPG/media/Annual-Report/BW-LPG-2015-Annual-Report.pdf>

BW LPG. (2017). *Annual Report 2016*. Hentet fra: <http://annualreport2016.bwlpg.com>

BW LPG. (2018). *Annual Report 2017*. Hentet fra: <http://annualreport2017.bwlpg.com>

Det Kongelige Finansdepartementet. (2017). *Meld. St. 1 (2016-2017). Melding til Stortinget. Nasjonalbudsjettet 2017*. Hentet fra:
https://www.statsbudsjettet.no/upload/Statsbudsjett_2017/dokumenter/pdf/stm.pdf

Dimson, E., Marsh, P. & Staunton, P. (2011). *Equity premia around the world*. London Business School.

Fiskerstrand, A. (2013). *Verdsettelse av Havila Shipping AS*. (Mastergradavhandling, Universitetet i Stavanger. Hentet fra:
<https://brage.bibsys.no/xmlui/bitstream/handle/11250/183928/Fiskerstrand%20Andreas.pdf?sequence=1&isAllowed=y>

Gjesdal, F. (2007). *Regnskapsanalyse: Omgruppering av regnskapet for eierkontroll og verdsettelse*. Praktisk økonomi & finans nr.02/2007, s. 3-17. Hentet fra
https://www.idunn.no/pof/2007/02/regnskapsanalyse_omgruppering_av_regnskapet_for_eierkontroll_og_verdsettels

Höegh LNG. (2014). *Annual Report 2013*. Hentet fra:
<http://hugin.info/143849/R/1781036/655268.pdf>

Höegh LNG. (2015). *Annual Report 2014*. Hentet fra:
<http://hugin.info/143849/R/1914646/684190.pdf>

Höegh LNG. (2016). *Annual Report 2015*. Hentet fra:
<http://hugin.info/143849/R/2007718/742345.pdf>

Höegh LNG. (2017). *Annual Report 2016*. Hentet fra:
<http://hugin.info/143849/R/2100038/795961.pdf>

Höegh LNG. (2018). *Annual Report 2017*. Hentet fra:
<http://hugin.info/143849/R/2187833/846444.pdf>

Mellbye, C., Riialand, A., Holthe, E., Jakobsen, E. & Minsaas, E. (2016). *Maritim næring I det 21. Århundret – Prognoser, Trender og Drivkrefter*. Hentet fra:
<https://www.forskningsradet.no/servlet/Satellite?blobcol=urldata&blobheader=application%2Fpdf&blobheadername1=Content-Disposition%3A&blobheadervalue1=+attachment%3B+filename%3DAnalyserapport-Endeligrapportinymal.pdf&blobkey=id&blobtable=MungoBlobs&blobwhere=127450796980&ssbinary=true>

Miller, M. H. & Modigliani, F. (1958). *The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment*. The American Economic Review. Hentet fra:
http://www.jstor.org/stable/1809766?seq=1#page_scan_tab_contents

Norges Bank. (2017). *Pengepolitisk Rapport med vurdering av finansiell stabilitet*. Hentet fra:
https://static.norges-bank.no/contentassets/bf93b8d53485444282c5118f4cab81ca/ppr_4_17r.pdf?v=01%2F15%2F2018125038&ft=.pdf

PwC. (2018). *Risikopremie i det norske markedet 2017*. Hentet fra:
<https://www.pwc.no/no/publikasjoner/risikopremien-2017.html>

Vedlegg

Vedlegg 1: Dirty surplus

	2013	2014	2015	2016	2017
Unormale finansinntekter	0	9529	0	2668	4180
Unormale finanskostnader	- 3499	- 3534	- 5099	- 1903	- 3084
Unormalt finansresultat	- 3499	5995	- 5099	765	1096
Skatt på finansresultatet	980	- 1619	1377	- 191	- 252
Finansielt dirty surplus	16856	- 5106	- 188	121	58
Unormalt netto finansresultat	14337	-730	- 3910	695	891

Vedlegg 2: Skatteberegning

	2013	2014	2015	2016	2017
Opprinnelig skattekostnad	0	- 275	575	- 9932	2299
Skatt på netto finansresultat	- 5546	- 7402	- 9879	- 8436	- 9193
Skatt på unormalt finansresultat	- 980	1619	- 1377	191	252
Driftsrelatert skattekostnad	6526	5508	11831	- 1688	11240
Driftsresultat	50717	50672	50724	50784	50979
Unormalt driftsresultat	0	0	0	0	0
Driftsresultat før skatt	50717	50672	50724	50784	50979
Driftsrelatert skatt i prosent	12,9 %	10,9 %	23,3 %	-3,3 %	22,0 %
Gjennomsnittlig driftsrelatert skatt i %	13,2 %				

Vedlegg 3: Fremtidsbalanse AMSC

Fremtidsbalanse	Prognostisering	Prosentstans	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
Driftsinntekt			88 064	88 329	88 682	89 037	89 482
Immaterielle eiendeler	1 % av driftsinntekt	0,46 %	405	406	408	410	412
Driftsavhengig driftsmidler	1 % av driftsinntekt	985 %	867 257	869 859	873 338	876 831	881 216
Driftsavhengig omløpsmidler	1 % av driftsinntekt	5,62 %	4 949	4 964	4 983	5 003	5 028
Finansielle omløpsmidler	1 % av driftsinntekt	52,47 %	46 210	46 349	46 535	46 721	46 954
Sum eiendeler	Summering		918 821	921 578	925 264	928 965	933 610
Aksjekapital	Historisk snitt		182 819	182 819	182 819	182 819	182 819
Tilbakeført egenkapital	Årsresultat fra i fjor		2 937	6 943	10 967	15 008	19 067
Sum egenkapital	Summering		185 756	189 761	193 786	197 826	201 886
Gjeld							
Langsiktig finansiell gjeld	Balanserende post	Vurdering	677 802	676 388	675 827	675 265	675 572
Kortsiktig finansiell gjeld	1 % av driftsinntekt	47,98 %	42 256	42 383	42 552	42 722	42 936
Langsiktig driftsrelatert gjeld	1 % av eiendelene	0,71 %	625	627	629	632	635
Kortsiktig driftsrelatert gjeld	1 % av driftsinntekt	14,06 %	12 382	12 419	12 469	12 519	12 581
Sum gjeld	Summering		733 065	731 817	731 478	731 138	731 725
Sum egenkapital og gjeld	Summering		918 821	921 578	925 264	928 965	933 610

Vedlegg 4: Omgruppert balanse Höegh

Omgruppert balanse	2013	2014	2015	2016	2017
Eiendeler					
Utsatt skattefordel	772	374	364	353	528
Lisenser og andre immaterielle eiendeler	73 321	37 002	0	0	0
Sum immaterielle eiendeler	74 093	37 376	364	353	528
<i>Driftsavhengige anleggsmidler</i>					
Fartøy	455 097	896 978	871 353	1 139 734	1 386 132
Fartøy under bygging	379 119	127 092	161 198	129 678	232 998
Inventar, kontorutstyr, møbler osv.	16 070	9 825	25 539	22 120	22 871
Kontanter holdt av til spesifikk bruk (langiktig)	12 552	15 184	19 648	18 580	13 640
Sum driftsavhengige anleggsmidler	862 838	1 049 079	1 077 738	1 310 112	1 655 641
<i>Driftsavhengige omløpsmidler</i>					
Kundefordringer	61 132	15 948	33 307	40 539	37 697
Varelager	0	968	1 684	745	783
Kontanter holdt av til spesifikk bruk	13 595	23 735	15 542	10 274	6 976
Inventar	87	0	0	0	0
Sum driftsavhengige omløpsmidler	74 814	40 651	50 533	51 558	45 456
Langsiktige finansielle fordringer	17 985	27 124	12 960	22 123	25 795
Aksjonærlån	0	12 287	6 861	943	3 263
Sum finansielle anleggsmidler	17 985	39 411	19 821	23 066	29 058
<i>Finansielle omløpsmidler</i>					
Kontanter og bankinnskudd	57 474	66 302	97 623	186 346	152 940
Aksjonærlån	0	6 665	7 130	6 275	0
Omsettelige verdipapirer	13 794	117 317	231 094	135 751	74 022
Eiendeler holdt for salg	0	0	17 978	0	0
Andre finansielle omløpsmidler	0	0	0	0	1 390
Sum finansielle omløpsmidler	71 268	190 284	353 825	328 372	228 352
Sum eiendeler	1 100 998	1 356 801	1 502 281	1 713 461	1 959 035
Egenkapital					
Aksjekapital	699	699	768	769	772
Innbetalt egenkapital	337 797	419 835	522 954	550 659	552 421
Kapitalreserver	0	-85 936	-81 438	-53 853	-35 192
Beholdte inntjening/tap	50 609	27 458	-19 927	-51 599	-39 060
Ikke kontrollerte eierdel	0	96 929	69 208	150 087	226 297
Sum egenkapital	389 105	458 985	491 565	596 063	705 238
<i>Langsiktige forpliktelser knyttet til det finansielle</i>					
Langsiktig gjeld	535 298	636 257	732 026	786 567	1 082 246
Investerings i joint venture	0	95 012	73 502	48 530	35 159
Annen langsiktig gjeld	82 500	61 964	70 699	16 938	9 165
Sum langsiktige finansielle forpliktelser	617 798	793 233	876 227	852 035	1 126 570
<i>Langsiktige forpliktelser knyttet til drift</i>					
Utsatt inntekt	0	983	7 699	5 761	3 921
Utsatt skatteforpliktelse	0	150	358	6 114	8 301
Sum langsiktige forpliktelser knyttet til drift	0	1 133	8 057	11 875	12 222
<i>Kortsiktige forpliktelser knyttet til det finansielle</i>					
Kortsiktig gjeld	35 310	46 822	55 036	149 295	73 413
Andre kortsiktige finansielle forpliktelser	33 911	27 712	18 372	57 890	8 465
Sum kortsiktig finansielle forpliktelser	69 221	74 534	73 408	207 185	81 878
<i>Kortsiktige forpliktelser knyttet til drift</i>					
Annen kortsiktig gjeld	12 442	14 495	32 100	26 171	16 481
Offentlige forpliktelser	12 432	14 421	20 924	20 132	16 646
Sum driftsrelatert kortsiktig gjeld	24 874	28 916	53 024	46 303	33 127
Gjeld	711 893	897 816	1 010 716	1 117 398	1 253 797
Sum egenkapital og gjeld	1 100 998	1 356 801	1 502 281	1 713 461	1 959 035

Vedlegg 5: Regnskap Höegh

	2013	2014	2015	2016	2017
Driftsinntekter	61 838	83 681	198 684	213 889	271 048
Byggekontraktinntekter	52 672	52 479	0	0	
Andre driftsinntekter	16 051	8 149	9 328	5 252	5 777
Andel fra joint venture	15 061	9 995	11 359	13 773	2 525
Sum Driftsinntekter	145 622	154 304	219 371	232 914	279 350
Driftskostnader fartøy	- 35 409	- 35 383	- 38 061	- 35 783	- 36 164
Anleggskontraktkostnader	- 45 645	- 36 230	0	0	0
Mannskapskostnader	- 10 817	- 16 408	- 19 463	- 21 173	- 22 810
Prosjekt og admin. kostnader	- 22 216	- 32 591	- 31 863	- 33 746	- 35 441
Andre driftskostnader	- 12 820	- 15 418	- 22 407	- 22 581	- 28 802
Forretningsutviklingskostnader	- 20 594	- 17 913	- 17 285	- 8 351	- 7 231
Sum driftskostnader	- 147 501	- 153 943	- 129 079	- 121 634	- 130 448
EBITDA	- 1 879	361	90 292	111 280	148 902
Avskrivning	- 17 169	- 21 068	- 30 717	- 34 848	- 42 362
Nedskrivning	0	- 44 836	- 33 887	0	- 380
EBIT	- 19 048	- 65 543	25 688	76 432	106 160
Renteinntekter	2 287	1 778	1 495	1 457	2 256
Andre finansinntekter	1 084	562	423	6 214	3 195
Rentekostnad	- 3 315	- 18 341	- 43 990	- 55 180	- 60 656
Andre finanskostnader	- 1 323	- 4 795	- 9 318	- 9 790	- 4 755
Netto finansresultat	- 1 267	- 20 796	- 51 390	- 57 299	- 59 960
Resultat før skatt	- 20 315	- 86 339	- 25 702	19 133	46 200
Skattekostnad	- 486	- 2 017	- 1 056	- 5 121	- 5 148
Resultat	- 20 801	- 88 356	- 26 758	14 012	41 052

Vedlegg 6: Omgruppert balanse Avance Gas Holding

<i>Omgruppert balanse</i>	2013	2014	2015	2016	2017
Elendeler					
<i>Driftsavhengige anleggsmidler</i>					
Fartøy	371 040	497 196	957 593	852 631	815 620
Inventar, kontorutstyr, møbler osv.	7 671	7 673	8 149	8 154	7 875
Sum driftsavhengige anleggsmidler	378 711	504 869	965 742	860 785	823 495
<i>Driftsavhengige omløpsmidler</i>					
Kundefordringer	6 654	21 509	71 238	13 705	16 920
Andre kortsiktige fordringer	450	445	27	36	0
Inventar	4 605	3 546	4 895	4 940	3 993
Kontanter holdt av til spesifikk bruk	10 798	0	0	0	0
Andre omløpsmidler	1 119	1 275	1 962	3 193	3 566
Forskuddsbetalte kostnader	691	974	2 635	724	0
Sum driftsavhengige omløpsmidler	24 317	27 749	80 757	22 598	24 479
<i>Finansielle anleggsmidler</i>					
Goodwill	1 886	2 374	2 262	263	150
Sum finansielle anleggsmidler	1 886	2 374	2 262	263	150
<i>Finansielle omløpsmidler</i>					
Kontanter og bankinnskudd	199 883	162 279	70 033	149 062	62 316
Sum finansielle omløpsmidler	199 883	162 279	70 033	149 062	62 316
Sum eiendeler	604 797	697 271	1 118 794	1 032 708	910 440
Egenkapital					
Aksjekapital	30 384	35 278	35 278	64 528	64 528
Egne aksjer	0	0	- 11 867	- 11 867	- 11 867
Opptjent egenkapital	354 781	445 032	444 890	474 737	475 036
Beholdt inntjening/tap	7 303	28 392	39 277	- 61 566	- 116 316
Tap ved verdjustering	- 103	- 199	- 7 633	- 8 873	- 7 449
Sum egenkapital	392 365	508 503	499 945	456 959	403 932
<i>Langsiktige forpliktelser knyttet til det finansielle</i>					
Langsiktig gjeld	133 744	165 391	508 432	387 201	367 000
Langsiktig kredittfasiliteter	0	0	0	150 000	100 000
Derivater	0	0	7 573	6 660	4 969
Sum langsiktige finansielle forpliktelser	133 744	165 391	516 005	543 861	471 969
<i>Langsiktige forpliktelser knyttet til drift</i>					
Sum langsiktige forpliktelser knyttet til drift	0	0	0	0	0
<i>Kortsiktige forpliktelser knyttet til det finansielle</i>					
Derivater	0	0	0	2 271	2 538
Kortsiktig del av langsiktig gjeld	69 218	18 055	42 931	20 598	20 598
Roterende kredittfasiliteter	0	0	50 000	0	0
Sum kortsiktig finansielle forpliktelser	69 218	18 055	92 931	22 869	23 136
<i>Kortsiktige forpliktelser knyttet til drift</i>					
Opptjente reiseutgifter	2 095	453	6 723	4 862	4 219
Annen kortsiktig gjeld + påløpte kostnader	5 024	4 047	2 129	1 417	1 317
Leverandørgjeld	2 351	822	1 061	2 740	5 867
Sum driftsrelatert kortsiktig gjeld	9 470	5 322	9 913	9 019	11 403
Sum egenkapital og gjeld	604 797	697 271	1 118 794	1 032 708	910 440

Vedlegg 7: Regnskap Avance Gas Holding

	2013	2014	2015	2016	2017
Driftsinntekter	115 000	180 406	310 873	143 915	110 910
Sum Driftsinntekter	115 000	180 406	310 873	143 915	110 910
Driftskostnader fartøy	- 22 809	- 21 597	- 29 139	- 39 785	- 38 944
Admin. kostnader	- 4 125	- 7 842	- 7 843	- 6 472	- 5 539
Transportkostnader	- 41 226	- 41 837	- 46 218	- 51 176	- 57 134
Sum driftskostnader	- 68 160	- 71 276	- 83 200	- 97 433	- 101 617
EBITDA	46 840	109 130	227 673	46 482	9 293
Avskrivning	- 23 667	- 20 938	- 31 483	- 41 597	- 40 025
Nedskrivning goodwill	0	0	0	- 1 886	0
Nedskrivning skip	0	0	0	- 51 426	0
EBIT	23 173	88 192	196 190	- 48 427	- 30 732
Renteinntekter	276	393	131	71	215
Andre finansinntekter	1 881	0	0	0	31
Rentekostnad	- 12 623	- 4 693	- 12 932	- 19 633	- 24 209
Andre finanskostnader	- 1 205	- 1 915	- 220	- 51	0
Netto finansresultat	- 11 671	- 6 215	- 13 021	- 19 613	- 23 963
Resultat før skatt	11 502	81 977	183 169	- 68 040	- 54 695
Skattekostnad	0	- 210	- 8	- 117	- 55
Resultat	11 502	81 767	183 161	- 68 157	- 54 750

Vedlegg 8: Omgruppert balanse BW LPG

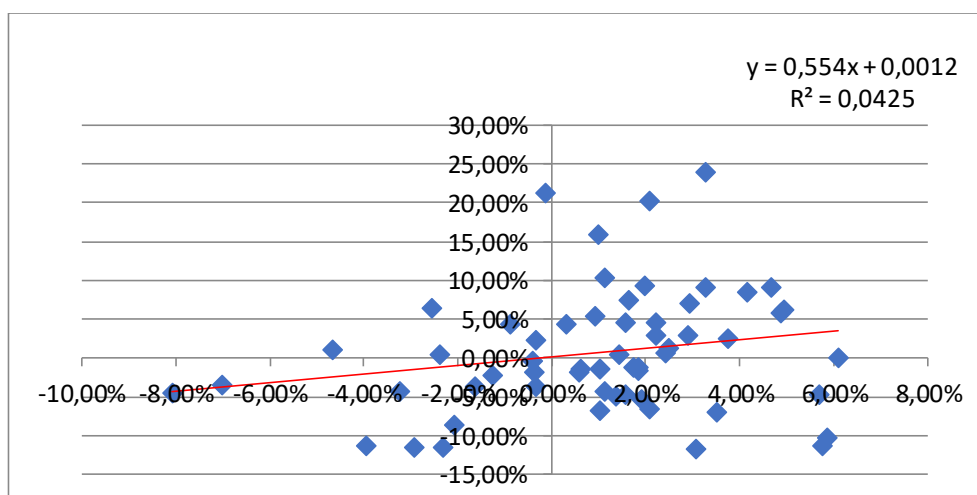
<i>Omgruppert balanse</i>	2013	2014	2015	2016	2017
Eiendeler					
<i>Driftsavhengige anleggsmidler</i>					
Fartøy	1 261 290	1 282 424	1 662 116	2 278 309	2 085 429
Fartøy under bygging	65 241	153 838	161 762	74 061	0
Tørrlast	28 436	36 173	39 683	60 350	50 007
Inventar, kontorutstyr, møbler osv.	316	497	373	274	334
Inngåtte leieavtaler	22 291	17 381	12 471	7 561	2 650
Sum driftsavhengige anleggsmidler	1 377 574	1 490 313	1 876 405	2 420 555	2 138 420
<i>Driftsavhengige omløpsmidler</i>					
Kundefordringer	122 029	87 177	98 319	67 577	94 139
Varelager	20 719	15 629	9 072	12 687	19 424
Sum driftsavhengige omløpsmidler	142 748	102 806	107 391	80 264	113 563
<i>Finansielle anleggsmidler</i>					
Derivater	0	681	601	7 695	5 259
Lånefordringer fra Joint Venture	0	0	0	0	34 700
Investering i Joint Venture	0	0	0	0	915
Finansielle eiendeler for salg	0	0	31 580	0	0
Sum finansielle anleggsmidler	0	681	32 181	7 695	40 874
<i>Finansielle omløpsmidler</i>					
Kontanter og bankinnskudd	110 907	70 245	93 784	80 563	56 548
Lånefordringer fra Joint Venture	0	0	0	0	1 500
Eiendeler holdt for salg	0	0	0	4 245	103 098
Derivater	184	19	0	539	1 303
Sum finansielle omløpsmidler	111 091	70 264	93 784	85 347	162 449
Sum eiendeler	1 631 413	1 664 064	2 109 761	2 593 861	2 455 306
Egenkapital					
Aksjekapital	1 363	1 363	1 363	1 419	1 419
Aksjepremie	268 987	269 103	269 103	289 812	289 812
Egne aksjer	0	- 22 445	- 457	- 457	- 1 565
Annen egenkapital	- 41 467	- 43 286	- 43 130	- 33 980	- 30 261
Tillagt overskudd	685 913	685 913	685 913	685 913	685 913
Beholdte inntjening/tap	50 203	180 747	248 238	167 626	124 938
Ikke kontrollerende eierdel	9 730	9 559	9 689	7 043	3 292
Sum egenkapital	974 729	1 080 954	1 170 719	1 117 376	1 073 548
<i>Langsiktige forpliktelser knyttet til det finansielle</i>					
Langsiktig gjeld	503 362	469 855	766 937	979 590	1 076 212
Derivater	0	797	1 207	389	117
Sum langsiktige finansielle forpliktelser	503 362	470 652	768 144	979 979	1 076 329
<i>Langsiktige forpliktelser knyttet til drift</i>					
Utsatt inntekt	1 241	745	248	0	0
Sum langsiktige forpliktelser knyttet til drift	1 241	745	248	0	0
<i>Kortsiktige forpliktelser knyttet til det finansielle</i>					
Derivater	0	1 709	5 900	5 306	558
Kortsiktig gjeld	105 227	59 579	120 060	431 245	264 924
Sum kortsiktig finansielle forpliktelser	105 227	61 288	125 960	436 551	265 482
<i>Kortsiktige forpliktelser knyttet til drift</i>					
Utsatt inntekt	496	496	496	248	0
Annen kortsiktig gjeld	46 358	49 254	43 372	59 519	39 365
Kortsiktige skatteforskjeller	0	675	822	188	582
Sum driftsrelatert kortsiktig gjeld	46 854	50 425	44 690	59 955	39 947
Sum Gjeld	656 684	583 110	939 042	1 476 485	1 381 758
Sum egenkapital og gjeld	1 631 413	1 664 064	2 109 761	2 593 861	2 455 306

Vedlegg 9: Regnskap BW LPG

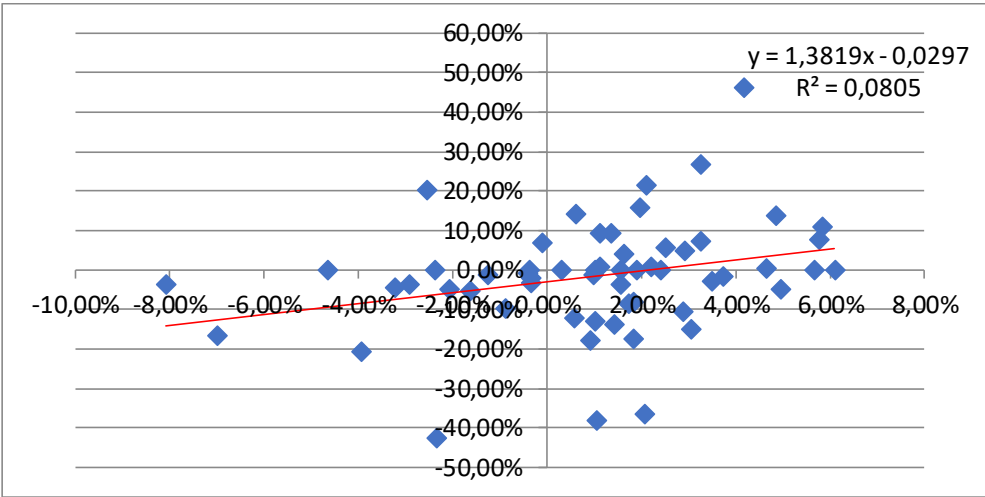
	2013	2014	2015	2016	2017
Driftsinntekter	288 732	539 170	626 492	406 655	335 434
Andre driftsinntekter	886	1 867	2 016	1 776	5 607
Sum Driftsinntekter	289618	541037	628508	408431	341041
Driftskostnader fartøy	- 148 182	- 188 526	- 185 233	- 181 445	- 199 236
Lønnskostnad	- 485	- 4 635	- 6 198	- 7 127	- 6 959
Andre driftskostnader	- 4 768	- 7 831	- 6 817	- 9 718	- 9 332
Sum driftskostnader	- 153 435	- 200 992	- 198 248	- 198 290	- 215 527
EBITDA	136 183	340 045	430 260	210 141	125 514
Avskrivning	- 59 452	- 71 037	- 84 716	- 99 476	- 127 339
Gjenvinning skip	0	0	0	4 874	9 826
Gevinst/tap ved salg av skip	- 880	0	0	2 885	577
Nedskrivning skip	56 347	0	0	- 175 608	- 4 552
Andel tapt i joint venture	0	0	0	0	- 548
Negativ goodwill v/kjøp av datter. s	0	0	0	110 538	0
Tap ved anvendelse av datter. s	- 1 025	0	0	0	0
EBIT	131 173	269 008	345 544	53 354	3 478
Renteinntekter	236	135	143	868	1 177
Rentekostnad	- 5 480	- 10 588	- 16 844	- 27 572	- 46 981
Andre finanskostnader	- 219	- 2 189	- 1 956	- 2 785	- 1 926
Netto finansresultat	- 5 463	- 12 642	- 18 657	- 29 489	- 47 730
Resultat før skatt	125 710	256 366	326 887	23 865	- 44 252
Skattekostnad	0	- 697	- 749	- 233	- 544
Resultat	125 710	255 669	326 138	23 632	- 44 796

Vedlegg 10: Regresjonsanalyse av komparative selskap, industrispesifikk beta

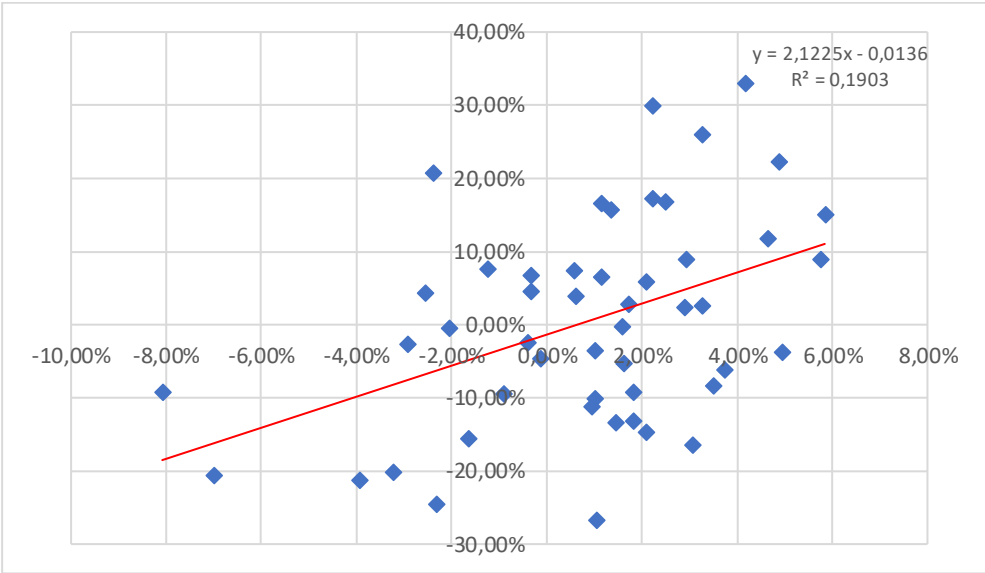
Beta Höegh LNG Holdings



Beta Avance Gas Holding



Beta BW LPG



Vedlegg 11: Monte Carlo-simulering - Kontantstrømmodellen

	Maks	Min	Mean	St.dev	Tilfeldig verdi
Risikofri rente	0,0341	0,0141	0,0241	0,00333	0,02386
Beta	1,8000	0,8000	1,3000	0,16667	1,23828
Markedsrisikopremie	0,0625	0,0375	0,0500	0,00417	0,04296
Gjeldskostnad	0,0867	0,0520	0,0694	0,00578	0,06698
Vekst	0,0390	0,0190	0,0290	0,00333	0,03138
Egenkapitalkostnad	7,71 %				
Gjeldskostnad	6,70 %				
WACC	5,70 %				

z	Bins	Frekvens
-4,5	-57,54	0
-4,0	-45,72	0
-3,5	-33,90	0
-3,0	-22,07	0
-2,5	-10,25	0
-2,0	1,57	10
-1,5	13,40	227
-1,0	25,22	1036
-0,5	37,05	2075
0,0	48,87	2319
0,5	60,69	1810
1,0	72,52	1150
1,5	84,34	634
2,0	96,16	359
2,5	107,99	168
3,0	119,81	86
3,5	131,63	54
4,0	143,46	26
4,5	155,28	17

Vedlegg 12: Monte Carlo-simulering - Dividendmodellen

	Maks	Min	Mean	St.dev	Tilfeldig verdi
Risikofri rente	0,0341	0,0141	0,0241	0,003333333	0,02371604
Beta	1,8000	0,8000	1,3000	0,166666667	1,60568511
Markedsrisikopremie	0,0625	0,0375	0,0500	0,004166667	0,04722116
Vekst	0,0390	0,0190	0,0290	0,003333333	0,03136561
Egenkapitalkost	0,09954				

z	Bins	Frekvens
-5	1,35	0
-4,5	4,59	0
-4	7,83	0
-3,5	11,06	0
-3	14,30	0
-2,5	17,53	0
-2	20,77	10
-1,5	24,00	270
-1	27,24	1146
-0,5	30,47	1945
0	33,71	2224
0,5	36,94	1777
1	40,18	1180
1,5	43,42	663
2	46,65	369
2,5	49,89	182
3	53,12	121
3,5	56,36	69
4	59,59	24
4,5	62,83	11
5	66,06	5

Refleksjonsnotat Mats Riis Randby

Denne masteroppgaven har tatt utgangspunkt i å finne en verdi aksjeselskapet American Shipping Company den 29.12.2018 (siste børsdag). Oppgaven har bruksverdi for eksterne investorer som ønsker kunnskap om verdien til selskapet og på den måten kan fatte en beslutning om de ønsker å investere i aksjen, beholde aksjen eller selge aksjen. Oppgaven har tatt for seg en strategisk analyse av selskapet, samt en regnskapsanalyse. Disse to analysene har lagt grunnlaget for videre prognostisering av fremtidige regnskapstall og på bakgrunn av disse har man kunne lage fremtidige kontantstrømmer som blir diskontert tilbake til en nåverdi. Denne nåverdien er altså verdien per aksje og vil gi en total verdi på American Shipping Company. Verdien per aksje jeg har kommet frem til er NOK 35,56 og konklusjonen av oppgaven blir dermed å anbefale et kjøp av aksjen. Verdien på aksjen er kommet frem til ved hjelp av en fundamental analyse, der to forskjellige verdsettelsesmetoder er brukt. Denne delen har blitt vektet totalt 4/5 av den totale verdien som tidligere nevnt. De siste 1/5 av verdiestimatet kommer fra multippelbasert verdsettelse, der jeg har sett på sammenlignbare selskaper og brukt deres størrelser og regnskapstall til å komme frem til et bransjesnitt.

Det å spekulere i aksjer er noe som skjer i alle land. Gjennomføre gode kjøp, og selge på riktig tidspunkt er noe alle investorer verden over streber etter å klare. Det lages derfor stadig prognoser og antagelser om forskjellige selskaper og hvordan hendelser eksternt og internt kan påvirke selskapsverdien negativt eller positivt. En fundamental verdsettelse som jeg har skrevet kan sammenlignes med slike prognoser og antagelser. Selve konklusjonen når det gjelder verdiestimat i verdsettelsen er noe investorer over hele verden gjerne skulle visst før de tar en beslutning om kjøp/salg av en aksje. Men informasjonen de trenger må være nylig oppdatert. Ulempen med å gjennomføre en så detaljert verdsettelse av et selskap er at konklusjonen fra analysen vil nå ut til investorene for sent. Analysen som skrives er basert på et semester og informasjonen om verdiestimatet vil følgelig være 5-6 mnd gammelt. For en investor kan det å kjøpe eller selge en aksje på bakgrunn av informasjon som er 5-6 mnd gammel være risikabelt, men informasjonen som kommer fra analysen er nøye gjennomført og gått i dybden av selskapet. Det er absolutt verdt å vektlegge analysen, men samtidig komplimentere med nyere, men ikke fullt like detaljerte prognoser.

Et annet moment er regnskapsmanipulasjon. En fundamental analyse som denne er basert på offentlige regnskapstall som er kjent for hele verden. Ved å følge internasjonale regnskapsregler, er regnskap et språk alle med regnskapsmessig bakgrunn forstår. Det betyr altså at svært mange kan gjennomføre en fundamental analyse av et hvilket som helst selskap, dersom regnskapstallene er offentlig tilgjengelig. Ved å gjennomføre slike analyser stoler man på at regnskapsinformasjon er pålitelig og gjennomført i henhold til gjeldende regelverk. Dersom man har stor grunn til å tro at regnskap er blitt manipulert, er det lite hensiktsmessig å gjennomføre slike analyser, da analysene ikke vil gi noe korrekt bilde av hvordan et selskaps faktiske situasjon egentlig er. Er man i god tro på at et regnskap som er manipulert, er utført i henhold til reglene, men allikevel gjennomfører en fundamental analyse, kan dette påvirke investorer handlinger som ikke nødvendigvis er riktige. Skjer dette i stor skala, kan det faktisk være opptakten til økonomisk ustabil situasjon eller i verste fall krise.

Selskapet som er verdsatt lever av å lease ut skipene sine. Alle skip er leaset ut til en kunde, som i hovedsak transporterer olje og gass. Analysen er basert på en fremtidshorison på 5 år. Selv om verden ikke blir olje- og gassfri på 5 år, er det naturlig å stille seg spørsmålet om denne type drift kan gjenskape samme resultater i fremtiden, med tanke på at verden har mer og mer fokus på miljøvennlig tiltak. En verden som ønsker fornybare energi velkommen, samtidig som at olje- og gassrelatert bruk stadig blir avgiftsbelagt for å redusere bruken. Miljøtrenden som verden opplever er absolutt noe en investor bør ta innover seg før han fatter en avgjørelse.

Det å skrive en masteroppgave i verdsettelse er noe som er gjennomført tidligere av både studenter og fagpersoner. Prosessen ved å gjennomføre en slik oppgave er godt kjent og det er vanskelig å skulle peke på elementer som er helt nytt. Det finnes selvfølgelig forskjellige varianter å bygge en verdsettelsesoppgave opp på, men de fleste følger gjerne en mal, der teori, strategisk analyse, regnskapsanalyse, beregning av avkastningskrav, fremtidsregnskaps/prognose, fundamental verdsettelse, multippelbasert verdsettelse, sensitivitets analyse og konklusjon er de vanligste kapitlene. Alle verdsettelsesoppgaver har også som mål om å kunne komme frem til et verdiestimat på et valgt selskap. Om ikke konklusjonene er like i alle oppgaver, så vil størsteparten av oppgavene komme frem til en konklusjon der de anbefaler en investor å enten kjøpe, selge eller beholde aksjen. Da jeg hadde falt ned på at verdsettelse var temaet jeg ønsket å skrive masteroppgave om, var jeg tidlig ute med å velge et selskap som svært få eller ingen hadde skrevet om tidligere. Jeg

ønsket ikke å lage nærmest en kopi av en tidligere verdsettelseoppgave, der man, satt litt på spissen, nærmest kun trenger å tilføye siste regnskapsår. Jeg ønsket å finne så mye som mulig om selskapet, uten å bli påvirket av tidligere oppgaver. Jeg valgte derfor American Shipping Company som mitt selskap. Det er skrevet mange oppgaver om shippingselskaper, men majoriteten av disse er Farstad Shipping, DOF AS og Havila AS. Dette er ikke i seg selv innovativt, men viser vilje til å gjøre denne oppgaven litt mer interessant innenfor tema verdsettelse. Min oppgave passer inn i beskrivelsen av en verdsettelsesoppgave som vist i avsnittet over og på bakgrunn av det, mener jeg at tema innovasjon ikke er veldig relevant for en verdsettelsesoppgave.

Når det gjelder ansvar og etiske problemstillinger er det naturlig å knytte dette om mot oppgavens mening og hensikt. Hvem er oppgaven/analysen skrevet for? Er det et selskap som har et ønske å bli verdsatt og dermed har sine insentiver eller er oppgaven skrevet som et ledd i et masterprogram? En slik type analyse som er gjennomført, bygger på mange antagelser og noe blir alltid vektet mer enn andre ting. Har man intensiver den ene eller andre veien kan dette få betydning på hvordan man tolker forskjellige momenter og dermed ikke ha et objektivt syn på oppgaven lenger. Når det gjelder akkurat denne verdsettelsesoppgaven er den skrevet i regi av UIA sitt masterprogram og jeg som studenter har ikke hatt noen insentiv til å skulle få en høy eller lav aksjekurs. Så fra mitt ståsted kan jeg ikke se noen etiske utfordringer med akkurat denne oppgaven, men jeg ser helt klart muligheten for at andre kan manipulere resultatene som en slik analyse vil gi.

Når det gjelder ansvarlighet ved denne oppgaven og hva som kan bedre nettopp dette momentet, så kan det tenkes at UIA kan sette visse krav for å få lov til å skrive en verdsettelseoppgave. UIA gjennomfører to verdsettelsekurs, BE-316 – Valuation og BE-414 - Financial Statement Analysis and Equity Valuation, det ene på bachelorprogrammet og det andre på masterprogrammet. Det er helt klart for min del vært en fordel og ha gjennomgått disse to kursene, og jeg vil absolutt anbefale at fremtidige studenter også må gjennom disse kursene før de begir seg ut på masteroppgave innenfor verdsettelse. Dette året her har det ikke vært noe krav til dette, men jeg vil tro oppgavens analytiske del og bevisstgjøringen rundt ansvarlighet ved en slik oppgave vil bedres ved å innføre et slikt tiltak.

Refleksjonsnotat Nicklas Alexander Myhre

Denne masteroppgaven har blitt skrevet innenfor hovedtemaet verdsettelse. I oppgaven har jeg valgt å verdsette et børsnotert selskap fra Oslo Børs, American shipping Company, hvor det er blitt valgt en problemstilling med fokus på to hovedtemaer,

- I. Hva er den verdsatte aksjeprisen for AMSC per 29.12.2017?
- II. Ved å ta den gitte verdien på aksjen i betraktning, vil vi anbefale å selge, holde eller kjøpe selskapet sin aksje sett opp mot reelle kursen fra Oslo børs?

For å besvare disse problemstillingene har jeg benyttet all kunnskap og lærdom Universitetet i Agder har gitt gjennom sine kurs både gjennom et godt bachelor- og masterprogram. For å besvare og analysere den verdsatte verdien for et børsnotert selskap må man ta for seg temaer som strategi, matematikk, statistikk, verdsettelse og finansregnskap for å nevne noen. Kunnskap på tvers mellom de ulike kursene må være med for å gjennomføre gode analyser og drøftelser gjennom masteroppgaven, og med dette gi et godt og gjennomarbeidet resultat. Det er gøy og en stor mestringsfølelse at jeg gjennom fem år ved Universitet i Agder har fått en slik bred forståelse og gjennomgang av så mange aktuelle temaer. Dette har gjort at de alle på hver sin måte har vært med på å forberede og gjøre meg mer kvalifisert til å skrive en slik avhandling.

American Shipping Company er et shippingselskap som opererer i U.S Jones Act-markedet, hvor de leaser ut fartøy til markedets største aktør, Overseas Shipholding Group. Det har vært interessant å se på selskapet sine interne forhold, samt alle de eksterne forholdene rettet mot ytre forhold, og hvordan dette har en innvirkning på selskapets egenkapitalverdi og aksjepris. Alle momenter som er med i oppgaven har vært en tidkrevende prosess, hvor jeg har vært nødt til å sette meg inn i alle kapitlene oppgaven er bygget opp på til å tilslutt kunne få en endelig aksjepris og kunne besvare oppgavens problemstilling. For min del endte dette med å finne ut at selskapet var noe underpriset på verdsettelsestidspunktet. Gjennom fundamental- og multipelbasert verdsettelse har jeg kommet frem til en aksjepris på NOK 35,36, hvor prisen 28.05.18 var NOK 27,25, og jeg kunne komme med en kjøpsanbefaling på aksjen.

Internasjonalisering

Denne oppgaven har både et hovedselskap og tre komparative selskaper som alle hører til på Oslo Børs, og innenfor shipping er Norge en av verdens største aktører. Til tross for at jeg har valgt ut selskaper som er norske, tar denne oppgaven for seg hensyn tatt mot det internasjonale markedet. Etersom AMSC er et selskap som opererer i U.S Jones Act-markedet, et marked som er i amerikansk farvann, må selskapet forholde seg til de retningslinjer som er satt for å operere nettopp her. Både gjennom hvordan og av hvem båtene blir produsert, og hvem som kan få lov å operere på deres skip. Gjennom den strategiske analysen er spørsmålet knyttet til AMSC rolle internasjonalt belyst nærmere gjennom spesielt en VRIO-analyse, men også Porter's five forces og PESTEL belyser dette tett. Gjennom denne masteravhandlingen er det følgelig store spørsmål knyttet til hvilke lands lovverk, markedshensyn, renter og skattesatser som må tas hensyn til, samt drøftes. Ved å ta et selskap som direkte opererer gjennom å lease ut sine fartøy til en kunde i nevnte internasjonalemarked, blir det trukket inn problemstillinger og muligheter mot hva internasjonalisering vil og kan gjøre med et selskap med norske eierandeler.

Ved den nevnte internasjonaliseringen er flere emner både på bachelor-og masterstudiet vært nyttige og viktige for å kunne gi en riktig og god drøftelse rundt ulike valg gjort i denne oppgaven. Spesielt er kapittel 7, avkastningskravet til totalkapitalen, basert på en rekke drøftelser i valg rundt blant annet amerikansk eller norske statsobligasjoner på den risikofrie renten, norske eller amerikanske markedspremier og hvilke av de to landenes skattesatser som bør trekkes fra i gjeldskostnaden.

Innovasjon

Verdsettelse av et aksjeselskap er på mange måter et lite innovativt tema når det kommer til å skrive en masteroppgave. Verdsettelsesteorien er over flere tiår teorier det er vanskelig å gjøre endringer ved, da disse er anvendt i alle verdsettelsesoppgaver. For meg som student er det mer hensiktsmessig å forske og forstå de allerede anvendte teoriene, kontra å komme med nye og innovative løsninger. Det jeg har forsøkt på i denne oppgaven er derfor å bruke eksisterende verdsettelsesteori, siden denne er mye anvendt i teori og praksis, og heller ta innovative valg knyttet til valg av selskapet. Det er ikke skrevet om AMSC tidligere etter hva jeg har klart å finne, som gir blant annet en strategisk analyse som ikke er gjort tidligere. Dette gir også at man må se på selskapets regnskapstall helt på egenhånd, uten å bruke andre sine verk til inspirasjon eller å «kopiere» nyttig regnskapsinformasjon eller regnskapstall.

Som eneste leasingselskap i U.S Jones Act vil dette også være en type selskap jeg ikke har sett andre ha gått i dybden på tidligere, som gir særegne drøftelser og valg underveis i oppgaven.

Hovedpoenget med en slik oppgave er at jeg etter en lang rekke analyser og drøftelser skal komme frem til en verdi per aksje for selskapet og sammenligne denne opp mot aksjen oppgitt på Oslo Børs. Da kan man gi en anbefaling på om det er aktuelt å kjøpe, selge eller beholde aksjen. Ettersom de fleste verdsettelsesoppgaver jobber med akkurat den samme problemstillingen, bare rettet mot sine spesifikke selskap, er det vanskelig å argumentere for at innovasjon er det viktigste knyttet til oppgaven. Til tross for dette har jeg prøvd å velge et selskap som ikke går igjen som de vanligste selskapene og bransjene som velges på tvers av universiteter og høyskoler rundt om i Norge.

Ansvar og etikk

Innenfor ansvar og etiske problemstillinger er shippingbransjen virkelig høyaktuell innenfor mange punkter. Gjennom mine analyser ser man hvilke utfordringer shipping spesielt har knyttet mot miljømessige- og lovmessige-forhold. Med et samfunn som mer og mer er opptatt av miljøet, kan shipping på mange måter bli sett på som en miljøversting. Dette har jeg gjennom det siste halvåret funnet ut at shippingbransjen tar alvorlig. Ved produksjon av fartøy er det de siste årene lovmessige forhold som har satt større krav knyttet til forurensning ved bruk av fartøy. Dette gjenspeiler seg både til større krav under produksjon av nye fartøy, men også til selskap og mannskap som bemanner og opererer skipene. I mitt tilfelle er det her både vært viktig å se på forhold knyttet til at AMSC må være påpasselig med utbyggingen av sine fartøy og hvordan skipene bemannes. Ved utbyggingen er det viktig med moderne og miljømessige tiltak slik at de kan lease ut fartøy som tilfredsstiller de restriksjoner som er satt i U.S Jones Act-markedet. I tillegg må de også være påpasselig i forhold til deres kunde, OSG, slik at de forholder seg til det samme lovverket i deres måte å operere og bemanne de samme skipene. Konsekvensene ved å ikke å vise ansvar og følge etiske retningslinjer vil for et selskap som AMSC være noe av det viktigste. Uten et slikt fokus, vil i verste fall fartøyene ikke bli benyttet av deres kunde eller skape dårligere holdninger og meninger knyttet mot selskapet. Dette er noe som absolutt ikke er gunstig, sett at de er et selskap som opererer på Oslo Børs og vil være med å senke deres aksjeverdi.

Oppgaven tar også for seg justering av målefeil, hvor etiske problemstillinger kan skape problemer. Ettersom jeg har funnet utelukkende offentlig tilgjengelig informasjon, stiller det seg en rekke forutsetninger vi må anta for å kunne si at selskapet opererer etisk. *Earning management* er et av disse, der jeg i oppgaven har måtte ta en forutsetning at det ikke er forekommet manipulasjon av balanser og resultater som jeg har benyttet. Som et eksempel kan man ikke være helt sikre på at AMSC ikke har bedrevet med kreativ regnskapsføring og gjort sine resultater bedre enn de er. Her har jeg bare måtte ta som en forutsetning at selskapet har det etiske på plass. På samme måte som at AMSC må opptre etisk korrekt, er min oppgave skrevet etter de etiske retningslinjer satt av Universitetet i Agder. Alt arbeid er utført av undertegnede og partner, hvor strenge restriksjoner knyttet til kildehenvisning og plagiering er fullt.

En forbedring knyttet til å gjennomføre denne type oppgave på en bedre måte ville kanskje være å gi muligheten til å delta i enda flere kurs knyttet til temaet. Som nevnt tidligere syns jeg mange av kursene jeg har tatt i løpet av masterperioden har vært representative for selve utarbeidelsen av oppgaven. Derimot har det for meg vært litt mindre kunnskap knyttet til selve hovedelementet i oppgaven, fundamental verdsettelse. Det tilbys et kurs på bachelornivå – BE-316 og et på masterprogrammet – BE-414, hvor dette undervises i. Sammen med disse kursene kunne uten tvil denne oppgave blitt styrket om man hadde hatt temaer som belyste en mer praktisk tilnærming til det å verdsette et børsnotert selskap. Gjennom et slikt kurs kunne man kunne fokusere mer på kunnskap knyttet til det å hente ut riktig informasjon fra virkelige børsnoterte selskaper, som skal anvendes i de ulike verdsettelsesmodellene. Selv om dette ikke er et tilbud, vil jeg anbefale alle fremtidige studenter å delta i de nevnte kursene for en god forståelse av emnet.