



# Masteroppgave

**BØK950 Økonomi og administrasjon**

**Verdsettelse av Farstad Shipping ASA**

Andreas Sandnes Larsen

Totalt antall sider inkludert forsiden: 55

Molde, 27. mai 2016



## Obligatorisk egenerklæring/gruppeerklæring

Den enkelte student er selv ansvarlig for å sette seg inn i hva som er lovlige hjelpemidler, retningslinjer for bruk av disse og regler om kildebruk. Erklæringen skal bevisstgjøre studentene på deres ansvar og hvilke konsekvenser fusk kan medføre. Manglende erklæring fritar ikke studentene fra sitt ansvar.

Du/dere fyller ut erklæringen ved å klikke i ruten til høyre for den enkelte del 1-6:		
1.	Jeg/vi erklærer herved at min/vår besvarelse er mitt/vårt eget arbeid, og at jeg/vi ikke har brukt andre kilder eller har mottatt annen hjelp enn det som er nevnt i besvarelsen.	<input checked="" type="checkbox"/>
2.	Jeg/vi erklærer videre at denne besvarelsen: <ul style="list-style-type: none"><li>• ikke har vært brukt til annen eksamen ved annen avdeling/universitet/høgskole innenlands eller utenlands.</li><li>• ikke refererer til andres arbeid uten at det er oppgitt.</li><li>• ikke refererer til eget tidligere arbeid uten at det er oppgitt.</li><li>• har alle referansene oppgitt i litteraturlisten.</li><li>• ikke er en kopi, duplikat eller avskrift av andres arbeid eller besvarelse.</li></ul>	<input checked="" type="checkbox"/>
3.	Jeg/vi er kjent med at brudd på ovennevnte er å betrakte som fusk og kan medføre annullering av eksamen og utestengelse fra universiteter og høgskoler i Norge, jf. <a href="#">Universitets- og høgskoleloven</a> §§4-7 og 4-8 og <a href="#">Forskrift om eksamen</a> §§14 og 15.	<input checked="" type="checkbox"/>
4.	Jeg/vi er kjent med at alle innleverte oppgaver kan bli plagiatkontrollert i Ephorus, se <a href="#">Retningslinjer for elektronisk innlevering og publisering av studiepoenggivende studentoppgaver</a>	<input checked="" type="checkbox"/>
5.	Jeg/vi er kjent med at høgskolen vil behandle alle saker hvor det forligger mistanke om fusk etter høgskolens <a href="#">retningslinjer for behandling av saker om fusk</a>	<input checked="" type="checkbox"/>
6.	Jeg/vi har satt oss inn i regler og retningslinjer i bruk av <a href="#">kilder og referanser på biblioteket sine nettsider</a>	<input checked="" type="checkbox"/>

# Publiseringsavtale

Studiepoeng: 30

Veileder: Knut Peder Heen

## Fullmakt til elektronisk publisering av oppgaven

Forfatter(ne) har opphavsrett til oppgaven. Det betyr blant annet enerett til å gjøre verket tilgjengelig for allmennheten (Åndsverkloven. §2).

Alle oppgaver som fyller kriteriene vil bli registrert og publisert i Brage HiM med forfatter(ne)s godkjennelse.

Oppgaver som er unntatt offentlighet eller båndlagt vil ikke bli publisert.

Jeg/vi gir herved Høgskolen i Molde en vederlagsfri rett til å gjøre oppgaven tilgjengelig for elektronisk publisering:

ja  nei

Er oppgaven båndlagt (konfidensiell)?

ja  nei

(Båndleggingsavtale må fylles ut)

- Hvis ja:

Kan oppgaven publiseres når båndleggingsperioden er over?

ja  nei

Er oppgaven unntatt offentlighet?

ja  nei

(inneholder taushetsbelagt informasjon. Jfr. Offl. §13/Fvl. §13)

Dato: 27. mai 2016

## Forord

Denne masteroppgaven markerer avslutningen av siviløkonomstudiet ved Høgskolen i Molde - og det er helt utrolig at det allerede har gått to år siden jeg tok fatt på de siste årene av graden i Rosenes by. Tiden flyr i godt lag! I den forbindelse vil jeg få takke for de vennskap som er blitt innledet i løpet av tiden i Molde.

Oppgaven er en verdsettelse av selskapet Farstad Shipping ASA. Jeg valgte verdsettelse fordi jeg synes dette er et interessant fagfelt, samtidig som jeg da fikk muligheten til å jobbe med en reell bedrift. På denne måten har jeg også kunnet anvende teorien jeg har tilegnet meg på skolebenken, i praksis. Jeg synes også at Farstad er et stort, komplekst og spennende selskap som det har vært inspirerende å jobbe med. Gjennom arbeidet har jeg sett hvordan variabler påvirker hverandre i praksis, hvordan enkelte ting henger sammen og jeg har fått en bedre forståelse av virkelige forhold.

Farstad Shipping ASA er en forholdsvis stor og kompleks bedrift og det har vært en del å sette seg inn i, både når det gjelder regnskapsdata, selve virksomheten og bransjen for øvrig. Jeg føler likevel at jeg har fått en god innsikt i hvordan offshore servicebransjen fungerer og at jeg – i kombinasjon med økonomisk teori for verdsettelse – har løst oppgaven på en god faglig måte.

Jeg vil også takke førsteamanuensis Knut Peder Heen for gode råd og veiledning i forbindelse med arbeidet med oppgaven.

Ålesund, mai 2016

*Andreas Sandnes Larsen*

---

Andreas Sandnes Larsen

## Sammendrag

Farstad Shipping ASA, heretter kalt Farstad, er et rederi i oljeservicebransjen som eier og drifter offshoreskip i markeder over hele verden. Informasjonen jeg har benyttet meg av i arbeidet med oppgaven har jeg funnet via nettsidene til Farstad, kvartals- og årsrapporter for selskapet samt i diverse rapporter for rederibransjen.

Formålet med oppgaven har vært å gjøre en verdsettelse av selskapet. Jeg har tatt utgangspunkt i virksomheten som et going concern, og fokusert på verdien av selskapet for eierne. Problemstillingen for oppgaven blir derfor: Hva er verdien av Farstad Shipping ASA for eierne per 31. desember 2015?

For å komme frem til verdien av selskapet har jeg foretatt grundige strategiske og finansielle analyser. Jeg har kartlagt bedriftens styrker og svakheter, samt hvilke muligheter og trusler virksomheten står ovenfor. Jeg har også gjort analyser av bedriftens finansielle situasjon, og kommet frem til at de i dag har en nokså solid økonomi selv om situasjonen har vært utfordrende de siste årene. Dersom de ulike rammebetingelsene som ligger til grunn ikke endres vesentlig, ser jeg det som sannsynlig at den økonomiske situasjonen fremover vil utvikle seg positivt.

For å løse oppgaven og for å komme frem til verdien av selskapet, har jeg benyttet meg av to verdsettelsesmodeller. Jeg har brukt to metoder for å ha et bredere grunnlag for å kunne fastsette verdien av selskapet. Metoden jeg har lagt mest vekt på er DCF-metoden. Denne baserer seg på de forventede fremtidige kontantstrømmene til selskapet, og diskonterer deretter disse med et avkastningskrav. Den andre metoden jeg har benyttet er likvidasjonsverdi, som forutsetter at virksomheten avvikles og selskapets eiendeler selges.

Basert på disse to metodene har jeg kommet frem til at verdien av selskapets egenkapital ligger på mellom 4,5 milliarder (111 kroner per aksje) og 9 milliarder kroner (233 kroner per aksje), med en sannsynlig verdi på rundt 7,5 milliarder kroner (193 kroner per aksje).

## Innhold

<b>1.0 Innledning</b> .....	<b>1</b>
1.1 Bakgrunn/motivasjon.....	1
1.2 Problemstilling.....	1
1.3 Avgrensninger og forutsetninger.....	2
1.4 Struktur.....	3
<b>2.0 Selskaps- og bransjebeskrivelse</b> .....	<b>3</b>
2.1 Selskapsbeskrivelse.....	3
2.2 Bransjebeskrivelse.....	9
<b>3.0 Teori: Verdssettelsesmodeller</b> .....	<b>10</b>
3.1 DCF-metoden.....	10
3.2 Likvidasjonsverdi.....	12
3.3 Multipler.....	13
3.4 Valg av metode.....	15
<b>4.0 Teori: Avkastningskrav</b> .....	<b>15</b>
<b>5.0 Teori: Reformulering av resultat og balanse</b> .....	<b>15</b>
5.1 Reformulering av resultatregnskap.....	16
5.2 Reformulering av balanse.....	16
5.3 Reformulering av kontantstrømoppstillingen.....	18
<b>6.0 Finansiell analyse</b> .....	<b>19</b>
6.1 Omsetning og resultat.....	19
6.2 Balansetall.....	19
6.3 Oppsummering finansiell analyse.....	20
<b>7.0 Strategisk analyse</b> .....	<b>21</b>
7.1 Intern analyse.....	21
7.1.1 VRIO.....	21
7.2 Ekstern analyse.....	23
7.2.1 Porters fem krefter.....	23
7.2.2 PESTEL.....	26
<b>8.0 Verdssettelse</b> .....	<b>28</b>
8.1 DCF.....	28
8.1.1 Reformulert balanse.....	28
8.1.2 Avkastningskrav.....	30
8.1.3 Prognose av kontantstrømmer.....	33
8.1.4 Terminalverdi.....	34
8.1.5 Verdi.....	34
8.2 Slakteverdi/likvidasjonsverdi.....	34
8.3 Vekting av metoder.....	34
<b>9.0 Konsistensteori</b> .....	<b>36</b>
<b>10.0 Konklusjon</b> .....	<b>37</b>
<b>Litteraturliste</b> .....	<b>38</b>
<b>Vedlegg</b> .....	<b>41</b>

## **1.0 Innledning**

I denne masteroppgaven skal jeg gjøre en verdsettelse av rederiet Farstad Shipping ASA (heretter kalt Farstad) som driver i oljeservicebransjen. Jeg ønsker å finne verdien av selskapet basert på kjente metoder og teknikker, men vil dessuten se om det er mulig å verdsette virksomheten ved å se på verdien av hvert enkelt skip selskapet eier.

I dette kapitlet vil jeg ta for meg bakgrunnen for valg av nettopp dette temaet før jeg ser på oppgavens problemstilling, samt forutsetninger og begrensninger for oppgaven. Til slutt i kapitlet ser jeg på strukturen for oppgaven.

### ***1.1 Bakgrunn/motivasjon***

Jeg har valgt å skrive en verdsettelsesoppgave fordi jeg synes dette er et interessant tema som tar for seg flere aspekter. Blant annet krever en slik oppgave en grunnleggende forståelse for økonomi og finans, samtidig som man må se nærmere på en del områder, som blant annet valg av avkastningskrav, prognoseperiode for kontantstrømmer og en del andre elementer. En slik type oppgave har dessuten en klar praktisk nytte, da hensikten med oppgaven er å finne verdien for et gitt selskap.

Farstad er valgt som selskap for oppgaven fordi det er store endringer i selskapets marked og bransje for tiden. Som følge av en lav oljepris (og dermed lave rater) over en lengre periode ligger mange skip nå i opplag. Mange selskaper i bransjen sliter med å betjene gjeld. Dette har ført til reforhandlinger av gjelden og spørsmål om selskapenes egentlige verdi og fremtid. Selskapene er også blitt nødt til å gjøre noe med det høye kostnadsnivået som har bygd seg opp over de siste årene. Farstad er dessuten et stort og komplekst selskap, som opererer i en bransje som er svært viktig for Norge, og jeg ønsker å lære mer om både selskapet og bransjen. ekstra interessante spørsmål i forhold til en eventuell konkurs, noe som gjør dette til et mer utfordrende case enn en standard oppgave. At jeg selv er fra Ålesund – hvor selskapet har sin opprinnelse og sitt hovedkontor – er også en av grunnene til at nettopp dette selskapet er valgt.

### ***1.2 Problemstilling***

I denne oppgaven vil jeg ta for meg følgende problemstilling:

*Hva var verdien av Farstad Shipping ASA for eierne per 31. desember 2015?*

Jeg vil finne verdien av selskapet per 31. desember 2015 fordi det er regnskapene ved dette tidspunktet som er tilgjengelig for meg under arbeidet med oppgaven. Rapport for første kvartal 2016 ble publisert 12. mai, men på grunn av tidsbegrensninger er disse ikke hensyntatt i oppgaven.

### **1.3 Avgrensninger og forutsetninger**

I en slik type oppgave er det nødvendig med en rekke avgrensninger og forutsetninger, blant annet på grunn av begrenset med informasjon, tid og antall sidetall. Jeg har allerede nevnt at jeg vil benytte regnskapstall per 31. desember 2015 (publisert 29. februar 2016 og godkjent av selskapets styre 18. mars 2016).

Fordi formålet med oppgaven er å finne verdien av selskapet, er oppgaven skrevet med et investorperspektiv, og ikke sett fra kreditors ståsted. Dette innebærer at de analyser og konklusjoner som fremkommer i oppgaven i hovedsak er ment å være relevant for potensielle og nåværende eiere av selskapet.

Informasjonen benyttet for å utføre verdsettelsen er basert på offentlig tilgjengelig informasjon, eksempelvis årsrapporter, kvartalsrapporter, media samt rapporter fra meglerhus. Dette innebærer at informasjonen ikke er hentet direkte fra selskapet, og kan medføre begrenset innsikt i selskapets fortid og fremtid. I tillegg opererer Farstad i en syklisk bransje, noe som bidrar til å ytterligere komplisere prosessen med å estimere et godt grunnlag for virksomhetens fremtidige inntjening. Dette medfører at jeg har måttet foreta en rekke forutsetninger i oppgaven, spesielt i forhold til utarbeidelsen av en prognose for fremtidig regnskap.

Det er også foretatt en del forutsetninger i forhold til sammenligningsgrunnlaget benyttet i analysene. Blant annet er mange av konkurrentene av ulik størrelse og nasjonalitet, samt at kapitalstrukturen varierer. Å innhente informasjon om samtlige konkurrenter er svært tidkrevende, og det er derfor foretatt et utvalg jeg mener er representativt på bakgrunn av en avveining mellom nytte og relevans.



## **1.4 Struktur**

Oppgaven er delt inn i 10 kapitler.

I kapittel 1 gjennomgår jeg bakgrunn for valg av tema samt problemstilling, avgrensninger og forutsetninger for oppgaven. I kapittel 2 gjør jeg en innledende beskrivelse av Farstad og bransjen de opererer i, før jeg i kapittel 3 gjennomgår teori for verdsettelse av selskaper og til slutt velger hvilken tilnærming jeg vil benytte i oppgaven, samt begrunner dette valget. En gjennomgang av teori for valg av avkastningskrav gjør jeg i kapittel 4. Kapittel 5 tar for seg teori rundt reformulering av resultatregnskap og balanse.

De påfølgende kapitlene tar for seg deler jeg vil få bruk for i selve utførelsen av verdsettelsen. I kapittel 6 gjennomfører jeg en finansiell analyse av selskapet, før jeg i kapittel 7 utfører jeg en strategisk analyse hvor jeg ser både på interne og eksterne forhold.

I kapittel 8 vil jeg – på bakgrunn av teori, analyser og informasjon som er fremkommet tidligere i oppgaven – utføre selve verdsettelsen av selskapet, med den tilnærmingen jeg valgte i kapittel 3. Kapittel 9 tar for seg konsistensteori, og konklusjonen for oppgaven kommer i kapittel 10.

Til slutt i oppgaven vises en oversikt over de kildene som er brukt i arbeidet med oppgaven, etterfulgt av vedlegg.

## **2.0 Selskaps- og bransjebeskrivelse**

I dette kapitlet vil jeg beskrive Farstad og bransjen de opererer i samt hvilke konkurrenter de har.

### **2.1 Selskapsbeskrivelse**

Farstad Shipping ASA er et offshoreselskap registrert på Oslo Børs og har i dag en flåte på 57 skip (29 ankerhåndteringsfartøy (AHTS), 22 plattform supplyskip (PSV) og 6 konstruksjons- og vedlikeholds-fartøy (SUBSEA)) samt 1 SUBSEA-fartøy under bygging. Selskapets aktiviteter drives fra Ålesund, Melbourne, Perth, Singapore, Macaé og Rio de Janeiro. Samlet antall ansatte på land og sjø er cirka 1.900. Farstad Shipping er i dag blant de seks største selskapene i markedet for store og mellomstore supplyskip på verdensbasis.

Selskapets strategi er å være en langsiktig og betydelig leverandør av store, moderne offshore servicefartøyer til oljeindustrien internasjonalt.

Farstad Shipping-konsernet har skipseiende selskaper i Norge, Singapore og Brasil. Med unntak av Norge, er det også disse selskapene som har ansvaret for den daglige driften av skipene. I Norge blir operasjon av skipene organisert gjennom morselskapet Farstad Shipping ASA. Skipsoperasjoner i Australia og Asia blir koordinert gjennom et driftsselskap i Melbourne, Australia. I dag har selskapet 16 fartøyer lokalisert i Nordsjøen, 15 i Brasil, 13 i Sørøst-Asia, 11 i og rundt Australia, 1 i Nord-Amerika samt 1 skip ved kysten av Vest-Afrika. (Farstad Shipping 2016)

### Selskapets historie

Det som er dagens Farstad Shipping ble etablert under navnet Sverre Farstad & Co i 1956. Selskapet kontraherte sitt første skip for levering i 1959. 1960-tallet var det tiåret da selskapet bygget opp sin Deep Sea-flåte. Etableringen av ulike samseilinger og vellykket operasjon av skipene gjorde det mulig å kontrahere en rekke nybygg. I 1963 begynte disponentfirmaet Sverre Farstad & Co å bruke rederinavnet Schrøder og Farstad. I 1956 overleveres det største skipet i rederiets historie – M/T Saga Sky med en lengde på hele 240 meter.

På begynnelsen av 1970-tallet solgte selskapet seg ut av Deep Sea-segmentet, og selskapet solgte sin siste oljetanker like før oljekrisen i den første halvdel av tiåret. Vellykket timing gjorde at selskapet satt igjen med betydelige midler som gjorde det mulig å investere i offshore service-skip til det nye og voksende markedet i Nordsjøen. Selskapet kontraherte fire AHTS skip (UT 704) hos Ulstein Hatløy AS i 1974. Disse skipene bidro til en god start på offshore for Farstad, og således til den posisjon Farstad-rederiet har opparbeidet seg som en av de ledende innen næringen i dag.

I løpet av 1980-tallet avsluttet selskapet sitt partnerskap med Seaforth Shipping (som var innledet i 1974), og etablerte sitt eget shippingselskap med operasjon og ledelse fra kontoret i Ålesund. Som et resultat av dette endte selskapet opp med å kjøpe to offshore flåter (Whilhelmsen- og Seaforth-flåten), og mot slutten av tiåret ble selskapet registrert på Oslo Børs under navnet Far Shipping AS. I 1983 så man begynnelsen av en krise for forsyningsskipene, med en betydelig overkapasitet i Nordsjøen, og laveste ratenivå siden

begynnelsen av 1970-årene. Markedet tok seg imidlertid opp igjen i løpet av 1985 og rederiet fikk i dette året sin første båt i Brasil. 1988 ble alle norske skip utestengt fra britisk sektor i Nordsjøen, og det blir opprettet dialog mellom Storbritannia og Norge på ministernivå for å løse konflikten. Ettersom offshorevirksomheten ble stadig mer internasjonalsert og NOR-flaggede skip ikke var konkurransedyktige ute med norske vilkår på lokale mannskaper, ble det fra midten av 1980-tallet etablert utenlandske skipseiende datterselskaper (i Bermuda, Panama, Liberia, Kypros og Isle of Man). Eiere av disse var norske komandittselskaper. Etter at Norsk Internasjonalt Skipsregister ble etablert i 1987, ble disse selskapene suksessivt utviklet framover mot tidlig 1990-tall. Farstad kjøpte 10 skip i 1989, og ble med det den største aktøren i Nordsjøen. Farstad kjøpte også 75 % av aksjene i det Aberdeen-baserte familieselskapet Lock Offshore Ltd., som blant annet hadde drevet to Farstad-skip, i forbindelse med at Loch Offshore overtok driften av de nyanskaffede skipene. Selskapet skiftet da navn til Farstad UK Ltd.

I løpet av 1990-tallet startet selskapet en betydelig fornying av flåten med et fortsatt fokus på segmentet for store AHTS- og PSV-skip. Selskapet anskaffet 18 nye skip i denne perioden, samtidig som 12 skip som ikke lenger samsvarte med selskapets satningsområder, ble avhendet. Fra 1. januar 1993 ble funksjonene til disponentselskapene Sverre Farstad & Co AS og Farstad UK Ltd overtatt av Far Shipping AS. Dette tilførte Far Shipping AS betydelig ekspertise innen drift og markedsføring av offshoreskip. Selskapet ble endret fra å være et rent investeringsselskap med 4 ansatte til et fullintegrert rederi med 710 ansatte. Styret bestemte at navnet skulle endres til Farstad Shipping AS for å opprettholde den posisjon som Farstad-navnet hadde i bransjen. Det nye fullintegrerte rederiet ga et samlet og mer oversiktlig bilde av selskapet, og Sverre A. Farstad overtok som administrerende direktør etter Thor Fladmark. I 1992 bestod flåten av 22 moderne skip (13 PSV og 9 AHTS). 2 skip opererte i Brasil, 1 i Australia og 19 i Nordsjøen. Verdien av Farstad Shipping AS passerte én milliard kroner med en aksjekurs på ca 24 kroner i 1996. Familien kontrollerte da 55,5 % av aksjene, men reduserte andelen til 45,3 % i mars 1997. I 1996 ble også selskapsnavnet endret til Farstad Shipping ASA i henhold til et EU-direktiv. P/R International Offshore Services ANS (IOS) ble etablert som et 50-50 partsrederi med Farstad og P&O Australia som deltakere i 1997. IOS ble et norskregistrert skipseiende selskap innenfor den norske skipsfartsbeskatningen, som var gunstig. Denne etablering ga Farstad adgang til australske og sørøst-asiatiske farvann hvor P&O i Melbourne sto for drift av skipene. Det nye selskapet startet sin virksomhet med 7 skip., og

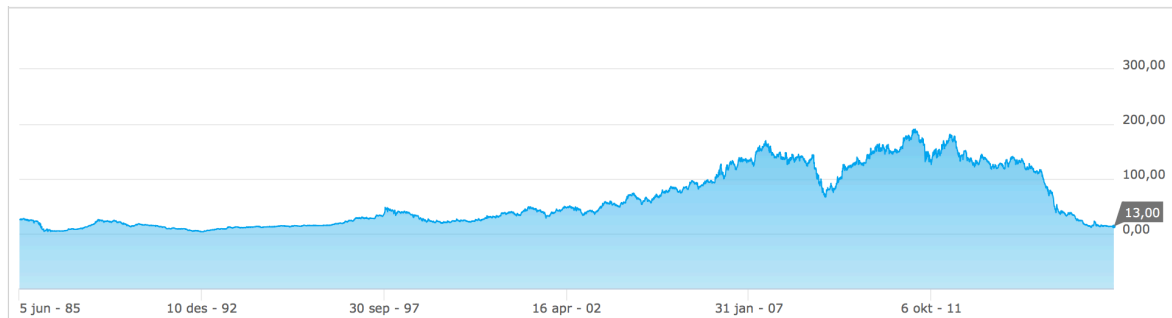
etableringen ble et viktig ledd i Farstads internasjonaliseringsstrategi. 1999 tiltrådte Terje J. K. Andersen som administrerende direktør etter Sverre A. Farstad, som da ble styrets leder. Karl Johan Bakken ble ansatt som direktør for marked og drift, og inngikk i selskapets ledergruppe sammen med Terje J. K. Andersen og finansdirektør Torstein Stavseng. Samme år ble joint venture-selskapet Brazil Offshore Services (BOS) i Macae, Brasil etablert. Selskapet var eid 50-50 med det brasilianske selskapet Petroserv SA, og ivaretok drift, lokal bemanning og markedsføring av skipene i Brasil.

2000-tallet var en periode der selskapet styrket seg, samt etablerte sin posisjon som et av de ledende selskapene i sine markedssegmenter. Gjennom tiåret fikk selskapet enten bygget eller på annen måte anskaffet 38 skip til sine skipseiende selskaper. Selskapet Vigeo Farstad Shipping Ltd. ble etablert i 2004 – 60 % eiet av Vigeo Holding og 40 % av Farstad. Selskapet stod for drift og markedsføring av offshore service-fartøyer og tilhørende aktiviteter i Nigeria og Sao Tome. I 2005 ble Farstad Shipping Pte. Ltd, Singapore etablert – et skipseiende selskap 100 % eiet av Farstad som fra start eide og drev fire skip som opererte i Sørøst-Asia. Selskapet fikk avdelingskontor i Vung Tau, Vietnam. Ved utgangen av 2005 bestod flåten av 44 skip – 23 AHTS og 21 PSV. 14 av skipene var i Nordsjøen, 9 i Brasil, 2 i Mexico, 3 i Vest-Afrika og 16 i Østen/Australia. I 2006 tiltrådte Karl Johan Bakken som ny administrerende direktør i Farstad Shipping ASA, etter at Terje J. K. Andersen gikk av som pensjonist.

I løpet av 2010-tallet har Farstad Shipping befestet sin posisjon i Brasil gjennom oppkjøpet av Petroservs 50% andel i BOS Navegação S.A., som ble etablert i juni 1999 som et joint venture mellom Farstad og Petroserv. Etter dette oppkjøpet eier Farstad Shipping 100% av BOS. Etter oppkjøpet har BOS Navegação S.A. skiftet navn til Farstad Shipping S.A. Farstad har også åpnet nytt kontor i Rio De Janeiro og har i dag to kontorer i Brasil; et i Rio de Janeiro og et i Macaé. Farstad satser også videre på utvikling og opplæring av sine sjøfolk gjennom sin etablering av Farstad Shipping Offshore Simulation Centre i Perth, Australia. Fra 2015 har flere skip blitt lagt i opplag på grunn av lav oljepris, lave rater og dermed overkapasitet i markedet. Selskapet har begynt å kvitte seg med en del eldre tonnasje, samtidig som selskapet har fått overlevert noen nybygg innen SUBSEA-segmentet. (Farstad 2016)

## Aksjeprisutvikling

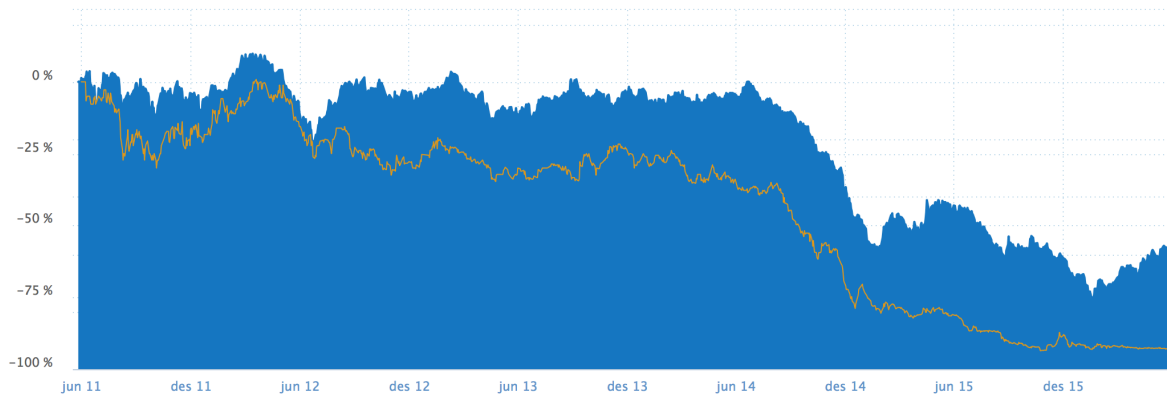
Selskapet er registrert på Oslo Børs med tickeren FAR. Per mai 2016 har selskapet 39 millioner utestående aksjer, med en kurs pålydende 13,00 kroner. Totalt børsverdi der dermed på rundt 507 millioner kroner. Figuren under viser aksjeprisutviklingen til Farstad siden børsnoteringen i juni 1985.



*Figur 1: Aksjeprisutvikling siden notering. (Nordnet Bank AB 2016)*

Selskapets børskurs holdt seg forholdsvis stabil på om lag 12-23 kroner per aksje i perioden fra børsnotering til år 2000, sett bort fra en liten topp på 47,50 kroner høsten 1997. Etter dette steg kursen jevnt til hele 165 kroner per aksje frem mot midten av 2007. Som følge av finanskrisen falt aksjekursen, med en bunn på under 70 kroner per aksje på slutten av 2008. Aksjen tok seg opp igjen og ble notert på like under 190 kroner per aksje i 2011-2012, før oljeprisen stupte og dro med seg kursen ned til dagens nivå på om lag 13 kroner (mai 2016).

Figuren under viser utviklingen (prosentvis endring) i oljepris og aksjekursen til Farstad Shipping ASA de siste fem årene, per 21. mai 2016. Oljeprisen er det helfargede feltet, mens Farstad Shippings aksjekurs er den heltrukne linjen. Det er svært tydelig at selskapet påvirkes av oljeprisen.



*Figur 2: Aksjekurs sett i forhold til oljeprisutvikling. (Oslo Børs 2016)*

### Farstads verdier

Sikkerhetsbevisst, verdiskapende, etterrettelig, inkluderende, synlig og transparent.

### Farstads visjon

Better by Far ®.

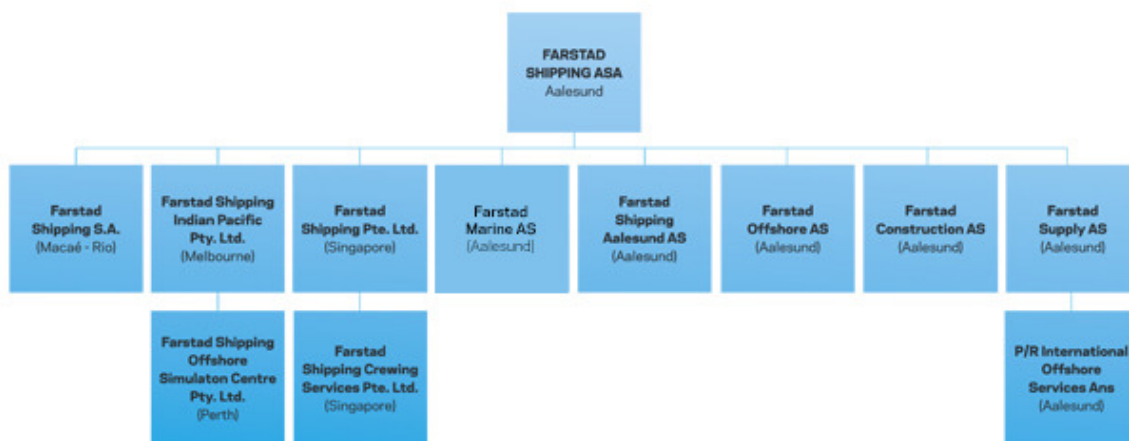
Gjennom å etterleve sine verdier skal Farstad videreutvikle selskapet slik at de til enhver tid har en ledende og konkurransedyktig posisjon i de markeder hvor de er representert.

### Farstads forretningsidé

Å være en ledende leverandør av spesialisert offshore-tonnasje til den internasjonale olje- og gassindustrien.

### Selskapsstruktur

Figuren under viser en oversikt over strukturen i Farstad-konsernet, som innbefatter selskaper plassert over hele verden.



Figur 3: Selskapsstruktur. (Farstad Shipping 2016)

## 2.2 Bransjebeskrivelse

Farstad inngår i bransjen for offshore serviceskip innenfor oljesegmentet som i hovedsak innbefatter forsyning til oljeplattformer, og taving og oppankring av disse. Selskapet driver også innenfor SUBSEA-segmentet som består av installasjon og vedlikehold av oljeinstallasjoner på havbunnen.

De vanligste segmentene i bransjen er PSV, AHTS og SUBSEA. PSVer (plattform supplyskip) er spesialkonstruerte fartøyer for transport av forsyninger og utstyr til og fra offshoreinstallasjoner. Skipene transporterer stykk gods, i hovedsak i containere. AHTS (ankerhåndteringsfartøy) er fartøyer konstruert med tanke på ankerhåndtering og taving av offshore plattformer, lektre og produksjonsmoduler/skip. SUBSEA-skip (konstuksjon- og vedlikeholds-fartøy) er fartøyer spesialdesignet for operasjoner på store dyp, installasjoner og vedlikehold på havbunnen.

Bransjen består av mange aktører i ulik størrelse, både norske og utenlandske. Noen av Farstads konkurrenter – og som kan anses som sammenlignbare selskaper – er eksempelvis DOF Group, Havila Shipping og Siem Offshore, og en nærmere beskrivelse av disse selskapene finnes i vedlegg 1.

Farstad og andre lignende rederier på Nordvestlandet inngår i den maritim klyngen på Sunnmøre som er verdensledende innen den maritime næringen når det gjelder

designselskaper, skipsverft, utstyrsleverandører og rederier. En fordel med dette er at virksomheter som inngår i en klynge har en tendens til å prestere bedre over tid, være innovative og dra nytte av at leverandører og kunder ligger nær hverandre geografisk.

Annenhåndsmarkedet i bransjen, som stort sett består av kjøp og salg av brukte fartøyer, er velfungerende og det omsettes skip jevnlig. Dette er hjulpet av at det er snakk om svært mobile eiendeler, som kan flyttes hvor som helst over hele verden på kort varsel. Det kan også tenkes at andre markeder kan bruke eiendelene som er til salgs i annenhåndsmarkedet. For eksempel kan oljeserviceskip etter ombygginger brukes til vedlikehold av vindmøller. Det har også vært snakk om å bygge om ulønnsomme PSVer til boligskip, og skipene kan brukes til bekjemping av lakselus i den stadig voksende oppdrettsnæringen.

Bransjen som Farstad inngår i er svært avhengig av oljeprisen og i dag preges bransjen generelt sett av nedgangstid som følge av vedvarende lav oljepris. Dette resulterer igjen i lave døgnrater – spesielt i spotmarkedet – og mange fartøyer ligger i opplag langs kysten. Markedet er noe bedre i segmentet for AHTS og SUBSEA, enn for PSV. Dette kommer jeg tilbake til senere. Det har dessuten, som allerede nevnt, i de senere årene bygd seg opp et relativt høyt kostnadsnivå i bransjen. Dette er nå i ferd med å snu, og mange ser på hvordan man kan spare mest mulig penger på kostandssiden, spesielt nå i nedgangstiden. Det er imidlertid ventet at markedet skal ta seg opp igjen (i takt med oljeprisen), og at etterspørselen begynner å nærme seg normalen fra 2017/2018. (Norges Rederiforbund 2016)

### **3.0 Teori: Verdsettelsesmodeller**

Det finnes flere ulike modeller som kan brukes for å verdsette et selskap, og i dette kapitlet gjennomgår jeg noen av disse. Avslutningsvis i kapitlet vil jeg velge hvilken (eller hvilke) metoder jeg vil bruke for å finne en verdi av selskapet, før jeg begrunner valget.

#### **3.1 DCF-metoden**

Den mest brukte metoden for verdsettelse av selskaper er DCF-metoden. Metoden går ut på å lage en prognose for selskapets fremtidige frie kontantstrømmer, for deretter å diskontere disse til en nåverdi ved bruk av et passende avkastningskrav. Ifølge Koller m. fl. er den vanligste metoden å diskontere den frie kontantstrømmen, det vil si kontantstrøm



tilgjengelig til alle investorer, med WACC, som er den totale kostnaden for all investorkapital. Dette gir ikke verdien på egenkapitalen, men en ”enterprise value”. Derfor må man – for å finne verdien til aksjonærene – finne kravet gjeldstakere har på kontantstrømmen og trekke dette fra ”enterprise value”. Denne metoden kalles også totalkapitalmetoden. Alternativet til denne metoden er egenkapitalmetoden, men denne er vanskeligere å gjennomføre. Begge modellene fører til identisk resultat. (Koller m.fl. 2010).

Det er følgende steg i en verdsettelse som bruker DCF-metoden:

1. Prognose av frie kontantstrømmer over en bestemt prognoseperiode. Denne prognosen baseres på et reformluert historisk regnskap, og man tar hensyn til blant annet vekst, planlagte investeringer og utsikter for marked/bransje. Ved bruk av modellen er det viktig å sette en riktig prognoseperiode. Perioden må være tilstrekkelig lang, slik at den fanger opp alle relevante endringer i tiden fremover, og den må være kort nok, slik at det er rimelig at man klarer å predikere de relevante faktorene for selskapet. Lengden på perioden avhenger blant annet av hvilket selskap man skal verdsette og utsikter for den generelle økonomien. Dette er videre forklart i kapittel 6.
2. Utarbeidelse av en terminalverdi. Denne beregner man basert på en antatt fremtidig vekst for virksomheten, og er en slags restverdi av selskapet ved prognoseperiodens slutt. Terminalverdien blir i de fleste tilfeller et forholdsvis stort beløp og påvirker dermed den totale verdsettelsen betydelig. Det er derfor viktig at man fastsetter en riktig vekstrate for beregning av størrelsen. I det lange løp vil de fleste selskaper vokse like mye som den generelle veksten i økonomien, slik at vekstraten ofte blir sett i sammenheng med denne.
3. Diskontere de frie kontantstrømmene – og terminalverdien – med det aktuelle avkastningskravet. Metoden baseres på en forutsetning om fortsatt drift (going concern).

Oppsatt ser metoden slik ut:

$$DCF = \frac{FCF_1}{1+r} + \frac{FCF_2}{(1+r)^2} + \frac{FCF_3}{(1+r)^3} + \dots + \frac{FCF_t}{(1+r)^t} + \frac{Terminalverdi}{(1+r)^{t+1}}$$

FCF = fri kontantstrøm

r = avkastningskrav

t = antall perioder

$$\text{Terminalverdi} = \frac{FCF_t(1 + v)}{r - v}$$

v = vekstrate

Kritikk mot modellen sier at modellen har en manglende evne til å tilpasse seg økt verdi som følge av ledelsens fleksibilitet, altså dersom ledelsen skulle tilpasse seg nye trender, muligheter eller markedsvilkår. I tillegg til dette kan modellen undervurdere eiendeler som for tiden genererer lite eller ingen kontantstrøm, men som kan gjøre dette i fremtiden.

### **3.2 Likvidasjonsverdi**

Ved en verdsettelse er det også mulig å se på selskapets slakteverdi, altså hva selskapet kan være verdt i en konkurssituasjon (likvidering av selskapet). Ved bruk av denne metoden ser man på hva de ulike eiendelene til virksomheten er verdt, fratrukket gjelden selskapet har til sine kreditorer. Både bokførte verdier og markedsverdiene til firmaets eiendeler blir vurdert. Likvidasjonsverdien legger til grunn at virksomheten skal avvikles, og det oppnås da som regel lavere priser enn normalt for eiendelene – blant annet fordi eiendelene skal selges raskt og fordi det ofte er mange eiendeler som kommer til salgs samtidig, slik at tilbudssiden blir for stor. Selskapets gjeld kan også være verdt mindre enn pålydende. Ved bruk av denne metoden vil selskapsverdien derfor normalt være noe lavere enn ved bruk av de øvrige metodene nevnt i dette kapitlet.

Ved en likvidasjonssituasjon vil det ofte oppstå en del såkalte konkurskostnader. Dette er kostnader – både direkte og indirekte – som blant annet skyldes at det må leies inn en rekke advokater, rådgivere etc. som bistår selskapets ledelse med å både de juridiske og de praktiske aspekter ved en avvikling av selskapets virksomhet. Andre eksempler på konkurskostnader er økte rentekostnader samt redusert omsetning og tap ved realisasjon av eiendeler, som tidligere nevnt.

Likvidasjonsverdien tar utgangspunkt i bokført egenkapital ifølge den siste tilgjengelige balansen. Denne verdien må imidlertid korrigeres for differansen mellom bokførte verdier

og realisasjonsverdier for eiendeler og gjeld. Dette er fordi at det her som regel er en differanse, og man må finne de faktiske verdiene. Sentralt for dette er å finne ut om det er et fungerende annenhåndsmarked for selskapets eiendeler og om eiendelene eventuelt kan ha andre bruksområder enn det de brukes som i dag.

Likvidasjonsverdien viser det teoretisk laveste beløpet eierne vil sitte igjen med dersom virksomheten avvikles. Denne verdien er nesten alltid lavere enn substansverdien (markedsverdi av eiendelene fratrukket gjeld) fordi substansverdien forutsetter going concern; med andre ord at eiendeler kan selges i et ordnet marked over en lengre periode. Ved beregning av likvidasjonsverdi ser man for seg et forsert salg hvor man ikke kan regne med å oppnå samme priser som i et ordnet marked. I tillegg til dette påløper det som nevnt naturlige ekstrakostnader ved avvikling. (Dahl m. fl. 1997, side 12-19)

### **3.3 Multipler**

Multipler er en annen måte å finne et selskaps verdi på. Det finnes ulike typer multipler, som blant annet price/earnings, price/book og price/click – hvor price/earnings-multipler (P/E) er den mest brukte. Her ser man på forholdet mellom pris på selskapet og inntjeningen, altså pris per aksje delt på resultat per aksje. Forholdstallet forteller hvor mye en investor er villig til å betale for en krone av selskapets fortjeneste, og man ser på hva andre lignende selskaper er omsatt for.

Dette er regnet å være en meget enkel metode, med de ulempene dette medfører. Blant annet tar metoden ikke høyde for ulikeheter i selskapene som sammenlignes, eller om det skulle være misoppfatninger i markedet.

En multiplikatormodell er en relativ verdsettelsesmodell. En relativ verdivurdering baserer verdien av selskapet på hvordan lignende selskaper er priset i markedet, mens en verdivurdering basert på diskontert kontantstrøm baserer verdien av selskapet på kontantstrømmen, veksten og risikoen til selskapet. Verdsettelse av selskaper ved hjelp av multiplikatorer er en mye brukt metode, først og fremst fordi dette anses som en enkel og kostnadseffektiv måte å verdsette et selskap på.

I multiplikatormodellen estimeres verdien av selskapet ved å se på hvordan sammenlignbare selskaper er priset i markedet. Verdien finner man ved å multiplisere en

skaleringsfaktor med en tilhørende multiplikator. Det er viktig at skaleringsfaktoren blir beregnet på samme måte i alle de selskapene som blir sammenlignet. Det er også viktig at man bruker de samme regnskapsmessige forutsetningene og beregner faktoren for samme tidsperiode på tvers av selskapene. Dersom man benytter seg av flere sammenlignbare selskaper, beregnes et gjennomsnitt av multiplikatorene. Det er viktig at selskapene er så like som mulig, også med tanke på hvordan de er finansiert.

De mest brukte multiplikatorene ved verdsettelse er egenkapitalmultiplikatorer og totalkapitalmultiplikatorer. Egenkapitalmultiplikatorene baseres på pris per aksje eller egenkapitalens markedsverdi. Disse har P (pris) i brøkens teller. Kritikken mot denne måten å beregne verdien på er at den ikke tar høyde for finansieringsstrukturen i selskapet. (Dyrnes 2004) Gyldigheten av multiplikatoren blir dermed svekket.

Totalkapitalmultiplikatorene tar utgangspunkt i summen av markedsverdiene for selskapets egenkapital og netto rentebærende gjeld. Disse multiplikatorene har EV (Enterprise Value) i brøkens teller. I nevneren er ofte driftsresultat eller en driftsressurs brukt. Bruk av totalkapitalmultiplikatorene vil fjerne problemet med finansieringsformen av selskapet.

Fordelen med multiplikatormodellen er at den er svært enkel i bruk. Det er fire steg for å bruke denne modellen riktig og effektivt. Først må man definere multiplikatorene konsekvent og måle de likt mellom selskapene som blir sammenlignet. Deretter trenger man en slags følelse på hvordan multiplikatorene varierer på tvers av selskapene i markedet. Med andre ord trenger man å vite hva en høy verdi, en lav verdi og en vanlig verdi er for den enkelte multiplikator. Det tredje steget er å identifisere de fundamentale variablene som bestemmer hver multiplikator, og identifisere hvordan endringer i disse variablene påvirker verdien av multiplikatorene. Til slutt må man finne sammenlignbare selskaper og justere for differansene mellom selskapene når det gjelder fundamentale karakteristikk. Har man ikke sammenlignbare selskaper i det hele tatt kan denne formen for verdivurdering være vanskelig. (Dyrnes 2004, Damodaran 2009)

Metoden kan også benyttes for å vurdere rimeligheten til de verdier man har regnet seg fram til ved hjelp av andre metoder.

### **3.4 Valg av metode**

Ved en verdsettelse kan det være hensiktsmessig å kombinere metoder for å sjekke at de anslagene man kommer frem til er rimelige. Jeg vil bruke DCF-metoden som hovedmetode, for deretter å supplere med metoden om likvidasjonsverdi. I utgangspunktet kunne jeg tenke meg å bruke en relativ prising i tillegg, men dette lar seg dessverre ikke gjøre da selskapet for tiden har et negativt resultat – noe som ville føre til ubrukelige multiplere.

For å utføre en verdsettelse ved bruk av disse to metodene, vil det bli behov for blant annet å reformulere selskapets resultat og balanse for deretter å utarbeide en prognose for virksomhetens fremtidige frie kontantstrømmer. For å kunne utarbeide denne prognosen vil det være nødvendig å utføre både en strategisk og finansiell analyse av selskapet. Det vil videre være bruk for et avkastningskrav for diskontering av kontantstrømmene.

Det vil også være nødvendig å gjøre undersøkelser i forhold til bransjens annenhåndmarked med tanke på hvilket prisnivå selskapets eiendeler kan omsettes for i dagens marked.

Disse nevnte elementene kommer i de påfølgende kapitlene.

### **4.0 Teori: Avkastningskrav**

Ifølge Koller m. fl. forklarer at når man verdsetter et selskap ved å benytte diskontert fri kontantstrøm, må man diskontere prognosene av fri kontantstrøm med gjennomsnittlig kapitalkostnad (WACC), når man verdsetter et selskap ved å benytte neddiskonterte frie kontantstrømmer. WACC er den avkastningen en representativ investert krone må gi over tid for å betjene kravet fra kreditorer og eiere samlet. Når man estimerer WACC for en gitt virksomhet, må man estimere tre komponenter: egenkapitalkostnaden, gjeldskostnaden etter skatt og selskapets kapitalstruktur. Oppsatt kan WACC beregnes slik. (Koller m.fl. 2010)

$$WACC = E/T * k_e + G/T * k_g * (1 - S_m)$$

E = markedsverdi av egenkapitalen

$k_e$  = egenkapitalkostnad

T = markedsverdi av totalkapitalen

$k_g$  = gjeldskostnad

G = rentebærende gjeld

$S_m$  = skattesats

Kreditorerne krever forventet markedsverdi av lånekapitalen etter skatt, mens aksjonærene krever forventet markedsverdi av egenkapitalen. Dette betyr at man må benytte markedsverdier av gjeld og egenkapital for å beregne WACC.

## 5.0 Teori: Reformulering av resultat og balanse

Resultatregnskap og balanse må reformuleres for å få et bedre bilde av bedriftens faktiske økonomiske situasjon og for å få et riktig bilde av hva selskapet er verdt. Dette gjøres også for at regnskap og balanse skal settes opp på en mer investorsvennlig måte. Dessuten er ofte bokførte verdier og markedsverdier forskjellige, og det kan derfor være nødvendig å gjøre en justering.

### 5.1 Reformulering av resultatregnskap

Resultatregnskapet må reformuleres for å finne NOPAT (net operating profit after tax).

Denne størrelsen beskriver inntektene og kostnadene til bedriften etter skatt. Alle størrelsene i utregningen må derfor korrigeres til etter skatt.

For å finne NOPAT tar man først driftsinntekter, trekker fra driftskostnader og finner driftsresultatet (EBIT). Deretter trekkes skattekostnaden samt skatt på rentekostnader og renteinntekter fra. Dette gjøres fordi disse inntektene og kostnadene ikke er en del av de operasjonelle aktivitetene. Oppsatt ser NOPAT-utregningen slik ut:

	Driftsinntekter
-	Driftskostnader
=	<b>EBIT (Driftsresultat)</b>
-	Skattekostnad
-	Rentekostnader * Skattesats
+	Renteinntekter * Skattesats
=	<b>NOPAT (Net Operating Profit After Tax)</b>

(Gjesdal 2007)

### 5.2 Reformulering av balanse

Balansen i regnskapet består av eiendeler på den ene siden, og egenkapital og gjeld på den andre. Når en verdsettelse gjennomføres, må denne oppstillingen reformuleres for at man

skal sitte igjen med så få poster som mulig. I tillegg gjøres dette for å skille ut all kapital som krever avkastning.

Eiendelssiden i balansen – aktivasiden – blir delt inn i driftsmidler og finansielle eiendeler. Driftsmidlene (DM) splittes videre opp i operasjonelle anleggsmidler (OAN) og operasjonelle omløpsmidler (OOM). Finansielle eiendeler blir kategorisert i finansielle anleggsmidler (FAN), investeringer (FOM) og likvider. Finansielle anleggsmidler og investeringer blir slått sammen til finansielle plasseringer (FPL). Dette gir til slutt tre aktivaklasser: driftsmidler (DM), finansielle plasseringer (FPL) og likvider (L).

Egenkapital og gjeld – passivasiden – er delt opp i fem grupper: egenkapital (EK) som inkluderer avsatt utbytte, avsetning på forpliktelser (AFO), rentebærende gjeld (RBG), ikke-rentebærende gjeld (IRBG) og driftskreditt (DK). Driftskreditt kan føres som rentebærende gjeld. I balanseoppsettet blir ikke-rentebærende gjeld (IRBG) og avsetning for forpliktelser ført med negativt fortegn. (Gjesdal 2007) For å finne netto rentebærende gjeld for reformulering, brukes denne likningen:

$$\text{Netto rentebærende gjeld} = \text{Rentebærende gjeld} - \text{Finansielle eiendeler}$$

Til slutt i reformuleringen finner man netto driftsmidler (NDM):

$$NDM = NOAN + NOAK$$

Dette gjøres ved å finne netto operasjonelle anleggsmidler (NOAN), og utregnes ved å ta operasjonelle anleggsmidler og trekke fra avsetning for forpliktelser. For NOAK må ikke-rentebærende gjeld trekkes fra operasjonelle omløpsmidler.

Tradisjonell balanse		Reformulert balanse	
Anleggsmidler (AN)	Egenkapital (EK)	Netto driftsmidler (NDM)	Egenkapital (EK)
	Avsetning for forpliktelser (AFO)		Netto rentebærende gjeld (NRBG)
Omløpsmidler (OM)	Annen langsiktig gjeld (LG)		
		Kortsiktig gjeld (KG)	

Tabell 1: Tradisjonell og reformulert balanse

### 5.3 Reformulering av kontantstrømoppstillingen

Fri kontantstrøm er kontantstrømmen som kommer fra netto driftsresultat. I verdsettelsen av Farstad bruker jeg en metode som baserer seg på NOPAT (driftsresultat etter skatt), for å finne den frie kontantstrømmen. Da ser oppstillingen slik ut:

	Driftsresultat
-	Skatt på driftsresultat
=	Driftsresultat etter skatt (NOPAT)
+	Avskrivninger og nedskrivninger
+/-	Gevinst og tap ved salg av varige driftsmidler
+/-	$\Delta$ Langsiktige avsetninger
+/-	$\Delta$ Netto operasjonell arbeidskapital (NOAK)
=	C
-	I
=	FCF

(Gjesdal 2007)

C står for den kontantstrømmen som genereres av driften, mens I står for kontantstrømmen som går til å betale investeringer i varige driftsmidler. NOAK beregnes ved å trekke IRBG fra OOM, altså endringer i eksempelvis leverandørgjeld, varelager og kundefordringer.

Fri kontantstrøm beregnes som C-I, men kan også utregnes ved  $\text{NOPAT} - \Delta\text{NDM}$ . Ved å bruke denne formelen kan man lage en kontantstrømoppstilling fra en endringsbalanse og et resultatregnskap.



## **6.0 Finansiell analyse**

Jeg vil i dette kapitlet analysere Farstads finansielle stilling for å få en bedre forståelse av selskapets økonomiske situasjon, for å kunne sammenligne nøkkeltall over flere perioder og for å kunne se på utviklingen i selskapet over tid. Jeg kommer til å bruke tall fra og med årsregnskapet i 2003 til og med årsregnskapet avgitt for 2015. Dette er fordi mer nylige tall – som nevnt innledningsvis – ikke er gjort tilgjengelige før 12. mai 2016. Jeg vil analysere omsetning og resultat, samt se på balansetallene til Farstad, herunder selskapets rentabilitet, likviditet og soliditet. I disse analysene viser jeg til vedlegg 2 som viser bedriftens regnskapsmessige og finansielle nøkkeltall.

### **6.1 Omsetning og resultat**

Generelt ser man at Farstads omsetning har økt fra 1,432 milliarder kroner i 2003 til 4,011 milliarder kroner i 2015. Dette gir en vekst i perioden på like under 300 %. Likevel ser man at den nevnte nedgangen i aktivitet som følge av lav oljepris gjorde seg gjeldende fra 2015. Omsetningen har økt hvert år fra 2003, sett vekk fra en unaturlig dupp i omsetningen i 2004 og nettopp fra 2014 til 2015, hvor det var en tilbakegang på 8,5 %.

Driftsresultatet til selskapet har stort sett lagt i intervallet fra 358,5 millioner kroner (2003) 1,364 milliarder kroner (2008), sett bort fra årene 2004 og 2015. Driftsresultat i prosent av omsetning har i snitt lagt på rundt 23 %, mens resultatgrad har lagt på om lag 31 % i snitt.

### **6.2 Balansetall**

Balansen har utviklet seg fra en total kapital på 6,465 milliarder kroner i 2003 til 18,126 milliarder kroner i 2015. Toppåret med tanke på balansens størrelse var i 2014, da den var på 19,395 milliarder kroner.

#### Rentabilitet

Totalkapitalens rentabilitet forteller hvor stor avkastning man har hatt på sin totale kapital, uavhengig av den finansielle strukturen i selskapet. Totalkapitalrentabiliteten bør være minst like stor som gjeldsrenten.

For Farstads del har totalkapitalens rentabilitet variert fra positive 9,36 % til negative 17,62 %. Snittet i perioden ligger på cirka 0,13 %, og altså lavere enn en gjeldsrente ville lagt på. Her trekker imidlertid året 2015 snittet kraftig ned.

Egenkapitalrentabiliteten forteller hvor stor avkastning man har hatt på egenkapitalen, og bør være minst lik renten man får for innskudd i banken.

For Farstads del har egenkapitalens rentabilitet variert fra positive 36,13 % til negative 39,57 %. Snittet i perioden har lagt på om lag 7,8 %, og altså høyere enn en bankrente ville lagt på.

### Soliditet

Egenkapitalandelen i selskapet viser hvor stor del av eiendelene som er finansiert med egenkapital, og dermed hvor mye av eiendelene som kan gå tapt før kreditorenes fordringer kommer i fare. Denne størrelsen bør være så høy som mulig, men for norske virksomheter bør egenkapitalandelen være på minst 30 %. I utlandet setter man gjerne 50 % som en slags nedre ønsket grense.

Egenkapitalandelen i Farstad ligger godt over 30 % i hele perioden, sett vekk fra 2015 hvor andelen var på 24 %. Dette må sies å være tilfredsstillende og vitner om et solid selskap.

### Likviditet

Et selskaps likviditet forteller om virksomhetens evne til å betale regninger ved forfall. Likviditetsgrad 1 og 2 brukes ofte for å belyse dette. Likviditetsgrad 1 bør ligge over 1,8-2 mens likviditetsgrad 2 bør ligge over 1.

For Farstads del virker likviditetsgrad 1 noe svak, spesielt de senere år. Siden 2010 har den lagt under 1,8. Likviditetsgrad 2 virker tilfredsstillende og har lagt over 1 i hele perioden. Totalt sett kan det se ut som at likviditeten i selskapet har vært tilfredsstillende, men at den nå begynner å bli utfordrende.

## ***6.3 Oppsummering finansiell analyse***

Totalt sett virker Farstads finansielle posisjon å være god, selv om 2015 var et dårlig år. Ut fra markedsutsiktene for 2016 og fremover vet man jo at det ikke er ventet at det skal bedre seg finansielt for bransjen, så det vil nok bli noen år med dårlige resultater fremover.

Selskapet har i perioden frem til dette hatt en relativ sterk vekst i omsetning og resultat. Virksomheten har også hatt en tilfredsstillende rentabilitet og likviditet, og en god soliditet.

En oppstilling av de finansielle nøkkeltallene til Farstads sammenlignbare selskaper finnes i vedlegg 3. Disse viser at Farstad har hatt en noe dårligere totalrentabilitet, men en bedre rentabilitet på egenkapitalen. Likviditeten til Farstad synes å ha vært bedre enn for de øvrige selskapene. Soliditeten har vært bedre enn to av selskapene, og litt dårligere enn det siste.

## **7.0 Strategisk analyse**

Her utfører jeg en strategisk analyse av selskapet. Først ser jeg på interne faktorer, dernest på eksterne. Det er viktig å gjennomføre en strategisk analyse av selskapet for å kunne vite hvordan selskapet står seg mot sine konkurrenter i dag, og for å kunne gjøre en kvalifisert antagelse og hvordan utviklingen av selskapet vil bli fremover.

### **7.1 Intern analyse**

Først i den strategiske analysen vil jeg se på interne forhold i virksomheten. Her vil jeg benytte en VRIO-analyse.

#### **7.1.1 VRIO**

En VRIO-analyse brukes til å analysere bedriftens konkurransefortrinn.

Konkurransefortrinn defineres som bedrifters fordeler i forhold til gjennomsnittet i markedet. Hvis en bedrift har raskere vekst eller gir større avkastning på den investerte kapitalen enn andre bedrifter, har bedriften et konkurransefortrinn. (Core Group 2010)

For at jeg skal kunne skaffe meg en oversikt over selskapets konkurransefortrinn, kreves det en analyse av bedriftens ressurser, prosesser, forretningsmodell, distribusjonskanaler og verdiforslag. Det er her VRIO benyttes. VRIO er en forkortelse for de engelske ordene value, rarity, imitability og organization. På norsk blir dette verdifull, sjelden, vanskelig å kopiere og organisering. Bedriftens ressurser blir oppdelt i synlige og usynlige, og vurderes innenfor hvert av disse feltene.

Ressurs	Verdifull?	Sjelden?	Vanskelig å kopiere?	Organisering mht. verdiskapning?	Utfall
<b>Synlige</b>					
Bygninger (Kontorer)	Nei	Nei	Nei	Ja	Paritet
Materielle (Skip, datasystemer, webside)	Ja	Ja	Ja	Ja	Fortrinn
Mannskap	Ja	Nei	Ja	Ja	Fortrinn
Finansielle	Ja	Nei	Nei	Ja	Paritet
<b>Usynlige</b>					
Renommé	Ja	Ja	Ja	Ja	Fortrinn
Kundelojalitet	Ja	Nei	Ja	Nei	Paritet
Kompetanse	Ja	Ja	Ja	Ja	Fortrinn

*Tabell 2: VRIO-analyse*

Farstad leier i dag kontorlokaler i Ålesund sentrum for sitt hovedkontor. Hva som er tilfellet ved de øvrige kontorene rundt i verden er usikkert, men jeg legger til grunn at de følger samme praksis der. Uansett er hovedkontoret det største kontoret, og utgjør derfor brorparten av denne kategorien. Disse lokalene er helt nye, men er ikke spesielt verdifulle med tanke på virksomheten til selskapet. De er heller ikke sjeldne eller vanskelig å kopiere.

Farstads skip er det som er hoveddelen av eiendelene deres. Det er også dette som er virksomheten til selskapet. Flåten består stort sett av store, forholdsvis nye, spesialbygde moderne og høyteknologiske skip. Disse er svært verdifulle for driften og forholdsvis sjeldne. De er også vanskelige å kopiere og er helt avgjørende i forhold til verdiskapningen i selskapet.

Mannskapet i selskapet er verdifulle fordi de innehar høy kompetanse, og disse trengs for å kunne betjene skipene på en god måte. I dagens marked er det overskudd av mannskap fordi mange skip ligger i opplag, men kompetanse de ansatte (både på land og på skipene) besitter, i form av både utdanning og erfaring, er vanskelig å kopiere og er viktig for selskapets drift.

Når det gjelder de finansielle ressursene er disse verdifulle fordi selskapet sitter på store verdier. Det benyttes også en del finansielle verktøyer som obligasjoner og lignende for å finansiere skip og driften av virksomheten. De finansielle ressursene er likevel ikke så sjeldne og er heller ikke vanskelig å kopiere.

Virksomhetens renommé er viktig for å skaffe seg kontrakter, og er dermed forholdsvis verdifull og bidrar positivt til verdiskapningen i selskapet. Det tar lang tid å bygge seg opp et godt rykte, og ressursen er derfor både relativt sjelden og vanskelig å kopiere. Har man et godt renommé er det dessuten lettere å kunne få nye kontrakter med kundene. Kundelojalitet er verdifullt, men ikke så sjelden. Den er vanskelig å kopiere, men bidrar ikke så mye til økt verdiskapning.

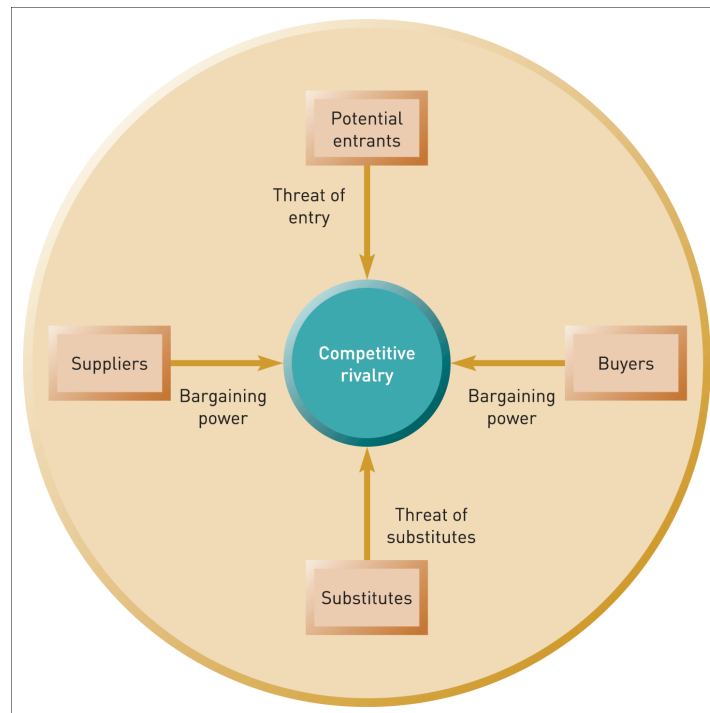
Analysen viser at Farstad har fortrinn for de materielle ressursene samt for ressursene mannskap og kompetanse. Selskapet har paritet i kategoriene bygninger, kundelojalitet og finansielle ressurser. Farstad har ingen kategorier som viser at de har noen spesiell ulempe sammenlignet med sine konkurrenter i bransjen.

## ***7.2 Ekstern analyse***

I den eksterne analysen utfører jeg en konkurranseanalyse ved å se på Porters fem krefter, og foretar deretter en PESTEL-analyse.

### **7.2.1 Porters fem krefter**

Porters fem krefter (Porter's five forces) brukes for å se på hvor attraktiv Farstad er og hvilken markedsposisjon selskapet er i. Analysen vil også identifisere sentrale aktører og se på hva som er Farstads trusler.



Figur 4: Modell av Porters fem krefter (five forces) (Johnson 2012, side 26)

Etableringstrusler (potential entrants)

→ **Lav**

Det er vanskelig for nye aktører å etablere seg i bransjen fordi det er et stort kapitalbehov ved oppstart, og man kan være avhengig av erfaringer og kjennskap til hvordan bransjen fungerer for å lykkes. Et godt renommé er ofte viktig for å få kontakter, og kan ta mange år å bygge opp. Dagens situasjon, som har synliggjort at bransjen er svært usikker og meget avhengig av oljeprisen, har nok bidratt til at potensielle etablereres vilje til å entre bransjen nok er svekket i forhold til hvordan situasjonen var for få år siden. Etableringstrusler vurderes derfor å være lave.

Erstatningstrusler (substitutes)

→ **Middels**

Fordi det er vanskelig for nye konkurrenter å etablere seg i markedet er det i hovedsak de allerede eksisterende selskapene – både i Norge og utenlands – som er Farstads hovedkonkurrenter. Skipene de ulike rederiene eier har mange likhetstrekk og sammenlignbare egenskaper, men det finnes forskjeller. Skip som er bygget ved norske verft er ofte favorisert i markedet ovenfor båter som er bygget ved verft i for eksempel Asia (som kan ha en tendens til å virke masseprodusert) fordi det ofte er forskjell i kvalitet og arbeidsområder. Farstad bygger sine skip ved norske verft.

Det er forskjell i konkurransen i de ulike segmentene Farstad opererer i. Det finnes for tiden svært mange PSVer (som gjerne er enklere båter enn de øvrige i bransjen), i markedet. I dette segmentet har Farstad xx% av flåten sin. Det er ikke like mange AHTS (xx% av Farstads flåte) og få SUBSEA-fartøy (xx%) i markedet. Dette kan tyde på at det for tiden er stor konkurranse i segmentet for PSV, middels konkurranse for AHTS og forholdsvis liten konkurranse for SUBSEA. Erstatningstrusler vurderes totalt sett å være middels høye.

Kjøpernes makt (buyers)

→ **Høy**

De som kjøper Farstads tjenester er i hovedsak olje- og riggselskaper. Dette skjer normalt gjennom kontrakter med fastsatte rater. Det finnes to typer kontrakter; spot- og langtidskontrakter. I spotmarkedet er det for tiden mye konkurranse og ratene presses dermed nedover. I markedet for langtidskontrakter er det generelt sett høyere rater, men også disse ratene ligger lavere enn de har gjort på en stund – på grunn av overkapasitet og økt konkurranse. Kjøpernes makt vurderes derfor å være høy.

Leverandørenes makt (suppliers)

→ **Lav**

Farstads leverandører er i hovedsak verftene som bygger skip for selskapet. Mange skip ligger i dag i opplagsbøyene og rederiene rundt omkring har dermed ikke noe stort behov for å bygge nye skip – verken nå eller i en periode fremover. Noen kontrakter var allerede inngått før oljeprisen begynte å falle, og de fleste av disse skipene leveres som avtalt selv om enkelte kontrakter termineres på grunn av finansieringsproblemer. Farstad har ett nybygg (SUBSEA) som skal leveres i november 2016. Den nedgangen som nå oppleves i bransjen forventes å fungere som en korreksjon til det høye kostnadsnivået bransjen hadde vent seg til over flere år. Det er derfor lenge til investeringene kommer opp på det nivået det var før oljeprisfallet – om det i det hele tatt vil komme opp på samme nivå igjen – og det vil følgelig være mindre å gjøre for utstyrsleverandører og lignende fremover. Dette vil svekke deres makt.

Ansatte/mannskap kan også ses på som en slags leverandør til virksomheten. Mange av disse er permittert/oppsagt på grunn av at selskapene har lite arbeid både nå og i tiden fremover, og de ansatte har dermed lite makt. Leverandørenes makt vurderes totalt sett å være lav.

### Rivalisering mellom konkurrenter (competitive rivalry)

→ **Høy**

Det er stor rivalisering mellom de ulike aktørene i bransjen, og Farstad har konkurrenter fra både inn- og utland. Den store konkurransen (spesielt i dagens marked) vises ikke minst gjennom at det ligger svært mange skip i opplag og at spotratene er lave. Farstad er i utgangspunktet i en sterk posisjon fordi selskapet har et godt rykte, har gode skip (i både PSV-, AHTS- og SUBSEA-segmentet) og er den sjetteste største aktøren i markedet.

Rivaliseringen mellom konkurrentene i bransjen vurderes å være høy.

### **7.2.2 PESTEL**

PESTEL-analysen tar for seg de relevante eksterne faktorene for Farstad. Her ser vi på de politiske, økonomiske, sosiale, teknologiske, miljømessige og juridiske aspektene selskapet må forholde seg til. Under er det en oversikt over de mest relevante faktorene for virksomhetene. Videre har jeg dratt ut de viktigste faktorene og diskutert de nærmere.

#### Politiske (political):

- politisk klima
- det grønne skiftet
- oljepris
- skattenivå
- proteksjonisme

#### Økonomiske (economic):

- skattenivå
- konjunkturer, pengepolitikk
- oljepris

#### Sosiale (social):

- arbeidsmiljølov
- reguleringer ift. permittering av ansatte

#### Teknologiske (technological):

- innovasjon
- skipsdesign
- fremdriftssystemer



- stordriftsfordeler

#### Miljømessige (environmental):

- det grønne skiftet
- utslipp fra skip

#### Juridiske (legal):

- reguleringer ift. Permittering av ansatte
- rammebetingelser

For Farstad, og for bransjen generelt, er oljeprisen svært viktig for aktiviteten i selskapet og dermed inntjeningen. Dette er spesielt tydeliggjort gjennom dagens situasjon, hvor en svært lav oljepris har ført til lite arbeid for aktørene i oljeservicebransjen. Det er derimot ventet at oljeprisen skal ta seg opp igjen, og denne utviklingen har allerede startet. Fra bunnnoteringen – hvor prisen for et fat Nordsjøolje lå på under 30 dollar medio januar 2016 – ligger prisen i mai 2016 på rundt 50 dollar per fat.

Det blir stadig mer populært å snakke om det grønne skiftet som kommer til å komme innen energisektoren, med andre ord at man skal bort fra miljøfarlige fossile energikilder som olje, kull og gass, og over på fornybare kilder som bølge-, vind- og vannkraft. Dette vil i det lange løp påvirke Farstad

I det siste har det vært diskusjoner rundt regelverk og reguleringer i forhold til permittering av ansatte. Offshorerederier, verft og andre som er avhengige av aktiviteten i Nordsjøen har etterlyst et mer fleksibel rammeverk rundt midlertidige permitteringer, slik at man kan permittere ansatte lengre og ikke behøver å si de opp. Utfallet er enda ikke klart, men dette kan potensielt spare arbeidsgiverne for mange kostnader.

For Farstad og andre i bransjen er det viktig å fortsette å drive med innovasjon. Dette gjøres kanskje best i samråd med skipsverft og –designere. På denne måten kan man oppdage uutnyttet potensiale i skipene eller i de eksisterende markedene, eller man kan finne helt nye markeder. Et eksempel på dette er at man finner nye bruksområder til de skipene som ligger i opplag, og eksempelvis har et Farstad-fartøy har blitt brukt som lakseavlusningsanlegg.

Proteksjonisme er et annet viktig aspekt for bransjen. For eksempel ser man at det i Brasil og andre markeder for tiden er vanskelig for utenlandske selskaper å få kontrakter. Dette er fordi de lokale myndighetene og oljeselskapene heller vil hjelpe sine egne leverandører enn de utenlandske. I det hele tatt er det vanskeligere å forutsi både muligheter og utfordringer i internasjonale markedene.

## **8.0 Verdsettelse**

I dette kapitlet vil jeg utføre selve verdsettelsen av Farstad. Her legger jeg til grunn den informasjonen, teorien som er fremkommet og de analysene som er gjort tidligere i oppgaven. Jeg vil, som nevnt i kapittel 5.5, bruke DCF-metoden, sammen med likvidasjonsmetoden og multipler for å fastsette en verdi for selskapet. Helt til slutt i kapitlet vil jeg også benytte meg av opsjonsteori(?).

### **8.1 DCF**

Her beregnes verdien av Farstad ved bruk av DCF-metoden, som er nærmere beskrevet i kapittel 3.1.

#### **8.1.1 Reformulert balanse**

Balansen må reformuleres for å kunne finne frem til netto driftsmidler. Hvordan dette gjøres er forklart i kapittel 6.2. Den reformulerte balansen for Farstad blir som følger:

Reformulert balanse 2015					
Driftsmidler		DM		Egenkapital	EK
Bygninger, tomter	18 336	OA N		Innskutt egenkapital	0 EK
Maskin og anlegg	15 383 886	OA N		Aksjekapital	39 000 EK
Driftsløsøre, inventar, verktøy og lignende	0	OA N		Overkursfond	198 396 EK
Varer	75 540	OO M		Opptjent egenkapital	EK
Kundefordringer	517 627	OO M		Annen egenkapital	4 106 6 81 EK
Konsernfordringer	0	OO M			
Andre fordringer	221 655	OO M		Avsetning for forpliktelser	AFO
Sum driftsmidler	16 217 044	DM		Pensjonsforpliktelser	55 324 AFO
				Utsatt skatt	43 140 AFO
Finansielle plasseringer		FPL			
Investeringer i aksjer og andeler	4 936	FA N		Langsiktig rentebærende gjeld	LRB G
Andre fordringer	2 716	FA N		Gjeld til kredittinstitusjoner	0 LRB G
Utsatt skattefordel	55 106	FA N		Langsiktig konserngjeld	0 LRB G
Goodwill	57 793	FA N		Annen langsiktig gjeld	11 578 148 LRB G
Likvider		L		Ikke-rentebærende gjeld	IRB G
Bankinnskudd, kontanter og lignende	1 578 6 19	L		Leverandørgjeld	199 127 IRB G
Andre markedsbaserte fin. instr.	58 318	L		Betalbar skatt	38 271 IRB G
Eiendeler klass. som holdt for salg	151 438	L		Skyldige offentlige avgifter	0 IRB G
				Gjeld til konsernselskaper	0 IRB G
				Annen kortsiktig gjeld	1 867 8 83 IRB G
<b>Sum eiendeler</b>	<b>18 125 970</b>			<b>Sum egenkapital og gjeld</b>	<b>18 125 970</b>

Tabell 3: Reformulert balanse (tall i 1000 NOK).

For å komme frem til NDM, må man først finne NOAN og NOAK (tall i 1000):

<b>NDM-utregning</b>	<b>2015</b>
NOAN	15 416 657
NOAK	-1 290 459
<i>NDM</i>	<i>14 127 198</i>

### 8.1.2 Avkastningskrav

Bruk av total kapitalmetoden som verdsettelsesmodell forutsetter at WACC brukes som avkastningskrav. Dette fører til at risikofri rente, markedets risikopremie og beta må finnes for å kunne beregne avkastningskravet.

#### Risikofri rente

For å fastsette en risikofri rente velger jeg å ta utgangspunkt i den effektive renten på statsobligasjoner med en løpetid på ti år. I 2015 var denne på 1,57 %. Justert for skatt blir dermed den risikofrie renten 1,146 %. (Norges Bank 2016)

$$0,0157(1-0,27) = 0,011461$$

#### Markedets risikopremie

Jeg velger å sette den nominelle risikopremien til 5 prosent før skatt. Den blir da 5,4 prosent etter skatt. (PWC 2016)

$$MRP^{\text{før skatt}} = E(r_m) - r_f$$

$$E(r_m) = r_f + MRP^{\text{før skatt}}$$

$$= 0,0157 + 0,05$$

$$= 0,0657 = 6,57 \%$$

$$MRP^{\text{etter skatt}} = E(r_m) - r_f(1 - s)$$

$$= 0,0657 - 0,01146$$

$$= 0,05424 = 5,4 \%$$

#### Beta ( $\beta$ )

Farstad Shipping er et børsnotert selskap, og beta ligger for tiden på 0,95 (DN Investor

2016). Beta må imidlertid justeres fordi den har en tendens til å avta over tid, og jeg benytter Bloomberg-modellen for å finne en mer fremtidsrettet beta. Jeg velger å bruke denne metoden fremfor de andre fordi Farstad har få konkurrenter av lik skala og diversifisering. Bloomberg-justeringen gir følgende justerte beta:

$$\text{Bloomberg-justert beta} = 1/3 + 2/3 * \text{råbeta}$$

$$\text{Bloomberg-justert beta} = 1/3 + 2/3 * 0,95 = 0,9667$$

Dette innebærer at i gjennomsnitt vil en 1 % månedlig avkastning på Oslo Børs resultere i en 0,9667 % større avkastning på Farstads aksje. Ved en nedgang på 1 % i månedlig avkastning på Oslo Børs, vil resultatet bli en avkastning på -0,9667 % for Farstad.

#### Avkastning til egenkapitalen

Jeg har nå estimert alle parametre som inngår i kapitalverdimodellen, og kan dermed finne avkastningskravet til egenkapitalen etter skatt.

$$E(R_i) = r_f + \beta(E(R_m) - r_f)$$

$$E(R_i) = 1,146 \% + 0,65(5 \%)$$

$$E(R_i) = 5,98 \%$$

Avkastningskravet til egenkapitalen er dermed omtrent 5,98 %. Det er viktig å påpeke at det er brukt mye skjønn i vurderingen av dette avkastningskravet, og ergo er det også mye usikkerhet knyttet til størrelsen.

#### Avkastningskrav gjeld

Avkastningskrav for gjeld er lånerenten. Tabellen under viser Farstads utregnede gjeldsrente de siste årene. Basert på dette setter jeg selskapets gjeldskostnad til 11 %.

	2013	2014	2015	Snitt
RBG	8 743 373	10 157 220	11 578 148	
Rentekostnad	665 362	898 684	1 218 773	
Gjeldsrente	7,61 %	8,85 %	10,53 %	<b>8,99 %</b>

Tabell 4: Gjeldskostnad (tall i 1000)

### Markedsverdier for gjeld og egenkapital

Det siste momentet som må vurderes før man kan beregne et avkastningskrav til totalkapitalen, er hvilke vekter som skal benyttes for gjeld og egenkapital. Det ikke er relevant å bruke de vektene man finner i årsregnskapet, og det er markedsverdier på egenkapital og gjeld som skal legges til grunn.

For beregning av markedsverdien på egenkapitalen benytter jeg aksjekurs per 21. mai 2016 på 13,00 kroner. Selskapet har utstedt 39 000 000 aksjer, og dermed finner jeg følgende markedsverdi på egenkapitalen.

$$E = 39\,000\,000 * 13,00 = 507\,000\,000$$

Jeg forutsetter at markedsverdien av gjelden tilsvarer bokført verdi, selv om dette som estimat kan være noe usikkert.

$$G = 13\,781\,893$$

$$T = E + G = 507\,000\,000 + 13\,781\,893 = 520\,781\,893$$

Dette fører til følgende vekter for kapitalstruktur for beregning av WACC.

$$E/T = 507\,000\,000 / 520\,781\,893 = 97,35 \%$$

$$G/T = 13\,781\,893 / 520\,781\,893 = 2,65 \%$$

### Utregning av WACC

Når alle relevante parametre nå er estimert, kan jeg finne avkastningskravet til totalkapitalen ved hjelp av følgende formel.

$$WACC = E/T * k_e + G/T * k_g * (1 - S_m)$$

$$WACC = 0,9735 * 0,0598 + 0,0265 * 0,11 * (1 - 0,27)$$

$$WACC = 0,058215 + 0,002128 = 0,079495 = 7,95 \%$$

### 8.1.3 Prognose av kontantstrømmer

Med bakgrunn i tidligere regnskaper for Farstad og de analyser som er gjort tidligere i denne oppgaven, vil jeg i dette kapitlet lage en prognose for selskapets fremtidige kontantstrømmer. Dette vil danne grunnlaget for verdsettelsen.

Selv om man har forutsetter fortsatt drift ved denne metoden, er det viktig å velge en periode for prognostiseringen. Om vi velger en for kort prognoseperiode kan det hende at vi mister verdiskapning, som fører til at vi får et for lavt estimat for verdien. Dersom vi velger en for lang periode er det vanskelig å estimere tallene ettersom at det blir større usikkerhet desto lengre frem i tid vi skal forutse. Jeg velger en prognoseperiode på ti år for å få med på høy- og lavkonjunkturer i økonomien.

En prognose for Farstads fremtidige kontantstrømmer finnes i vedlegg 7.

#### Terminalverdi

Det er vanskelig å forutse utviklingen av selskapet, markedet og rammebetingelsene i all fremtid, og det er derfor nødvendig å beregne en terminalverdi for selskapet. Denne er basert på antagelser om hvilke kontantstrømmer selskapet vil få etter at prognoseperioden er over, og beregnes fra prognoseperiodens slutt.

Terminalverdien regnes som en evig annuitet ved hjelp av Gordons vekstformel, som tidligere vist. En forutsetning for denne formelen er at den frie kontantstrømmen vokser med en forventet vekstrate i all fremtid. Siden selskaper over tid sjeldent vokser mer enn gjennomsnittet, er denne veksten ofte lik veksten i økonomien generelt.

#### Konjunkturer

Konjunktur er betegnelse på den økonomiske situasjonen i et land eller innenfor en næring, og er svingninger i økonomien på et generelt nivå. Denne påvirker økonomien og veksten til bedrifter i stor grad. Norge er et stabilt land, som har historie for å klare seg godt gjennom dårlige økonomiske tider, men oljeservicebransjen kan likevel være sensitiv i forhold til svingninger i økonomien.

## Inflasjon

Inflasjonen i Norge var lenge lav, men har økt over de siste årene og ligger nå rundt regjeringens inflasjonsmål på 2,5 prosent. Det er forventet at den fortsatt skal ligge i dette området også i fremtiden. Vi legger dette inflasjonsnivået til grunn i denne oppgaven. Selv om inflasjonen vil variere litt vil den uansett ligge nær inflasjonsmålet over tid. Inflasjon vil bli tatt i betraktning i alle tall i verdsettelsen. (hegnar.no 2014, Finansdepartementet 2014)

## Rentenivå

Norges Banks styringsrente ligger i dag på 0,5 prosent som anses for å være under normalnivå. Styringsrenten er et verktøy for å nå inflasjonsmålet. Styringsrenten er forventet å holde seg på dagens nivå frem til sommeren 2017, for deretter å øke gradvis. (Norges Bank 2016)

### **8.1.4 Terminalverdi**

Ved beregningen av terminalverdien har jeg lagt til grunn en årlig vekst på 2,5 %. Denne vekstfaktoren er basert på den estimerte utviklingen for FCF de siste årene av prognoseperioden. Dessuten tror jeg at den generelle veksten i økonomien vil ligge rundt dette nivået, som også er likt forventet inflasjonsnivå over tid.

### **8.1.5 Verdi**

Verdien av Farstad Shipping ASA ved bruk av DCF-metoden, er:

Nåverdi FCF 2015-2025	2 690 706
Nåverdi terminalverdi	6 301 029
<b>Enterprise Value</b>	<b>8 991 735</b>
Verdi finansielle plasseringer	98 464
Verdi rentebærende gjeld	7 652
<b>Verdi egenkapital</b>	<b>9 097 851</b>

(1000 NOK)

## **8.2 Likvidasjonsverdi**

Ved likvidasjonsverdi må man se på hva selskapets eiendeler kan selges for ved en konkurssituasjon. For Farstad sin del vil dette hovedsakelig bestå av selskapest skip. I den siste tiden har Farstad kvittet seg med en del eldre tonnasje, slik at det er til en viss grad mulig å si noe om hva de resterende eiedelene kan være verdt i dagens marked.



Mulige kjøpere av virksomhetens skip er andre lignende selskaper, eller selskaper som ønsker å bygge om skipene slik at de kan brukes til andre formål. Eksempler på dette er at skipene kan bygges om til boligskip eller at de utrustes slik at de kan leies inn (eller eies av) selskaper i oppdrettsnæringen som ønsker å bruke skipene som ledd i bekjempelse av lakselus. Farstad har i disse dager inngått et samarbeid med Fjordlaks om nettopp en slik løsning for et av skipene som i utgangspunktet lå i opplag. Skipene kan også bygges om slik at de kan utføre service og vedlikehold i den stadig voksende vindmølleindustrien. Muligens kan skipene dessuten brukes som midlertidige asylmottak dersom det skulle være behov for det. Fordelen med skip er at dette er svært mobile eiendeler som kan flyttes hvor som helst i verden relativt raskt. Dette gjør det lettere for andre å ta over eiendelene. Uansett blir prisen ved en slik type salg lavere enn den ellers ville blitt. Dette redegjorde jeg for i teorikapitlet om metoden.

Ifølge Farstads årsrapport av 2015 har det vært leid inn eksterne rådgivere som har hjulpet selskapet med å fastsette den faktiske verdien av skipene de har i flåten sin. På bakgrunn av dette arbeidet besluttet selskapets styre å gjøre en ekstraordinær nedskrivning på eiendelene i selskapet med nesten 1,3 milliard kroner.

Basert på dette setter jeg verdien av selskapet etter likvidasjonsmetoden lik den samlede bokførte verdien av selskapets eiendeler, fratrukket den gjelden selskapet har. Oppsatt ser det slik ut.

Bokført sum eiendeler per 31.12.2015	18 125 970 000
Bokført sum gjeld per 31.12.2015	13 781 893 000
<i>SUM</i>	<i>4 344 077 000</i>

Ut fra dette er verdien av selskapets egenkapital 4,344 milliarder kroner.

### **8.3 Vekting av metoder**

I dette kapitlet har jeg utført selve verdsettelsen av Farstad, og jeg har brukt to forskjellige metoder. DCF-metoden viser en verdi for selskapets egenkapitel på 9,098 milliarder kroner. Ved bruk av likvidasjonsverdi kom jeg frem til en verdi for egenkapitalen på 4,344 milliarder kroner.

Dette er et ganske stort spenn, og sannsynligheten for at selskapets faktiske verdi ligger innenfor dette intervallet er ganske stor. Likevel er DCF-metoden mer å stole på enn likvidasjonsverdien, blant annet fordi selskapet skal drive videre. På bakgrunn av dette velger jeg å sette selskapets verdi med en vektning på 2/3 for DCF-metoden og 1/3 for likvidasjonsverdien.

$$\text{Verdi} = 2/3 * 9\,097\,851\,000 + 1/3 * 4\,344\,077\,000 = 7\,553\,259\,667$$

Dette fører til en verdi på 7,533 milliarder kroner innenfor intervallet fra 4,344 milliarder kroner til 9,098 milliarder kroner.

## 9.0 Konsistensteori

For at verdsettelsen av selskapet skal bli så korrekt som mulig, er det viktig at man er konsekvente når man behandler de ulike tallstørrelsene. Med dette menes at tallene behandles på samme måte, at man bruker samme grunnlag for våre beregninger og at man benytter seg av de korrekte tallene i de ulike modellene.

Det er også viktig å være konsekvent når det gjelder tidsperspektiv. Enkelte størrelser varierer mye på kort sikt. For prognoser er det derfor viktig å se på hvilken trend disse tallene har hatt, samtidig som man tar høyde for hvordan disse tallene kan se ut i fremtiden.

Ved beregning av nåverdi av kontantstrømmer er det å ta i betraktning om kontantstrømmen er før eller etter skatt. Man må benytte et nominelt krav før skatt dersom man arbeider med nominelle kontantstrømmer før skatt. Dersom kontantstrømmene er beregnet som reelle tall etter skatt må avkastningskravet være et reelt krav etter skatt.

I denne oppgaven har jeg valgt et langsiktig, nominelt avkastningskrav etter skatt. Dette er fordi prognosene for fremtidige kontantstrømmer er utarbeidet som nominelle tall etter skatt. Disse kontantstrømmene diskonteres med avkastningskravet for å finne verdien av egenkapitalen i selskapet. Jeg har tatt hensyn til både tidsperspektiv, grunnlag for beregninger og tatt høyde for nominelle og reelle størrelser i oppgaven. Jeg mener derfor at mine beregninger er konsekvente.

## 10.0 Konklusjon

Jeg minner om problemstillingen for oppgaven som var:

*Hva var verdien av Farstad Shipping ASA for eierne per 31. desember 2015?*

Ved hjelp av forskjellige strategiske og finansielle analyser har jeg utarbeidet en verdsettelse av Farstad Shipping ASA. Verdsettelsen er utarbeidet på bakgrunn av teori om avkastning og ulike verdsettelsesmodeller. Dessuten er selskapets balanse og regnskap reformulert for å kunne gjennomføre verdsettelsen.

Jeg har benyttet meg av to forskjellige verdsettelsesmodeller for å fastsette selskapets verdi. Ved bruk av likvidasjonsverdi som metode kom jeg frem til en verdi på omtrent 4,344 milliarder kroner. Ved bruk av DCF-metoden blir selskapets verdi beregnet til å være 9,098 milliarder kroner. Med en vektning på  $\frac{2}{3}$  for DCF-metoden og  $\frac{1}{3}$  for likvidasjonsverdien fører dette til en verdi på 7,533 milliarder kroner innenfor intervallet fra 4,344 milliarder kroner til 9,098 milliarder kroner.

De to metodene viser et litt forskjellig estimat. Jeg mener likevel, basert på det arbeid som er gjort med tanke på ulike analyser, valg av metode, avkastningskrav, prognose av kontantstrømmer, at verdien av Farstad Shipping ASA for eierne ligger mellom 4,5 milliarder (111 kroner per aksje) og 9 milliarder kroner (233 kroner per aksje), med en sannsynlig verdi på rundt 7,5 milliarder kroner (193 kroner per aksje).

## Litteraturliste

Aksjemarkedet.com. 2015. "Fundamental analyse" Hentet 29. november 2015.

<http://aksjemarkedet.com/serier/fundamental-analyse/>

Dahl, Gunnar A., Terje Hansen, Roar Hoff og Arne Kinserdal. 1997. *Verdsettelse i teori og praksis*. Oslo: Cappelen Akademisk Forlag.

DN Investor. 2016. "Farstad Shipping FAR". Hentet 21. mai 2016.

<http://investor.dn.no/#/Aksje/S173/FAR/FarstadShipping>

DOF ASA. 2013. "About DOF ASA". Hentet 4. mai 2016.

<http://www.dof.no/en-GB/About-DOF-ASA.aspx>

Dyrnes, Sverre. 2004. "*Kontantstrømmer for investortanalyse og kredittvurderinger*". Del I. Praktisk Økonomi og Finans.

Farstad Shipping ASA. 2016. "Historien". Hentet 25. april 2016.

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

Farstad Shipping ASA. 2016. "*Kvartalsrapport 4-2015*".

[https://www.farstad.com/prod\\_images/doc\\_1256\\_10.pdf](https://www.farstad.com/prod_images/doc_1256_10.pdf)

Farstad Shipping ASA. 2015. "Selskapsstruktur". Hentet 18. november 2015.

<https://www.farstad.com/virksomheten/selskapet-vart/selskapsstruktur>

Farstad Shipping ASA. 2015. "Virksomheten". Hentet 18. november 2015.

<https://www.farstad.com/virksomheten>

Farstad Shipping ASA. 2016. "*Quarterly report 1-2016*".

[https://www.farstad.com/prod\\_images/doc\\_1266\\_10.pdf](https://www.farstad.com/prod_images/doc_1266_10.pdf)

Farstad Shipping ASA. 2016. "*Årsrapport 2015*".

[https://www.farstad.com/prod\\_images/doc\\_1260\\_10.pdf](https://www.farstad.com/prod_images/doc_1260_10.pdf)

Gjesdal, Frøystein: Regnskapsanalyse: *Omgruppering av regnskapet for eierkontroll og verdsettelse*. Praktisk Økonomi og Finans nr. 2/2007.

Havila Shipping ASA. 2012. "Company". Hentet 4. mai 2016  
<http://www.havila.no/company>

Heen, Knut Peder. 2015. "*Valuations – A Guide*". Avdeling før økonomi og samfunnsvitenskap, Høgskolen i Molde.

Heen, Knut Peder. Førsteamanuensis. Avdeling før økonomi og samfunnsvitenskap, Høgskolen i Molde.

Hillier, David, Mark Grinblatt og Sheridan Titman. 2012. *Financial Markets and Corporate Strategy*. London: McGraw Hill Education.

Koller, T., Copeland, T. E., Wessels, D., Goedhart, M. og Murrin, J. (2010). *Valuation: measuring and managing the value of companies*. Hoboken, N.J.: Wiley.

Nordnet Bank AB. 2016. "Farstad Shipping. Kursdata.". Hentet 21. mai 2016.  
<https://www.nordnet.no/mux/web/marknaden/aktiehemsidan/index.html?identifiser=6082&marketid=15>

Norges Bank. 2016. "*Pengepolitisk rapport med vurdering av finansiell stabilitet*".  
[http://static.norges-bank.no/pages/104770/PPR\\_1\\_16.pdf?v=17032016140457&ft=.pdf](http://static.norges-bank.no/pages/104770/PPR_1_16.pdf?v=17032016140457&ft=.pdf)

Norges Bank. 2016. "Statsobligasjoner årgjennomsnitt". Hentet 2. mai 2016.  
<http://www.norges-bank.no/Statistikk/Rentestatistikk/Statsobligasjoner-Rente-Arsgjennomsnitt-av-daglige-noteringer/>

Norges Rederiforbund. 2015. "*Norske offshorerederier – I krevende farvann*".  
<https://www.rederi.no/DownloadFile/?file=50912>

Norges Rederiforbund. 2016. "*Konjunkturrapport 2016*".

<https://www.rederi.no/DownloadFile/?file=93534>

Norges Rederiforbund. 2016. ”Styrets årberetning 2015”.

<https://www.rederi.no/DownloadFile/?file=100264>

Oslo Børs. 2016. ”Brent Oil”. Hentet 21. mai 2016.

<http://www.oslobors.no/markedsaktivitet/#/details/C:PBROUSDBR%5CSP.IDCENE/overview>

PROFF – The Business Finder. 2016. ”DOF ASA. Nøkkeltall.”. Hentet 14. april 2016.

<http://www.proff.no/nokkeltall/dof-asa/storebø/skipsrederier/Z0IN6QCA/>

PROFF – The Business Finder. 2016. ”Farstad Shipping ASA”. Hentet 14. januar 2016.

<http://www.proff.no/regnskap/farstad-shipping-asa/ålesund/offshoretjenester/Z0INBQUT/>

PROFF – The Business Finder. 2016. ”Havila Shipping ASA”. Hentet 14. april 2016.

<http://www.proff.no/nokkeltall/havila-shipping-asa/fosnavåg/offshoretjenester/Z0ILOPQ2/>

PROFF – The Business Finder. 2016. ”Siem Offshore AS”. Hentet 14. april 2016.

<http://www.proff.no/nokkeltall/siem-offshore-as/kristiansand/offshoretjenester/Z0I40VKH/>

PWC. 2016. ”Risikopremien i det norske markedet”. Hentet 2. mai 2016.

<http://www.pwc.no/no/publikasjoner/risikopremie/risikopremien-i-det-norske-markedet-2015.html>

Siem Offshore Inc. 2014. ”Welcome to Siem Offshore”. Hentet 4. mai 2016.

<http://www.siemoffshore.com>

Statistisk Sentralbyrå. 2016. ”Konjunkturutviklingen i Norge”.

[https://www.ssb.no/nasjonalregnskap-og-konjunkturer/artikler-og-publikasjoner/\\_attachment/259709?\\_ts=1537fe271a0](https://www.ssb.no/nasjonalregnskap-og-konjunkturer/artikler-og-publikasjoner/_attachment/259709?_ts=1537fe271a0)

## **Vedlegg**

### **Vedlegg 1**

#### DOF Group

DOF AS Able etablert i 1981 og er en internasjonal leverandør av offshore service og subsea tjenester. Selskapet er engasjert i langsiktig industrielt preget offshorevirksomhet, gjennom å eie og drive høyt spesialiserte fartøyer i PSV-, AHTS- og SUBSEA-segmentet.

Selskapets flåte består totalt av over 70 skip, inkludert nybygg og skip driftet av underselskaper. I 2015 hadde virksomheten om lag 5.300 ansatte over hele verden, og har hovedkontor i Bergen. (DOF 2016)

#### Havila Shipping ASA

Havila Shipping ASA er en ledende aktør for levering av offshore servicefartøy-tjenester til oljeselskaper. Selskapets flåte består av 27 skip i både PSV-, AHTS- og SUBSEA-segmentet.

Selskapets hovedkontor ligger i Fosnavåg på Sunnmøre, men virksomheten har kontorer også i Asia og Brasil. (Havila Shipping 2016)

#### Siem Offshore

Siem Offshore opererer i den globale olje- og gassindustrien med en moderne, miljøvennlig og høyteknologisk flåte. Flåten består av 51 skip (hvorav 5 for tiden er under bygging) og inkluderer PSV, AHTS, SUBSEA og ROV-støtteskip. Selskapet har også to brønnintervensjonsfartøyer.

Selskapet har hovedkontor lokalisert i Kristiansand, men har kontorer også i Brasil, Tyskland, Nederland, Polen, USA, Ghana, India og Australia. (Siem Offshore 2016)

## **Vedlegg 2**

Nøkkeltall.



### Vedlegg 3

#### DOF Group

	2014	2013	2012	2011	2010
Totalrentabilitet	7,8	6,1	6,3	4,2	3,3
Resultat av driften i %	24	19,7	23,2	17,7	9,9
Egenkapitalens rentabilitet før skatt i %	6,4	-0,4	3,9	-10,3	-3
Likviditetsgrad	0,73	1	1,18	1,01	1,36
Egenkapitalandel i %	21,2	19,4	21,3	21,6	24,9
Gjeldsgrad	3,7	4,2	3,7	3,6	3

(Proff 2016)

#### Havila Shipping ASA

	2014	2013	2012	2011	2010
Totalrentabilitet	7,1	6,2	5,5	4,6	5,8
Resultat av driften i %	34,6	35	30,5	22,1	28,2
Egenkapitalens rentabilitet før skatt i %	2	4,6	0,9	-5,2	0,8
Likviditetsgrad	0,67	0,54	0,9	1,26	1,33
Egenkapitalandel i %	24,1	24,2	23,1	22,8	25,4
Gjeldsgrad	3,1	3,1	3,3	3,4	2,9

(Proff 2016)

#### Siem Offshore

	2014	2013	2012	2011	2010
Totalrentabilitet	9	6,9	16,5	11,2	4,8
Resultat av	4,1	7,1	7,8	4,7	3,2

driften i %					
Egenkapitalens rentabilitet før skatt i %	3,4	5,6	41,4	42	14,2
Likviditetsgrad	1,46	1,59	1,6	1,46	1,37
Egenkapitalandel i %	51,3	54,1	38,3	24,8	25,6
Gjeldsgrad	0,9	0,8	1,6	3	2,9

(Proff 2016)