



Masteroppgave

Verdsettelse og strategisk analyse av

Fred Olsen Energy

Tord Øverås

Bodø 01.12.2010


Handelshøgskolen
i Bodø

BE305E003

Abstract

The thesis seeks to find the value of Fred. Olsen Energy. The thesis starts with a chapter where the research method is explained, and the methods and techniques to perform a fundamental valuation is presented. I then describe the industry and the comparatives as well as history and information about Fred. Olsen Energy. Then I conduct a strategic analysis, based on known models for internal and external analysis of companies and industry. There will also be considered risk factors in the market, and selected macroeconomic variables. I find that Fred. Olsen Energy operates in a cyclical industry, with many strong competitors. The industry is affected by oil prices and the development of oil fields internationally. This is followed by a description of the theory about cost of capital as well as an analysis of historical cost of capital. As part of the analysis the cost of capital and their components are also analyzed. As a natural succession of this, the financial statement of Fred. Olsen Energy is regrouped and analyzed. Financial analysis bottoms out in a synthetic rating of the company and the industry as both get credit rating A. Furthermore, the profitability of the company and the industry are analyzed and calculated. Profitability and growth analysis shows that Fred. Olsen Energy is more profitable than the industry, but has grown at a slower pace. As a basis for the valuation I prepare the future financial statement based on financial analysis, strategic analysis and the profitability and growth analysis. In advance of future financial statements the future cost of capital through a weighted average claim amounts to 5.45%. Future statements are based on previous analysis and assumptions about future market conditions.

Through the analysis of Fred Olsen Energy I come up with a price target of 311 kroner pr stock based on the fundamental valuation. The comparative valuation is done to supplement the fundamental valuation. I come up with a price target of 305.4 kroner pr stock, resulting in a recommendation to buy the stock.

Sammendrag

Oppgaven starter med ett metodekapittel der et blir gjort rede for metode og teknikker for å utføre en fundamental verdsettelse. Det blir også presentert et rammeverk for å utføre en fundamental verdsettelse.

Etter følge en beskrivelse av bransjen og bransjekomparativene og historikk samt informasjon om Fred. Olsen Energy blir presentert. Deretter blir det utført en strategisk analyse, som bygger på kjente modeller for intern og ekstern analyse av selskap og industri. Det blir også sett på risikofaktorer i markedet, og utvalgte makrovariabler. Jeg finner at Fred. Olsen Energy opererer i en syklisk bransje, med mange sterke konkurrenter. Bransjen påvirkes av oljeprisen og utviklingen av oljefelt internasjonalt. Dette etterfølges av en beskrivelse av teori rundt avkastningskrav samt en analyse av historisk avkastningskrav. Som en del av analysen dekomponeres avkastningskravet i sine deler og også disse blir analysert. Som en naturlig etterfølgelse av dette blir regnskapet til Fred. Olsen Energy omgruppert og analysert. Regnskapsanalysen bunner ut i en syntetisk rating av selskapet og bransjen som begge får kredittratingen A. Videre blir lønnsomheten til selskapet og bransjen analysert og det blir beregnet et femtidig avkastningskrav. Lønnsomhet og vekstanalysen viser at FOE er mer lønnsom enn bransjen, men har vokst i et lavere tempo. Som et grunnlag for verdsettelsen blir det utarbeidet et fremtidsregnskap basert på regnskapsanalysen, den strategiske analysen og lønnsomhets og vekstanalysen. I forkant av fremtidsregnskapet blir avkastningskravet for fremtiden utledet og et vektet gjennomsnittlig krav beløper seg til 5,45 %. Fremtidsregnskapet baserer seg på tidligere analyser og forutsetninger om fremtidig markedssituasjon.

Gjennom analysen av Fred Olsen Energy kommer jeg frem til et kursmål på 311 kroner på bakgrunn av den fundamentale verdsettelsen. For den komparative verdsettelsen gjort for å supplementere den fundamentale verdsettelsen kommer jeg frem til et kursmål på 305,4 kroner, noe som medfører en anbefaling om å kjøpe aksjen.

Forord

Det å skrive en masteroppgave er ingen enkel oppgave. Det er på den ene siden en lang og krevende prosess, og på den andre siden en alt for kort og morsom opplevelse. Jeg ønsket å skrive en oppgave der jeg fikk bruke mye av teorien som jeg har opparbeidet meg de årene jeg har gått på Handelshøgskolen i Bodø. Og spesielt teori fra kursene BE315E Investering og finansiering og EK326E Verdsettelse og lønnsomhetsanalyse. Og da var valget i og for seg enkelt, og det falt på en verdsettelse.

Jeg ville i all hovedsak verdsette et norsk firma som utfylte en rekke kriterier, disse var:

- over en viss størrelse,
- registrert i hovedindeksen på Oslo Børs,
- likvid (relativ høy omsetning på aksjen)
- til en viss grad oversiktlig struktur
- i olje/energi sektoren.

Fred. Olsen Energy møtte alle disse kriteriene, og virket som et spennende selskap før jeg startet oppgaven. Nå når jeg er ferdig med oppgaven kan jeg si at både bransjen og selskapet i aller høyeste grad er spennende..

Jeg vil også takke min veileder Frode Sættem ved Norges Handelshøgskole for raske og gode tilbakemeldinger gjennom hele oppgaveprosessen, samt konstruktiv kritikk der det har vært nødvendig.

Tord Øverås

Bodø 01.12.1010

Innholdsfortegnelse

ABSTRACT	II
SAMMENDRAG	III
FORORD	IV
INNHOLDSFORTEGNELSE	V
OVERSIKT OVER FIGURER	XI
OVERSIKT OVER TABELLER	XIII
1 INNLEDNING	1
1.1 PROBLEMSTILLING	1
1.2 BAKGRUNN FOR OPPGAVEN	1
1.3 STRUKTUR	2
1.4 AVGRENSNING OG FORUTSETNINGER	3
2 METODE	4
2.1 VERDSETTELSESTEKNIKKER	5
2.1.1 FUNDAMENTAL VERDSETTELSE	5
2.1.2 KOMPARATIV VERDSETTELSE	6
2.1.3 OPSJONSBASERT VERDSETTELSE	7
2.1.4 VALG AV TEKNIKK OG RAMMEVERK	7
3 BESKRIVELSE AV RIGGBRANSJEN OG SELSKAPET	9
3.1 RIGGBRANSJEN OG MARKEDET	9
3.1.1 FORSKJELLIG TYPEN RIGGER	9
3.1.2 KONKURRENTER	10
3.1.2.1 Seadrill	10
3.1.2.2 Transocean	11
3.1.2.3 Pride International	12
3.1.2.4 Northern Offshore	12
3.1.2.5 Noble Corporation	13
3.1.2.6 Diamond Offshore Drilling	13
	V

3.2 FRED. OLSEN ENERGY	14
3.2.1 HISTORIKK	15
3.2.2 RIGGER	16
3.2.3 KONTRAKTSOVERSIKT	17
3.2.4 UTVIKLING I AKSEKURS SISTE 5 ÅR	18
3.2.5 AKSJONÆRER	19
3.3 OPPSUMMERING	20
4 STRATEGISK ANALYSE	21
4.1 SWOT-ANALYSE	21
4.1.1 STYRKER	21
4.1.2 SVAKHETER	22
4.1.3 MULIGHETER	23
4.1.4 TRUSLER	24
4.1.5 OPPSUMMERING SWOT	26
4.2 PORTERS FIVE FORCES	26
4.2.1 KUNDERS FORHANDLINGSKREFTER	27
4.2.2 LEVERANDØRERS FORHANDLINGSKREFTER	28
4.2.3 TRUSSEL OM NYETABLERINGER	29
4.2.4 TRUSSEL FRA SUBSTITUTTER	30
4.2.4.1 Substitutt for FOEs boreenheter	31
4.2.4.2 Substitutt for olje og gass	31
4.2.5 KONKURRANSE INTERNT I MARKEDET	32
4.2.6 OPPSUMMERING PORTERS FIVE FORCES	32
4.3 RESSURSANALYSE	33
4.3.1 BORENHETER	35
4.3.2 KOMPETANSE	35
4.3.3 KUNDER	36
4.3.4 VERFTET	36
4.3.5 KAPITAL	36
4.3.6 OPPSUMMERING RESSURSANALYSE	36
4.4 MARKEDSANALYSE	37

4.4.1	TILBUD OG ETTERSPOERSEL	37
4.4.2	DAGRATER	38
4.4.3	RISIKOFAKTORER	39
4.5	MAKROØKONOMISKE VARIABLER	40
4.5.1	RENTE	41
4.5.2	OLJEPRIS	42
4.5.3	VALUTAKURS	43
4.5.4	INFLASJON	44
4.6	OPPSUMMERING AV DEN STRATEGISKE ANALYSEN	45
5	HISTORISK AVKASTNINGSKRAV	46
5.1	BAKGRUNN/TEORI	46
5.1.1	EGENKAPITALKRAV	47
5.1.1.1	Forutsetninger til CAPM	48
5.1.1.2	Risikofri rente	48
5.1.1.3	Markedspremien	48
5.1.1.4	Likviditetspremie	49
5.1.1.5	Beta (β)	49
5.1.2	GJELDSKRAVET	51
5.1.3	VEKTET GJENNOMSNITTLIG KAPITALKOSTNAD (WACC)	51
5.2	AVKASTNINGSKRAV TIL EGENKAPITALEN	52
5.2.1	RISIKOFRI RENTE	52
5.2.2	MARKEDSPREMIEN	52
5.2.3	EGENKAPITALBETA	52
5.2.3.1	Estimering av historisk egenkapitalbeta	53
5.2.4	EGENKAPITALKRAV	54
5.2.5	MINORITETSKRAV	55
5.3	AVKASTNINGSKRAV NETTO FINANSIELL GJELD	55
5.3.1	BETA NETTO FINANSIELL GJELD	55
5.3.2	KRAV FINANSIELLE EIENDELER	57
5.3.3	KRAV FINANSIELL GJELD	58
5.3.4	KRAV FOR NETTO FINANSIELL GJELD	59

5.4	AVKASTNINGSKRAV TIL NETTO DRIFTSKAPITAL	59
5.5	OPPSUMMERING	60
6	REGNSKAPSANALYSE	61
6.1	TRAILING	61
6.2	RESULTATREGNSKAP	61
6.2.1	TRAILING ÅRSRESULTAT 2010	62
6.2.2	KOMMENTARER TIL UTVALGTE POSTER	63
6.2.2.1	Driftsinntekter	64
6.2.2.2	Drifts og lønnskostnader	64
6.2.2.3	Avskrivninger	65
6.2.2.4	Skattekostnad	65
6.2.2.5	Resultat	65
6.3	BALANSE	66
6.3.1	EIENDELER	66
6.3.2	KOMMENTARER TIL UTVALGTE POSTER	66
6.3.2.1	Eiendom, anlegg og utstyr	67
6.3.2.2	Kontanter og kontantekvivalenter	67
6.3.3	EGENKAPITAL OG GJELD	67
6.3.4	KOMMENTARER TIL UTVALGTE POSTER	68
6.3.4.1	Egenkapital	69
6.3.4.2	Langsiktig gjeld	69
6.4	OMGRUPPERING OG NORMALISERING AV REGNSKAP	70
6.4.1	BRUDD PÅ KONGRUENSPRINSIPPET	70
6.4.2	NORMALISERING	71
6.4.3	OMGRUPPERING AV BALANSEPOSTER	72
6.4.4	MÅLEFEIL	73
6.4.5	PRESENTASJON AV OMGRUPPERT REGNSKAP	74
6.4.5.1	Omgruppert resultatregnskap	74
6.4.5.2	Omgruppert balanse	75
6.5	FORHOLDSTALLANALYSE	75
6.5.1	LIKVIDITET	75

6.5.1.1	Likviditetsgrad 1	76
6.5.1.2	Likviditetsgrad 2	76
6.5.1.3	Likviditetsgrad 3	77
6.5.2	SOLIDITET	77
6.5.2.1	Egenkapitalandel	77
6.5.2.2	Rentedekningsgrad	78
6.5.2.3	Kapitalstruktur	79
6.5.3	NETTO DRIFTSRENTABILITET	80
6.5.4	SYNTETISK RATING	80
6.6	OPPSUMMERING REGSKAPSANALYSEN	81
7	<u>ANALYSE AV LØNNSOMHET OG VEKST</u>	82
7.1	ANALYSE AV LØNNSOMHET	82
7.1.1	ANALYSE AV EGENKAPITALRENTABILITET	82
7.1.2	ANALYSE AV DRIFT	84
7.1.2.1	Netto driftsmargin	85
7.1.2.2	Omløp netto driftseiendeler	87
7.1.3	ANALYSE AV FINANSIERING	87
7.1.3.1	Finansiell gjeld og eiendeler	88
7.1.3.2	Finansiell gearing	89
7.2	ANALYSE AV VEKST	90
7.2.1	DRIFTINNTEKTSVEKST	91
7.2.2	DRIFTSRESULTATVEKST	92
7.3	OPPSUMMERING AV LØNNSOMHET OG VEKSTANALYSE	93
8	<u>FREMTIDSKRAV</u>	94
8.1	AVKASTNINGSKRAV TIL EGENKAPITALEN	94
8.1.1	RISIKOFRI RENTE	94
8.1.2	MARKEDSPREMIE	94
8.1.3	EGENKAPITALBETA	94
8.1.4	EGENKAPITALKRAVET	94
8.2	AVKASTNINGSKRAV TIL GJELDEN	95
8.3	TOTALKAPITALKRAVET	95

8.3.1	KAPITALSTRUKTUR	95
8.3.2	VEKTET GJENNOMSNI TT LIG KAPITALKOSTNAD (WACC)	95
8.4	OPPSUMMERING FREMTIDSKRAV	96
9	FREMTIDSREGNSKAP	97
9.1	VALG AV BUDSJETT H O R I S O N T	97
9.2	INNETEKTER	97
9.2.1	KONTRAKTSFESTEDE INNETEKTER	97
9.2.2	ANDRE INNETEKTER	99
9.2.3	INGENIØR- OG FABRIKASJONSTJENESTER	101
9.2.4	OPPSUMMERING INNETEKTER	101
9.3	KOSTNADER	101
9.3.1	LØNN OG PERSONALKOSTNADER	101
9.3.2	AVSKRIVNINGER	102
9.3.3	ANDRE DRIFTSKOSTNADER OG MATERIALKOSTNADER	102
9.3.4	SKATT	102
9.4	OMLØP NETTO DRIFTSMIDLER	102
9.5	FREMTIDSREGNSKAP	103
10	VERDSETTELSE	105
10.1	FUNDAMENTAL VERDSETTELSE	105
10.1.1	SENSITIVITETSANALYSE	106
10.1.1.1	Ceteris Paribus	106
10.1.1.2	Monte Carlo simulering	107
10.2	KOMPARATIV VERDSETTELSE	109
11	KONKLUSJON	111
	LITTERATURLISTE	112
	BØKER	112
	ÅRSRAPPORTER	113
	KVARTALSRAPPORTER OG KVARTALSPRESENTASJONER	114
	NETTSIDER	114

VEDLEGG 1 OVERSIKT OVER RIGGER	X
---------------------------------------	----------

VEDLEGG 2 RESULTAT AV REGRESJONSANALYSE BETAESTIMERING	XI
---	-----------

DAG	XI
-----	----

UKE	XII
-----	-----

MÅNED	XIII
-------	------

VEDLEGG 3 SYNTETISK RATINGSKALA	XIV
--	------------

Oversikt over figurer

FIGUR 2-1 RAMMEVERK FOR VERDSETTELSE (BASERT PÅ PENMAN (2010)).....	8
FIGUR 3-1 AKSJEUTVIKLING SEADRILL DE 5 SISTE ÅR (KILDE: OSLO BØRS).....	11
FIGUR 3-2 AKSJEUTVIKLING TRANSOCEAN DE 5 SISTE ÅR (KILDE: FINANCE.YAHOO.COM)	11
FIGUR 3-3 AKSJEUTVIKLING PRIDE INTERNATIONAL DE 5 SISTE ÅR (KILDE: FINANCE.YAHOO.COM)	12
FIGUR 3-4 AKSJEUTVIKLING NORTHERN OFFSHORE SIDEN BØRSINTRODUKSJON (KILDE: OSLO BØRS).....	13
FIGUR 3-5 AKSJEUTVIKLING NOBLE CORPORATION SISTE 5 ÅR (KILDE: YAHOO.FINANCE.COM).....	13
FIGUR 3-6 AKSJEUTVIKLING DIAMOND OFFSHORE DRILLING SISTE 5 ÅR (KILDE: YAHOO.FINANCE.COM)	14
FIGUR 3-7 FOE SIN VIRKSOMHET PÅ VERDENSBASIS (WWW.FREDOLSEN-ENERGY.NO).....	15
FIGUR 3-8 GJENNOMSNIITTLIG RIGGALDER.....	17
FIGUR 3-9 KONTRAKTSOVERSIKT (KILDE: PRESENTASJON TREDJE KVARTAL 2010)	18
FIGUR 3-10 UTVIKLING AKSJEKURS FOE OG HOVEDINDEKS SISTE 5 ÅR (KILDE: OSLO BØRS)	19
FIGUR 3-11 MÅNEDLIG AVKASTNING OBX VS. FOE SISTE 5 ÅR. (KILDE: OSLO BØRS).....	19
FIGUR 4-1 PORTERS 5 FORCES (KILDE:PORTER (2008))	27
FIGUR 4-2 KOSTNADER FOR NYBYGG VS OLJEPRIS FRA 2005 TIL I DAG (RIGZONE)	29
FIGUR 4-5 UTVIKLING I ANTALL ANSATTE I PERIODEN 2004-2009 (KILDE: ÅRSRAPPORTER 2005-2009).....	35
FIGUR 4-6 KUNDER ANDEL AV OMSETNING.....	36
FIGUR 4-7 TILBUD OG ETTERSPOØRSEL ETTER FLYTERE PÅ VERDENSBASIS (KILDE: PRESENTASJON ANDRE KVARTAL 2010)	37

FIGUR 4-17 KONSUMPRISINDEKS (NORGES BANK)	45
FIGUR 6-1 UTVIKLING I DRIFTSINNETEKTER.....	64
FIGUR 6-2 LØNN OG ANDRE DRIFTSKOSTNADER.....	64
FIGUR 6-3 UTVIKLING LØNNKOSTNADER.....	64
FIGUR 6-4 UTVIKLING I AVSKRIVNINGER.....	65
FIGUR 6-5 SKATTEKOSTNAD	65
FIGUR 6-6 UTVIKLING I RESULTAT	65
FIGUR 6-7 UTVIKLING I EIENDOM, ANLEGG OG UTSTYR.....	67
FIGUR 6-8 KONTANTER OG KONTANTEKVIVALENTER.....	67
FIGUR 6-9 UTVIKLING I EGENKAPITALEN.....	69
FIGUR 6-10 UTVIKLING I LANGSIKTIG GJELD.....	69
FIGUR 6-11 UTVIKLING I KORTSIKTIG GJELD.....	69
FIGUR 6-12 LIKVIDITETSGRAD 1 FOR FOE OG BRANSJE	76
FIGUR 6-13 LIKVIDITETSGRAD 2 FOR FOE OG BRANSJE	76
FIGUR 6-14 LIKVIDITETSGRAD 3 FOR FOE OG BRANSJE	77
FIGUR 6-15 EGENKAPITALPROSENT FOR FOE OG BRANSJE.....	78
FIGUR 6-16 RENTEDEKNINGSGRAD FOR FOE OG BRANSJE	78
FIGUR 6-17 NETTO DRIFTSRENTABILITET	80
FIGUR 7-1 EGENKAPITALRENTABILITET.....	83
FIGUR 7-2 NETTO DRIFTSRENTABILITET	85
FIGUR 7-3 NETTO DRIFTSMARGIN	86
FIGUR 7-4 OMLØP NETTO DRIFTSEIENDELER	87
FIGUR 7-5 FINANSIELL GJELD	88
FIGUR 7-6 FINANSIELLE EIENDELER.....	88
FIGUR 7-7 FINANSIELL GJELDSRENTE.....	89
FIGUR 7-8 FINANSIELL GEARING	90
FIGUR 7-9 DRIFTINNETEKTSVEKST	91
FIGUR 7-10 DRIFTSINNETEKTSVEKST ENDRING	91
FIGUR 7-11 DRIFTSINNETEKTSVEKST FOE DIVISJONER.....	92
FIGUR 7-12 DRIFTRESULTATVEKST	92
FIGUR 9-1 KONTRAKTSFESTEDE INNETEKTER.....	99
FIGUR 9-2 UTVIKLING ANDRE INNETEKTER.....	100
FIGUR 9-3 OPPSUMMERING INNETEKTER	101
FIGUR 10-1 SENSITIVITETSANALYSE WACC.....	106
FIGUR 10-2 ENDRING I TERMINALVERDI	107

FIGUR 10-3 ENDRING I VEKST.....	107
FIGUR 10-4 SENSITIVITET I VERDIESTIMATET	108
FIGUR 10-5 BIDRAG TIL VARIANS	108

Oversikt over tabeller

TABELL 3-1 OVERSIKT OVER RIGGLÅTE (KILDE:WWW.FREDOLSEN-ENERGY.NO).....	16
TABELL 3-2 OVERSIKT OVER DE STØRSTE AKSJONÆRER I FRED. OLSEN ENERGY (KILDE:WWW.FREDOLSEN-ENERGY.NO)	20
TABELL 4-1 VRIO RESSURSANALYSE.....	33
TABELL 4-2 RESSURSANALYSE FOR KONKURRANSEFORTRINN (KILDE: ROOS ET AL. (2005:146))	34
TABELL 4-3 RESSURSANALYSE FOR FOE	34
TABELL 5-1 HISTORISK RISIKOFRI RENTE	52
TABELL 5-2 RESULTAT BETAESTIMERING.....	53
TABELL 5-3 HISTORISK EGENKAPITALBETA	54
TABELL 5-4 HISTORISK EGENKAPITALKRAV	55
TABELL 5-5 BETA NETTO FINANSIELL GJELD	57
TABELL 5-6 FINANSIELT EIENDELSKRAV	58
TABELL 5-7 KRAV FINANSIELL GJELD	58
TABELL 5-8 KRAV FOR NETTO FINANSIELL GJELD.....	59
TABELL 5-9 KRAV TIL NETTO DRIFTSKAPITAL.....	60
TABELL 6-1 RESULTATREGNSKAP FOE 2005-2010(T).....	62
TABELL 6-2 SAMMENSETTING AV TRAILING ÅRSRESULTAT 2010	63
TABELL 6-3 EIENDELER 2005-2010(T).....	66
TABELL 6-4 EGENKAPITAL OG GJELD 2005 -2010(T)	68
TABELL 6-5 "DIRTY SURPLUS" OG UTGÅENDE EGENKAPITAL	70
TABELL 6-6 UNORMALT DRIFTSRESULTAT FØR SKATT.....	71
TABELL 6-7 UNORMALT NETTO DRIFTSRESULTAT	71
TABELL 6-8 UNORMALT FINANSRESULTAT	72
TABELL 6-9 OMGRUPPERT RESULTATREGNSKAP	74
TABELL 6-10 OMGRUPPERT BALANSE	75
TABELL 6-11 KAPITALSTRUKTUR FOE.....	79
TABELL 6-12 KAPITALSTRUKTUR FOE OG BRANSJE.....	79
TABELL 6-13 SYNTETISK RATING FOE	81
TABELL 6-14 SYNTETISK RATING BRANSJEN	81
TABELL 7-1 SUPERRENTABILITET.....	83

TABELL 7-2 FINANSIELL GEARING	90
TABELL 7-3 VEKSTANALYSE RESULTATREGNSKAP	93
TABELL 8-1 KAPITALSTRUKTUR FOE.....	95
TABELL 10-1 BEREGNING AV ONDE	103
TABELL 10-1 BEREGNING AV AKSJEPRIS	105
TABELL 10-2 KOMPARATIVE VERDSETTELSEFAKTORER	110
TABELL 10-3 KOMPARATIV VERDSETTELSE RESULTAT	110

1 Innledning

I dette kapitlet vil jeg gå gjennom problemstillingen for oppgaven, bakgrunnen for hvorfor jeg har valgt å skrive akkurat en slik type oppgave, hvordan oppgaven er bygget opp og til slutt avgrensninger og forutsetninger gjort i tilknytning oppgaveskrivingen.

1.1 Problemstilling

Som tittelen på Masteroppgaven tilsier er dette verdsettelse av Fred. Olsen Energy og hovedproblemstillingen er som følger:

”Hva er verdien på Fred. Olsen Energy?”

Som tittelen også sier, er dette i tillegg en strategisk analyse, men jeg ser på det som en forutsetning for en god verdsettelse at det ligger en strategisk analyse av selskapet og bransjen i bunnen, dette for å kunne si noe om hva selskapet er verdt basert på antagelse om fremtiden. Med problemstillingen og det verdiestimatet som denne vil gi, vil jeg også gi en kjøp-, selg- eller hold anbefaling av Fred. Olsen Energy aksjen basert på aksjekursen på verdsettelsestidspunktet.

1.2 Bakgrunn for oppgaven

Jeg har hele tiden hatt en stor interesse for aksjer og aksjemarkeder, og denne oppgaven gav meg muligheten til å lære nye ting i tilknytning denne interessen, samt bruke kunnskap jeg opparbeidet meg gjennom studietiden. Jeg har de siste årene fulgt med markedet og Fred. Olsen Energy har vært et av de selskapene jeg har fulgt ekstra godt med på.

Det å kunne bruke kvantitativ data hentet fra markedet, analysere og vurdere disse opp mot kvalitativ data gitt av selskapet og andre selskaper i årsrapporter/kvartalsrapporter, har gitt meg en erfaring som jeg tror vil komme godt med videre i livet.

Det å fastsette verdi på en aksje er i og for seg en nyttig egenskap, i alle fall om en har tenkt å investere, eller jobbe med aksjesalg/kjøp/rådgivning. Det å gjøre en verdsettelse er mer en bare tallknusing, her må en vurdere alle faktorer som skal inn i analysen og ta de beslutninger en selv mener er best for å få en best mulig verdivurdering til slutt.

1.3 Struktur

Oppgaven er bygget opp på følgende måte, som er en naturlig oppbygning av en verdsettelse med de trinn som hører med:

I **kapittel 1**, Innledning, gjennomgår jeg bakgrunnen for at jeg valgte å skrive denne oppgaven, strukturen på oppgaven og de forutsetninger/avgrensninger jeg har i forhold til det å skrive denne oppgaven.

Kapittel 2 er et metodekapittel der jeg gjennomgår den vitenskapelige prosessen jeg har vært igjennom, dette med tanke på validitet og reliabilitet til de data jeg har brukt, her både til de kvalitative og de kvantitative data. Jeg vil også bruke dette kapitlet til å beskrive verdsettelsesteknikker og det rammeverket jeg har brukt for verdsettelsen.

I **kapittel 3** blir bransje og bedrift presentert. Bedriften blir beskrevet med tanke på dagens situasjon og historisk. Bransjen blir her beskrevet generelt, men med hovedfokus på de bedriftene som skal brukes i analysen og i den komparative verdsettelsen i kapittel 10.

Strategisk analyse blir utført i **kapittel 4** med tanke både på interne og eksterne faktorer. Her blir også en markedsanalyse gjennomført med tanke på tilbud, etterspørsel og risikofaktorer, i tillegg blir det drøftet rundt utvalgte påvirkende makrovariabler.

I **kapittel 5** blir teori rundt avkastningskravet beskrevet og drøftet, og det historiske avkastningskravet med alle dets komponenter blir gjennomgått og vurdert.

Kapittel 6 er viet til en analyse av det historiske regnskapet til Fred. Olsen Energy. I tillegg blir regnskapet omgruppert for å bedre passe en investors synspunkt. Regnskapsanalysen avsluttes med en syntetisk rating av Fred. Olsen Energy ASA.

Kapittel 7 blir viet analyse av lønnsomhet og vekst basert på regnskapsanalysen og analysen av historisk avkastningskrav

I **kapittel 8** blir det fremtidige avkastningskravet utledet. Kravet er et vektet gjennomsnittlig krav og benyttes videre i verdsettelsen

I **kapittel 9** blir det fremtidige regnskapet utarbeidet med bakgrunn i både den strategiske analysen og den historiske regnskapsanalysen.

Kapittel 10 er viet selve den fundamentale verdsettelsen av Fred. Olsen Energy som i tillegg suppleres denne med en komparativ verdsettelse, da med tanke på følgende selskaper: Seadrill, Transocean, Pride International, Northern Offshore Ltd, Noble Corporation og Diamond Offshore Drilling. Det utføres i tillegg en sensitivitetsanalyse hvor først de forskjellige faktorene brukt i verdsettelsen endres hver seg for å se endringer i verdiestimatet, for deretter å simulere endringene i estimatet samtidig ved hjelp av en Monte Carlo simulering.

Oppgaven konkluderes i **kapittel 11** med en kjøps anbefaling.

1.4 Avgrensning og forutsetninger

Da en verdsettelse er en meget krevende oppgave og i lys av at informasjon om selskap og markedet tilkommer kontinuerlig, ser jeg det som en nødvendighet å avgrense informasjonsinnhentingen til å gjelde frem til dato 29.10.2010. Denne datoen er plukket fordi selskapet presenterer tredje kvartals resultat og følgelig slippes kvartalsrapporten med resultat og balansetall, slik at jeg kan bruke de ferskeste tilgjengelig tall i min utredning.

En annen avgrensning er bransjens/industriens størrelse. Jeg har valgt ut 6 selskaper i tillegg til Fred. Olsen Energy til å representere bransjen.

En tredje avgrensning jeg ser meg nødt til å gjøre er ikke å justere for målefeil i regnskapsanalysen. Grunnlaget for dette blir forklart i kapittel 6.4.

2 Metode

Jeg har valgt å dele metodekapitlet i to deler, en del som omhandler generell forskningsmetode og en del som omhandler verdsettelse. Grunnen til dette er fordi jeg ser på verdsettelsen og rammeverket rundt den som en stor del av forskningsmetoden som er benyttet i skrivingen av denne masteroppgaven. Forskningsmetoden som benyttes kan sies å legge grunnlaget for validiteten og reliabiliteten av det resultatet oppgaven presenterer.

Innledningsvis nevnte jeg at problemstillingen til oppgaven var å finne verdien av Fred. Olsen Energy ASA, dette med en strategisk analyse i bunnen. Et slikt opplegg fordrer både kvalitative og kvantitative metoder. Kvalitative metoder defineres av Cooper og Schindler (2008) som og presist kunne måle noe ved hjelp av kvantitativ dataanalyse, mens kvalitative metoder handler mer om å tolke og finne meninger med fenomener.

Innen kvalitative metoder er det som ligger til grunn en gjennomgang av teori rundt emnet verdsettelse, regnskapsanalyse og strategi. Oppgaven støtter seg på tekster som er velbrukt innen feltet verdsettelse og mye siterte verker i tidligere masteroppgaver. Det som er viktig er at en er kritisk til de kilder en benytter. Jeg har i oppgaven både støttet meg på faglig litteratur, journalartikler, fagartikler og internettsider.

Kvalitative metoder handler om å analysere og tolke data samlet inn gjennom for eksempel observasjon og intervjuer, en vil her i stor grad benytte seg av primærdata, altså data rett fra kilden. Det er ikke sagt at kvalitative metoder kun dreier seg om primærdata, da tekstanalyse også går under disse metodene, og det trenger ikke være tekst en selv har samlet inn, det kan for eksempel være fagartikler.

I kvantitative metoder vil en samle inn data ved hjelp av for eksempel spørreskjemaer og også dette vil være primærdata. En kan også benytte seg av data som er samlet inn til andre formål og samlet inn av andre. Dette vil da klassifiseres som sekundærdata. Jeg har benyttet data samlet inn gjennom Oslo Børs og Norges Bank.

Når en benytter data, uansett metode, er det viktig og vurdere validiteten på datamaterialet en benytter. Dette vil si om de data jeg benytter er relevant for den undersøkelsen jeg gjør. Johannessen et al. (2004) nevner tre forskjellige typer validitet; indre, ytre og begrepsvaliditet.

Johnson og Duberly (2000) beskriver indre og ytre validitet på følgende måte. Indre validitet er om det er en kausal sammenheng mellom det som er identifisert som årsaken til effekten som observeres. Ytre validitet er om resultatet av den forskningen du gjør kan brukes på annet en den sampelet du har benyttet. Begrepsvaliditet er i følge Johannessen et al. (2004) om dataene representerer det fenomenet du gjennom forskningen prøver å forklare. Jeg mener mitt arbeid har alle tre typer validitet. Den litteraturen jeg har brukt er som sagt godt sitert og anerkjente lærebøker innen fagene verdsettelse, strategisk analyse og regnskapsanalyse. Det en kan være ekstra kritisk til er internett litteratur. Her benytter jeg selskapsdata presentert på Fred. Olsen Energy ASAs hjemmesider og bransjekomparativenes hjemmesider. Det er selvfølgelig en fordel å være kritisk til informasjon gitt av selskapet, men jeg har ingen grunn til å tro at selskapet bevist skal presentere feil. Informasjon fra nyhetssider er jeg ekstra kritisk til og benytter disse kun i liten grad etter selv å ha vurdert informasjonen. Tallmateriale fra Oslo Børs og andre datatilbydere er vurdert til å være gode kilder.

Reliabiliteten i datamaterialet kan en stille spørsmål om i den grad at dataene er korrekte og eventuelle feil i behandlingen av dataen før jeg påbegynner analysen. Jeg regner det som lite sannsynlig at data fra for eksempel Oslo Børs eller Norges Bank er behandlet feil og at disse er samlet inn på korrekt måte.

2.1 Verdsettelsesteknikker

Det finnes i all hovedsak tre forskjellige teknikker å utføre en verdsettelse med, og disse er fundamental, komparativ og opsjonsbasert verdsettelse. Jeg skal i dette underkapitlet **kort** forklare hva disse teknikkene går ut på, for så å begrunne mitt valg av verdsettelsesteknikk og vise et rammeverk for en slik teknikk. En ting som er viktig å få med seg rundt disse tre verdsettelsesteknikkene er at de ikke er gjensidig utelukkende, men de kan supplere hverandre for å kvalitetssikre resultatet fra verdsettelsen.

2.1.1 Fundamental verdsettelse

I en fundamental verdsettelse ser en på de underliggende fundamentale forhold for et selskap. Det finnes to alternative metoder for fundamental verdsettelse og det er egenkapitalmetoden og total kapitalmetoden. Verdien av en aksje er verdien av egenkapitalen til selskapet og ved egenkapitalmetoden diskonterer en all fremtidig inntjening til egenkapitalen med

egenkapitalkravet. Ved totalkapitalmetoden vil en diskontere all fremtidig kontantstrømmer til totalkapitalen for så å trekke fra gjelds og minoritetsverdien. Slik verdsetter en egenkapitalen indirekte ved hjelp av totalkapitalmetoden. Begge metodene vil hvis utført korrekt gi lik verdi av egenkapitalen. I en fundamental verdsettelse legger en stor vekt på strategisk analyse og analyse av historiske regnskapsdata. Disse vil igjen gi et godt grunnlag for fremtidsregnskapet som igjen diskonteres ned til dagens verdi. Koller et al. (2005) mener en slik fremgangsmåte er den beste for å verdsette et selskap.

For egenkapitalmetodene kan en benytte fire forskjellige modeller for å utføre verdsettelsen, disse er:

- 1) Superprofittmodellen sier at verdien av egenkapitalen er balanseført egenkapital pluss neddiskontert superprofitt til egenkapitalen.
- 2) Superprofitt vekstmodellen utleder verdien av egenkapitalen som nettoresultat til egenkapitalen pluss fremtidige vekstmuligheter.
- 3) I fri kontantstrøm er verdien av selskapet de neddiskonterte frie kontantstrømmer til egenkapitalen.
- 4) I utbyttmodellen er verdien av egenkapitalen neddiskonterte fremtidige utbytter.

For totalkapitalmetoden kan en benytte to modeller for verdsettelse, disse er:

- 1) Verdsettelse gjennom sysselsatt kapital. Her verdsetter man egenkapitalen ved å finne verdien av sysselsatt kapital og trekke fra verdien av finansiell gjeld og minoritetsinteresser.
- 2) Verdsettelse gjennom netto driftskapital. I denne metoden finner en først verdien av netto driftskapital og trekker fra verdien av finansiell gjeld og minoritetsinteresser.

2.1.2 Komparativ verdsettelse

En komparativ verdsettelse går ut på å sammenligne selskapet som skal verdsettet som andre selskaper som er tilsvarende det selskapet som skal verdsettes. Også her kan en velge mellom flere modeller; disse er multiplikatormodellen og substansverdimodellen.

I multiplikatormodellen vil en finne egenkapitalverdien ved å sammenligne det selskapet en har valgt med det/de komparativene en har valgt basert på for eksempel børsverdi eller andre forhold ved bedriften. Noen kjente metoder er for eksempel å verdsette ved hjelp av forholdstall som P/E, P/B eller EV/EBIT. En fordel med multiplikatormodellen er at den er relativ enkel å implementere, ulempen er at den kan påvirkes av at aksjeprisingen for komparativene er for høye eller for lave. Koller et al. (2005) sier at disse metodene, hvis utført korrekt, kan gi en god støtte for den fundamentale verdsettelsen.

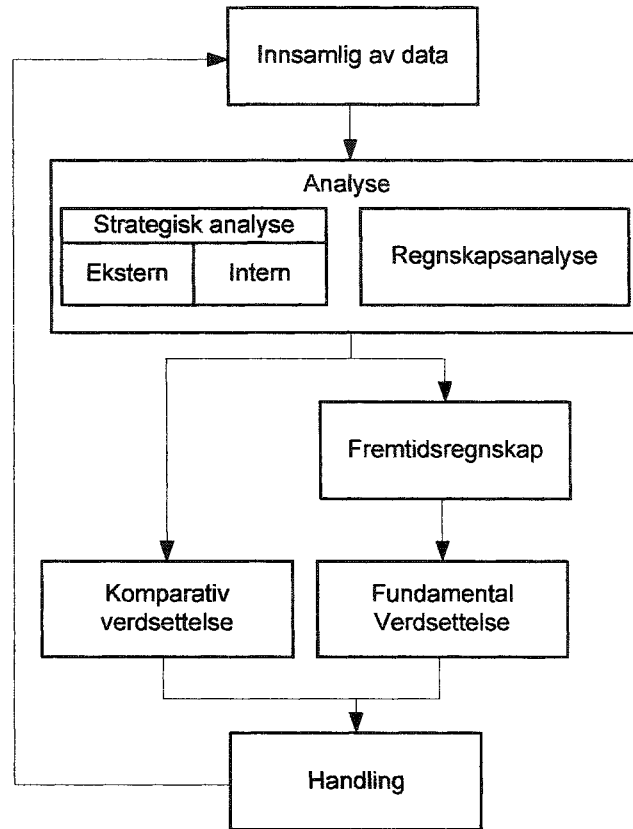
I substansverdimodellen sammenligner en selskapets eiendeler med markedsverdien av tilsvarende selskaps eiendeler for så å trekke fra gjelden. Denne brukes ofte når et selskap har komparativer med lett sammenlignbare verdier, som også er lett å verdsette.

2.1.3 Opsjonsbasert verdsettelse

I en opsjonsbasert verdsettelse fokuserer en på fleksibilitet (Damodaran (2002)). En realopsjon er et valg/mulighet en bedrift har. Dette kan være muligheten til å utvide, legge ned eller vente med å investere til et annet tidspunkt. Verdien av selskapet beregnes ved å finne verdien av egenkapitalen og plusse på nåverdien av realopsjonen.

2.1.4 Valg av teknikk og rammeverk

Jeg har i denne utredningen lagt hovedvekt på en fundamental verdsettelse, og komplementerer denne med en komparativ verdsettelse i forhold til de selskapene jeg har valgt ut til å representere bransjen. Prosessen jeg har vært igjennom kan beskrives gjennom et rammeverk basert på Penman (2010), utvidet med en den komparative verdsettelsen. Se Figur 2-1 under.



Figur 2-1 Rammeverk for verdsettelse (Basert på Penman (2010))

Som rammeverket over viser kan prosessen ved å utføre en fundamental verdsettelse ved første øyekast virke enkel. Hvis en går litt dypere inn i de forskjellige trinnene kan en straks se at å utføre en fundamental verdsettelse er en kompleks oppgave som er tidsmessig krevende. En skal før en begynner gjøre seg opp en mening om selskap som skal vedsettes for så å utføre en strategisk analyse og en regnskapsanalyse. Deretter skal en samle inn data om selskap og bransje. Den strategiske analysen baserer seg både på markedet/industrien selskapet befinner seg i og en intern strategisk analyse av selskapet. Regnskapsanalysen baserer seg på historiske data både for selskapet og de bransjekomparativer en velger seg ut. Deretter skal en utarbeide et fremtidsregnskap på bakgrunn av de analyser man har gjort. I tillegg til de steg som er beskrevet i figuren vil en tillegg kalkulere og analysere avkastningskrav som en så kan benytte for den faktiske verdsettelsen.

3 Beskrivelse av riggbransjen og selskapet

Jeg begynner dette kapitlet med en beskrivelse bransjen/industrien og markedet Fred. Olsen Energy ASA (heretter FOE) opererer i, altså hovedsakelig offshore riggbransjen. Dette for å gi en bakgrunn for å forstå selskapet og for at det er et naturlig startsted før den strategiske analysen. Etter bransje/markedsbeskrivelsen blir FOE beskrevet mer inngående.

3.1 Riggbransjen og markedet

Offshore riggbransjen består av selskaper fra hele verden, som eier og formidler rigger for bruk til leting og utvinning etter olje og gass. Aktørene i bransjen spenner seg fra store multinasjonale konsern med 10000 + ansatte og i overkant av 150 rigger/fartøyer, til lokale selskaper med kun en rigg. Disse selskapene leier gjerne ut riggene til store oljeselskaper som Statoil, BP og så videre og får betalt i henhold til gjeldene dagrater/riggrater for sin type rigger. På verdensbasis kan FOE regnes som et lite riggselskap, med sine 9 rigger. Dagrater og tilbud/etterspørsel etter rigger blir beskrevet inngående i kapitlet om strategisk analyse.

3.1.1 Forskjellige typer rigger

I bransjen opereres det med forskjellige typer rigger og fartøyer, disse er:

- **Jack-up rigger**
En jack-up rigg er en mobil, selvheisende drilleplattform, som blir tauet flytende til drilleposisjon. Rikken senker så "føttene" til havbunne og heiser seg selv over havoverflaten, og kan deretter begynne drillingen. Egner seg i farvann med lav havdybde, da det er begrensninger i hvor lange "føttene" kan være.
- **Semisubmersibles**
En semisubmersible er en flytende rigg som senkes delvis ned i havet og gir en stabil plattform for drilling. Kan være både fortøyd i havbunnen og friflytende (dynamisk). Disse egner seg i dypere farvann en jack-up riggene.
- **Drillskip**
Et drillskip er som navnet tilsier et skip med drillegenskaper. Dette er de mest dynamiske drillene, og kan hurtig bevege seg fra lokasjon til lokasjon. Bakdelen er at de ikke er like stabile som semisubmersibles. Drillskip egner seg godt til de dypeste farvann.

- Fastmonterte plattformer

Disse kan være stål eller betonginstallasjoner for bruk i store felt med lang forventet boretid og/eller værharde områder grunnet sin stabilitet.

Kilde for rigginformasjon: www.seadrill.com/about_seadrill/fleet_concepts

3.1.2 Konkurrenter

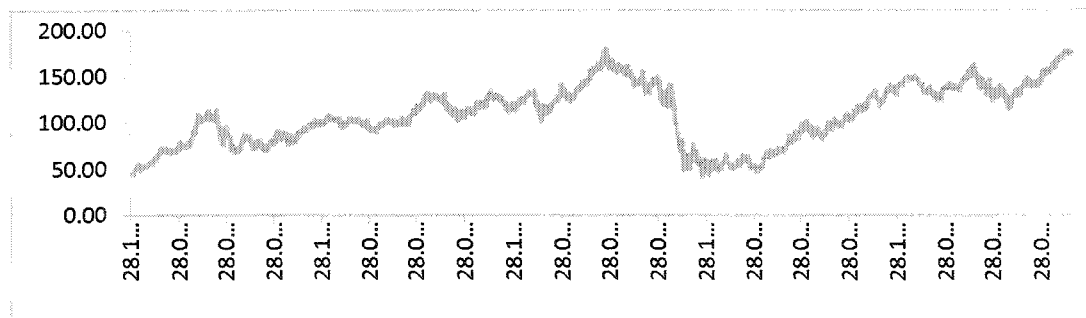
Senere i oppgaven vil FOE bli analysert og verdsatt mot (komparativt) et bransjeutvalg. Disse opererer i samme bransje/industri som FOE og regnes som konkurrenter. De selskapene jeg ønsker å trekke ut i bransjeutvalget er: Seadrill, Transocean, Pride International, Northern Offshore Ltd, Noble Corporation og Diamond Offshore Drilling. Disse er tilegnet hvert sitt underkapittel der informasjon om hver enkelt av dem vil bli gjennomgått. Alle selskapene i dette utvalget, med unntak av Northern Offshore, er større en FOE. Det hadde selvfølgelig vært interessant å analysere alle selskapene i industrien opp mot FOE, men dette er dessverre ikke tidsmessig mulig.

3.1.2.1 Seadrill

Seadrill ble etablert og registrert på Oslo børs i 2005, men har gjennom oppkjøp av for eksempel Smedvig ASA historikk til tidlig på 1970 tallet. Selskapet ble i 2010 også registrert på New York Stock Exchange (NYSE). Seadrill er for øvrig det største offshore selskapet på Oslo Børs. De eier i skrivende stund 48 fartøyer/rigger, og har flere nybygg under produksjon. De har fartøyer av typen semisubmersible, jack-ups, drillship og tender rigger. Selskapet har 9300 ansatte på verdensbasis.

Omsetningen i 2009 var \$3253 millioner med et resultat på \$1353 millioner. I andre kvartal 2010 ble omsetningen på \$932,9 millioner med et resultat på \$329,2 millioner. Seadrill har i skrivende stund 2 av riggene sine i mobilisering, 1 rigg uten kontrakt, mens de resterende riggene er på kontrakt.

Under er en fremvisning av aksjekursen de 5 siste årene for SDRL aksjen på Oslo Børs. Kursen er i norske kroner.



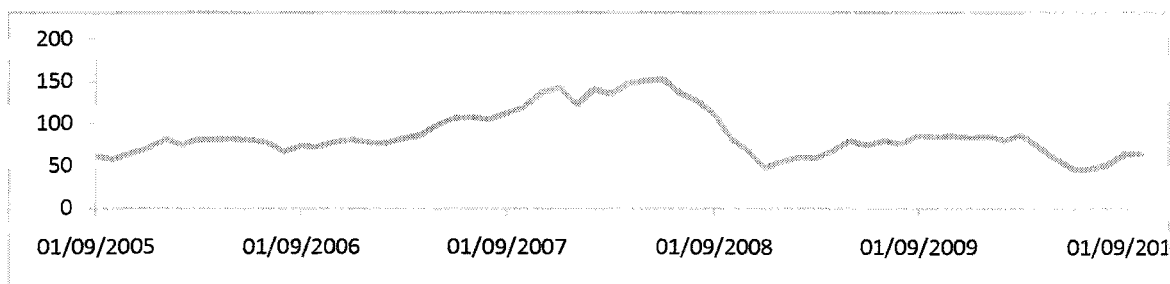
Figur 3-1 Aksjeutvikling Seadrill de 5 siste år (Kilde: Oslo Børs)

3.1.2.2 Transocean

Transocean ble i 2007 ved en sammenslåing med GlobalSantaFe verdens største offshore drillselskap og har i underkant av 150 rigger fordelt på fordelt på de forskjellige typene. Selskapet er registrert både på NYSE og den sveitsiske børsen SIX med henholdsvis ticker RIG og RIGN. Selskapet har lang historikk og var eier av den nå kjente Deepwater Horizon riggen, operert av BP, som var med i den kjente Macondoulykken i Mexicogulften i begynnelsen av 2010. I andre kvartal 2010 hadde Transocean en utnyttelsesgrad på 92,8 % av den totale riggflåten sin, altså bare en ledig kapasitet på 7,2 %.

Omsetningen i 2009 var \$10600 millioner med et resultat på \$3170. I tredje kvartal 2010 er omsetningen på \$2309 millioner med et resultat på \$368 millioner.

Under kan en se utviklingen av RIG aksjen på NYSE de siste fem år. Kursen er i amerikanske dollar.



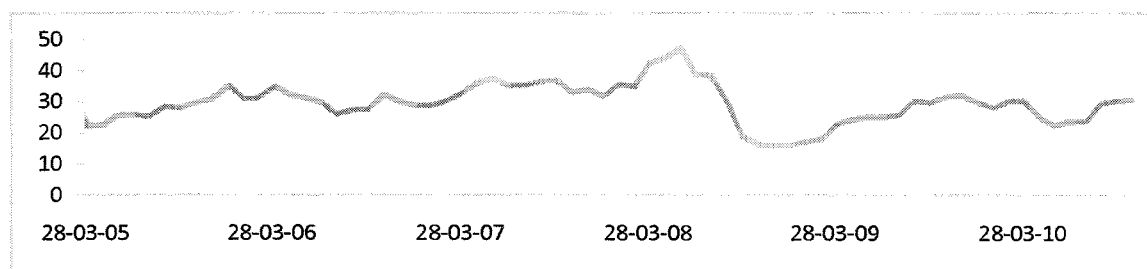
Figur 3-2 Aksjeutvikling Transocean de 5 siste år (Kilde: finance.yahoo.com)

3.1.2.3 *Pride International*

Pride International (heretter Pride) er et av stort internasjonalt riggselskap med i underkant av 30 rigger. Selskapet er registrert på NYSE med ticker PD, og har hovedkvarter i Houston, Texas. Historisk strekker selskapet seg tilbake til 1960-tallet og har pr i dag i overkant av 4000 ansatte.

Omsetningen i 2009 var \$1594 millioner med et resultat på \$285 millioner. I tredje kvartal 2010 er omsetningen på \$342 millioner med et resultat på \$42,8 millioner. Kontraktstatus for Prides rigger er følgende: Hele dyptvannsflåten er på kontrakt, 5 av 6 semisubmersibles er på kontrakt, mens 2 av 7 jack-ups er på kontrakt.

Grafen på neste side viser hvordan PDE aksjen har utviklet seg de fem siste årene på NYSE. Kursen er i amerikanske dollar.



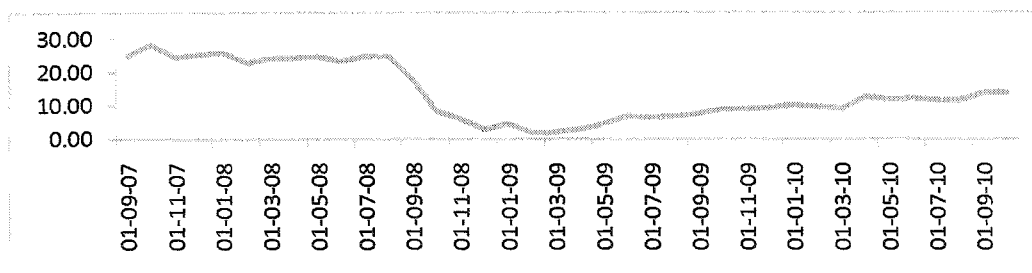
Figur 3-3 Aksjeutvikling Pride International de 5 siste år (Kilde: finance.yahoo.com)

3.1.2.4 *Northern Offshore*

Northern Offshore (heretter Northern) ble etablert i 2000 og har i dag sitt hovedkontor i Houston, Texas. NOF ble registrert på Oslo Børs i 2007 og eier pr i dag to semisubmersibles, tre jack-ups og et drillskip. Omsetningen i 2009 var \$279 millioner med et resultat etter skatt på \$75 millioner. Pr 3 kvartal 2010 ligger omsetningen på \$71,5 millioner med et resultat på \$23,1 millioner. 3 av riggene er for tiden ikke på kontrakt, mens de resterende er på kontrakter som ender henholdsvis i slutten av 2010 og i midten av 2011.

På neste side illustreres utviklingen i aksjekurs for NOF fra børsintroduksjon i 2007 til 2010. Kursen er i norske kroner.

Tord Øverås



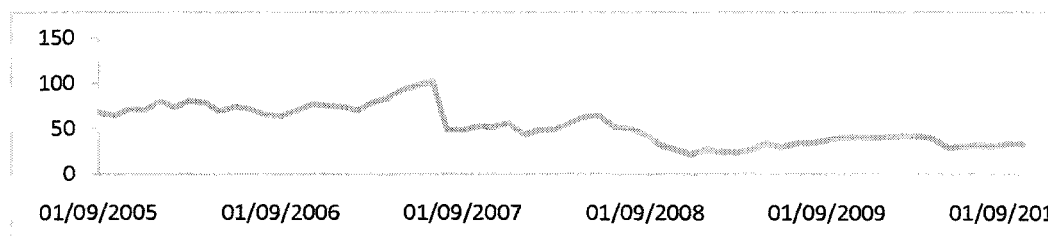
Figur 3-4 Aksjeutvikling Northern Offshore siden børsintroduksjon (Kilde: Oslo Børs)

3.1.2.5 Noble Corporation

Noble historie strekker seg tilbake til 1921 og selskapet har siden da bygget opp en flåte på over 60 rigger innen nedsenkbare, halvt nedsenkbare, drillskip og jack-ups. Noble er et av de store drillselskapene på verdensbasis og er registrert på NYSE med tickeren NE.

Omsetningen i 2009 var \$3640 millioner med et resultat på \$1630 millioner. I tredje kvartal 2010 er omsetningen på \$612,6 millioner med et resultat på \$86 millioner. Noble har for tiden ikke kontrakt for 18 av sine rigger, med de resterende på kontrakter av varierende lengde.

Under viser grafen utviklingen til NE aksjen de 5 siste årene på NYSE. Kursen er i amerikanske dollar.



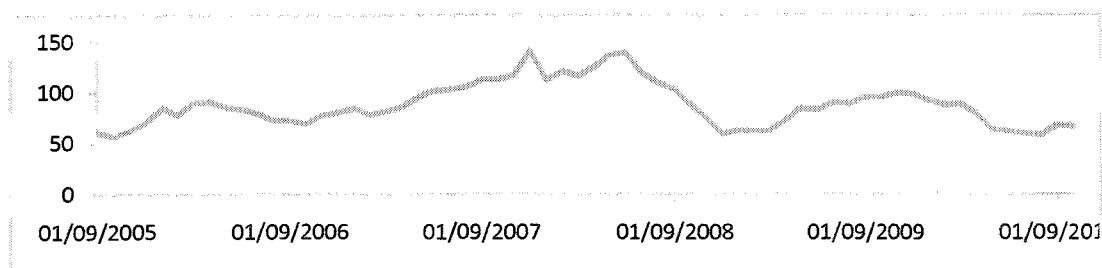
Figur 3-5 Aksjeutvikling Noble Corporation siste 5 år (Kilde: yahoo.finance.com)

3.1.2.6 Diamond Offshore Drilling

Diamond Offshore Drilling (heretter Diamond) har 46 rigger fordelt på Jackups, semisubmersibles og drillskip, og har ca 5500 ansatte. Hovedkvarteret til Diamond ligger i Houston, Texas, og selskapet oppstod som en sammenslåing av flere kriserammede selskaper på 1980-tallet. Selskapet fikk navnet Diamond Offshore Drilling i 1993.

Omsetningen i 2009 var \$3631 millioner med et resultat på \$1376 millioner. I tredje kvartal 2010 er omsetningen på \$799,7 millioner med et resultat på \$198,5 millioner. Diamond har for tiden 3 rigger på klasseoppdatering, 7 rigger uten kontrakt og de resterende på kontakt.

Under illustreres utviklingen til DO aksjen de 5 siste årene på NYSE. Kursen er i amerikanske dollar.



Figur 3-6 Aksjeutvikling Diamond Offshore Drilling siste 5 år (Kilde: yahoo.finance.com)

3.2 Fred. Olsen Energy

FOE er et norsk børsselskap som tilbyr tjenester i tilknytning leting etter og produksjon/utvinning av olje og gass. Selskapet har over 150 år erfaring innen shipping og over 35 år innen drilling (www.fredolsen-energy.no).

FOE består av to divisjoner, en offshoredivisjon og en ingeniør og fabrikkdivisjon. De siste årene har ingeniør og fabrikkdivisjon kun utgjort en liten del av den totale omsetningen, og ligger på ca 3 %. Det er derfor påfallende å konsentrere seg om offshoredivisjonen. Selskapet har per i dag hovedkvarter i Oslo og kontorer i Stavanger, Aberdeen, Carmen og Singapore, mens ingeniør og fabrikkdivisjonstjenestene utføres i Belfast gjennom verftet Harland and Wolff.

Selskapet opererer 9 rigger (se kapittel 3.2.2 hvorav 7 i skrivende stund er på kontrakter (se kapittel 3.2.3). Riggene opererer over hele verden og Figur 3-7 illustrerer hvor riggene, og kontorene til FOE befinner seg.

Strategisk analyse og verdsettelse av Fred. Olsen Energy 2010

Tord Øverås



Figur 3-7 FOE sin virksomhet på verdensbasis (www.fredolsen-energy.no)

Omsetningen i 2009 var 6,6 milliarder norske kroner med et resultat på 2,75 milliarder. I tredje kvartal 2010 var omsetningen på 1,6 milliarder norske kroner med et resultat på 744,6 millioner. FOE hadde pr 31.12.09 1149 ansatte inne offshore boring og 151 inne ingeniør og fabrikkasjonstjenester. I skrivende stund har FOE 7 av sine 9 rigger på kontrakt.

3.2.1 Historikk

Fred Olsen & Co ble stiftet av Fred. Olsen familien i 1848 og har siden da diversifisert sin virksomhet over fra linjefart til andre bransjer som blant annet luftfart og offshorevirksomhet. Majoritetseierne i FOE, Ganger Rolf ASA og Bonheur ASA, ble stiftet på slutten av 1800-tallet, hvor Aker-gruppen var hovedaksjonærer inntil 1980-tallet.

På midten av 1960-årene så Fred. Olsen hvilke muligheter som lå på letesiden i oljesektoren, og han var en av initiativtakerne til etableringen av Norwegian Oil Consortium (NOCO). Innen offshoresektoren har Fred. Olsen & Co. - selskapene også vært blant forkjemperne i Norge. I et raskt stigende olje- og offshoremarked ble det fra 1973 bygget opp en offshoredivisjon med henholdsvis Dolphin International, Houston og senere Dolphin A/S, Tananger og Dolphin Drilling Aberdeen som operasjonsselskaper. Virksomheten i Aker-gruppen, som frem til 1970 tallet var vokst til landets største industriarbeidsplass, ble omstrukturert fra bygging av skip til konstruksjoner og service for offshore næringene. Rederiet var en pådriver i forbindelse med byggingen av de kjente Aker H-3-riggene og kontraherte i begynnelsen av 1970-årene selv flere enheter. Som fremdeles er i selskapets eie.

Dolphin, som opererer riggene, har markert seg internasjonalt og gjennomført store offshoreoppdrag i Nordsjøen, Middelhavet og Mexico-gulven samt utenfor Syd-Amerika, Alaska, Sakhalin, Australia og Indonesia. Dolphin-selskapene var også tidlig aktive innen relaterte tjenester som prosjektering, brønnvedlikehold, dykkertjenester og fjernstyrte undervannsfartøy. Disse aktivitetene er senere solgt. Fred. Olsen Production AS ble etablert i 1994 og har utviklet en rekke prosjekter innen flytende oljeproduksjon. I 1997 ble offshore- og energi aktivitetene samlet i FOE som et selvstendig selskap.

(kilde:www.fredolsen.no)

Harland and Wolff verftet har også en lang historikk og bygget i sin tid Titanic. Verftet ble etablert i 1861 og har siden da utført flere prestisje prosjekter. Siden tidlig på 2000-tallet har verftet vært igjennom en restrukturering og de seneste årene har aktiviteten ved verftet vært lav, men har vært involvert i bygging av turbiner (vind og vann) samt utført reparasjoner og vedlikehold av offshore rigger.

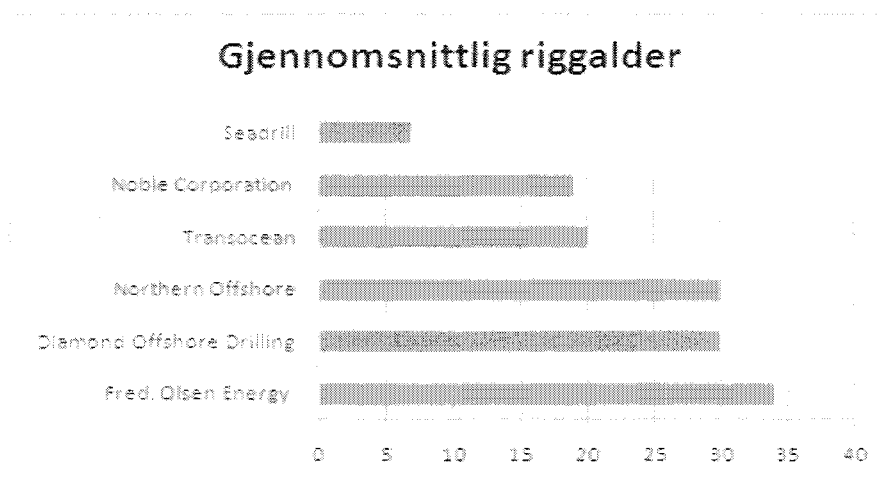
3.2.2 Rigger

FOE har per dags dato ni rigger i sin flåte, hvorav Belford Dolphin og Blackford Dolphin er dyptvannsenheter. Den resterende flåten består av en boligenhet og seks enheter for mellomdypt vann (se Tabell 3-1). FOE har en gammel riggflåte og den gjennomsnittlige alderen på riggene er 32 år. Se Vedlegg 1 Oversikt over rigger for større oversikt

Tabell 3-1 Oversikt over riggflåte (kilde:www.fredolsen-energy.no)

Navn:	Borgny Dolphin	Navn:	Borgland Dolphin	Navn:	Borgsten Dolphin
Type:	Semisubmersible	Type:	Semisubmersible	Type:	Semisubmersible
Bygget år:	1977	Bygget år:	1977	Bygget år:	1975
Navn:	Belford Dolphin	Navn:	Bredford Dolphin	Navn:	Borgholm Dolphin
Type:	Drilling Vessel	Type:	Semisubmersible	Type:	Accommodation Unit
Bygget år:	2000	Bygget år:	1976	Bygget år:	1975
Navn:	Bideford Dolphin	Navn:	Byford Dolphin	Navn:	Blackford Dolphin
Type:	Semisubmersible	Type:	Semisubmersible	Type:	Semisubmersible
Bygget år:	1975	Bygget år:	1974	Bygget år:	1974

Hvis en sammenligner riggflåten til FOE med utvalget av konkurrenter vil en se at FOE har de eldste riggene, med en gjennomsnittlig alder på 34 år, mens Seadrill har den yngste flåten. Se Figur 3-8 for oversikt over gjennomsnittlig alder for hele bransjeutvalget.



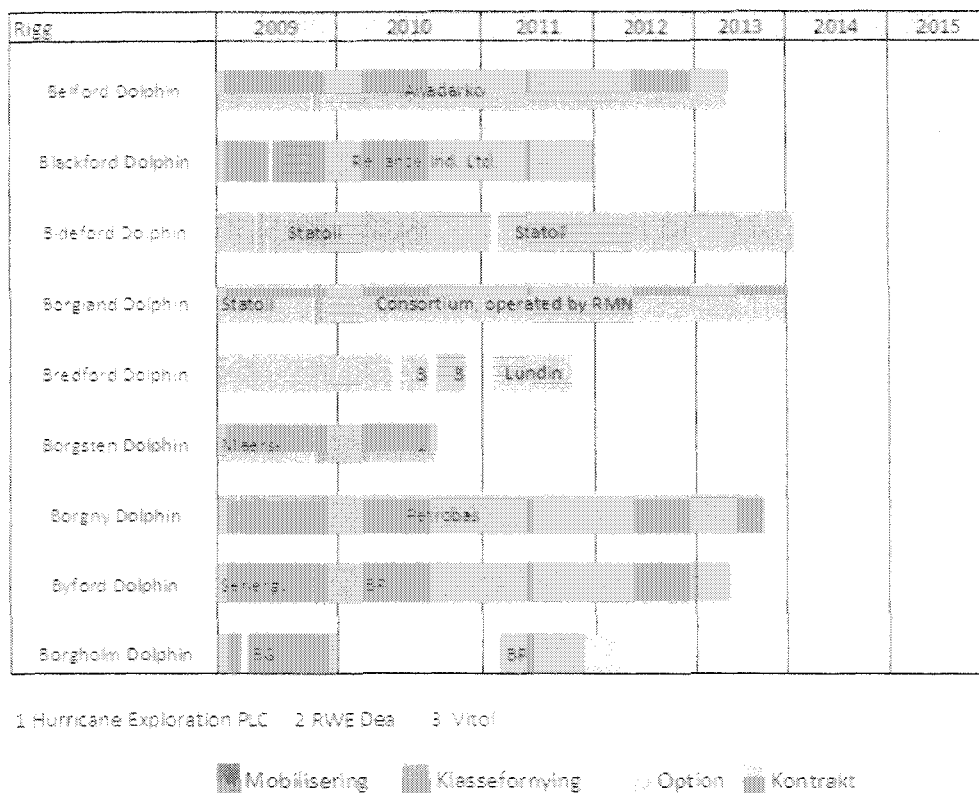
Figur 3-8 Gjennomsnittlig riggalder

3.2.3 Kontraktoversikt

Hvis en ser på kontraktoversikten (Figur 3-9) kan en se at de fleste av riggene til FOE er i kontrakt i en lengre periode fremmover. Blackford Dolphin er på kontrakt frem til slutten av 2011. Bredford Dolphin er på kontrakt til i slutten av 2010, mens Borgholm Dolphin er mellom to kontrakter med BP.

Strategisk analyse og verdsettelse av Fred. Olsen Energy 2010

Tord Øverås



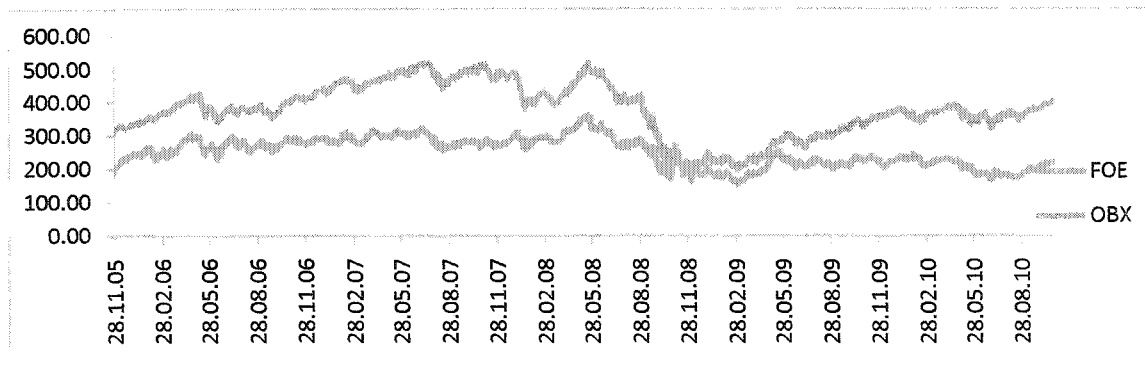
Figur 3-9 Kontraktoversikt (Kilde: presentasjon tredje kvartal 2010)

3.2.4 Utvikling i aksjekurs siste 5 år

Under vises utviklingen i aksjekursen sammen med utviklingen av hovedindeksen på Oslo Børs de 5 siste årene. En kan se at aksjekursen har ligget på rundt 300 i tiden før finanskrisen, og i tiden etter har den ligget rundt 200. En kan også se at aksjekursen samvarierer med børsindeksen, og korrelasjonen mellom disse to er på 70,94 %. Det sies at Oslo børs er en oljebørs og Flatebø og Haveland (2006) påviser blant annet en signifikant relasjon mellom hovedindeksen og oljepris, samt en relasjon med FOE og oljepris. Riggrater er hovedinntektskilden for et offshore drillselskap og disse påvirkes også i følge Sørensen og Skjerve (2010) av oljeprisen. Se for øvrig kapittel 4.5.2 for oljepris og kapittel 4.4.2 for riggrater.

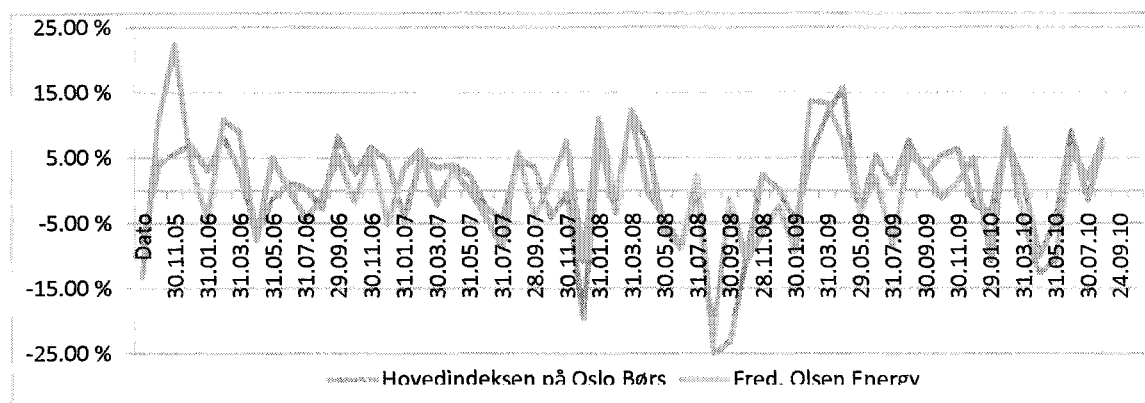
Strategisk analyse og verdsettelse av Fred. Olsen Energy 2010

Tord Øverås



Figur 3-10 Utvikling aksjekurs FOE og Hovedindeks siste 5 år (Kilde: Oslo Børs)

Hvis en ser på utviklingen i aksjekursen på avkastningsform, kan en enda bedre se samvariasjonen mellom FOE og Hovedindeksen (Figur 3-11)



Figur 3-11 Månedlig avkastning OBX vs. FOE siste 5 år. (Kilde: Oslo Børs)

3.2.5 Aksjonærer

Tabell 3-2 under viser de største aksjonærene i FOE og en kan se at Bonheur ASA og Ganger Rolf ASA er de største eierne. Bonheur ASA eier i tillegg 60,13 % av Ganger Rolf ASA og har gjennom krysseierskap majoritetskontroll i Fred Olsen Energy.

Tabell 3-2 Oversikt over de største aksjonærer i Fred. Olsen Energy (kilde:www.fredolsen-energy.no)

Antall aksjer	i %	Navn
17814382	26,71 %	Bonheur ASA
17814382	26,71 %	Ganger Rolf ASA
2040550	3,06 %	Folketrygdefondet JP Morgan Chase Bank
1849618	2,77 %	Clearstream Banking CID Dept, Frankfurt
1834446	2,75 %	JP Morgan Bank Special Treaty Lendi
1262316	1,89 %	State Street Bank An A/C Client Omnibus
853972	1,28 %	DZ Bank International Investment Funds

3.3 Oppsummering

Jeg har i dette kapitlet beskrevet selskapene jeg har latt inngå i bransjeutvalget som senere blir benyttet i analyser og komparativ verdsettelse av FOE. Jeg har også gått grundig igjennom FOE som selskap med dets divisjoner: FOE sin historikk er beskrevet, samt en oversikt over riggene og kontraktene som riggene pr dags dato er på. Aksjekursutviklingen til FOE og eierstrukturen er også beskrevet.

4 Strategisk analyse

”For the outside investor, the business strategy is the startingpoint for analysis, for firms can be valued only under a specified strategy” Penman (2010:15)

Som sitatet over tilsier er den strategiske analysen det naturlige startpunktet for en verdsettelse. I en fundamental verdsettelse som jeg søker å gjøre er det nødvendig å lage fremtidsprognoser for hvordan markedet og selskapet vil være flere år frem i tid. For å kunne gjøre dette på en minst mulig spekulativ måte, er det forutsatt at en kjenner selskapet og bransjen/industrien selskapet opererer i.

Gjennom den strategiske analysen har jeg opparbeidet meg slik kunnskap og skal bruke dette kapitlet til å:

- utføre en SWOT-analyse (kapittel 4.1),
- gå gjennom å analysere FOE i forhold til Porters Five Forces (kapittel 4.2),
- Utføre en ressursanalyse (kapittel 4.3)
- gjøre en markedsanalyse der jeg ser på tilbud/etterspørsel, dagrater og risikofaktorer (kapittel 4.4)
- gå gjennom å analysere utvalgte påvirkende makrovariabler (kapittel 4.5).

4.1 SWOT-analyse

I en SWOT analyse ser en i følge Roos et al. (2005) både på interne og eksterne faktorer for et selskap. De interne styrker og svakheter i selskapet, og de eksterne muligheter og trusler i selskapets omgivelser. Hill og Jones (2006) sier dette er et godt rammeverk for en intern analyse, men det er også et bra utgangspunkt for en ekstern vurdering.

Jeg vil i etterfølgende underkapitler gå gjennom faktorene i SWOT analysen i forhold til FOE.

4.1.1 Styrker

FOE er et veletablert selskap med lang historikk innen offshore borevirksomhet med røtter innen shipping. Dette har medført at de har opparbeidet seg en solid kompetanse innen kjerneområdet offshore drilling. En slik kompetanse og historikk er en fordel når en inngår nye kontrakter, da kundene gjerne ser på flere forhold enn kun pris i en anbudsrunde. Det være seg tilgjengelighet,

rykte, sikkerhetshistorikk og kompetanse blant mannskapet om bord på riggene (Seadrill 2009 årsrapport). Gjennom 2009 ble det utført flere tiltak for å heve kompetansen blant annet inne helse, miljø og sikkerhet (HMS) og risiko vurderinger. I tillegg er det gjort grep i forhold til å minimere miljøutslipp (FOE årsrapport 2009).

FOE har de siste seks årene hatt en egenkapitalandel som for det meste har ligget over 40 %, med en litt lavere andel i 2008 og en andel på 50 % i tredje kvartal 2010. I tillegg til dette har de i underkant av 800 millioner i kontanter og kontantekvivalenter. Det gjør FOE både til ett solid og ett et handlekraftig selskap med tanke på fremtidig markedssituasjon.

Hvis en ser på kontraktoversikten kan en se at de fleste av riggene til FOE er på kontrakter, noe som gir en sikker inntjening de neste årene. FOE har hele 7 av sine 9 rigger på kontrakt, mens den ene av de to som ikke er på kontrakt har fremtidig engasjement. I tillegg til de faste kontraktene har tre av riggene opsjon på ytterlig engasjement etter kontraktsslutt (www.fredolsen-energy.no).

4.1.2 Svakheter

En av hovedsvakheterne til FOE er at de har en gammel riggflåte (se Figur 3-8 for sammenligning med bransjeutvalg). I etterdønningene av Macondo ulykken i Mexicogulfen, hvor den Transocean-eide riggen, Deepwater Horizon havarerte, er det blitt ekstra fokus på sikkerhet og dette kan konkurrenten til FOE utnytte i anbud ved å vise til en nyere og mer moderne riggflåte. I motsetning til FOE har for eksempel Seadrill en flåte med gjennomsnittlig alder på 7 år (se Figur 3-8). Problemet er ikke at gamle rigger er kvalitetsmessig dårligere en nyere rigger, da de er underlagt et strengt oppgraderings og sikkerhetsregime noe direktør i FOE påpeker i tilknytning presentasjon av andre kvartal 2010 (www.hegnar.no). Problemet er at eldre rigger, spesielt etter en ulykke med rigg av samme type/alder som FOE har, kan skape skepsis blant potensielle kunder og i så måte virke negativt på fremtidig kontraktinngåelse.

En annen side ved FOE, som en i en internasjonal industri kan karakterisere som en svakhet, er at de ved deler av driften er underlagt et norsk lønssystem, med tilhørende norske tariffavtaler. Lønnsveksten for norske arbeidere har også vært blant de høyeste siden 2005 (OECD.org). Grunnen til at jeg vil karakterisere dette som en svakhet er at de med dette blir påført høyere

lønnskostnader enn sine utenlandske konkurrenter. Dette vil medføre at marginene på hver kontrakt blir lavere og det samlede resultatet for FOE blir mindre.

FOE har pr i dag bare to dyptvannsenheter (vanndybde > 6000 fot), Belford Dolphin og Blackford Dolphin. Dette kan oppleves som en svakhet, fordi etterspørselen etter slike enheter er stigende (se Figur 4-6) og har pr tredje kvartal 2010 en andel av etterspørselen på 60 %. En kan også av figuren se at etterspørselen etter enheter for grunt vann er avtagende. Hvis denne trenden fortsetter kan det tenkes at konkurransen om kontrakter i markedet for enheter som opererer på grunt vann intensiveres og det kan bli vanskelig å skaffe nye kontrakter. Grunnen til dette er ganske enkelt at forholdet mellom rigg og lete-/utvinningsprosjekter stiger, altså blir det flere tilgjengelige rigger å velge mellom for oppdragsgiver.

Jeg har tidligere nevnt at de fleste av riggene (7 av 9) til FOE er på kontrakt. Dette kan ikke utelukkende sees på som en styrke, det kan også bli svakhet, om dagratene skulle stige. Grunnen til dette er at FOE da går glipp av potensielle kontrakter som kunne inngås med høyere dagrater enn det riggene allerede er på.

4.1.3 Muligheter

FOE har gjennom de siste årene bygget opp en betydelig kassabeholdning, dog lavere enn toppnivåene i 2008 og 2009, grunnet store utbyttebetalinger. I og med at det i industrien er kontrahert såpass mange nybygg i årene fremover, og med en normalisering av dagratene, er det ikke usannsynlig at andre selskaper vil få problemer med å håndtere den gjelden et nybygg gir. Dette gir FOE en mulighet til å kjøpe nye rigger, oppkjøp av konkurrerende og/eller komplementerende virksomheter. Mulighetene for kjøp av flere dyptvannsenheter vil kunne øke kontantstrømmene da etterspørselen etter slik har vært stigende frem til i dag (se kapittel 4.4.1).

Harland & Wolf verftet eies av FOE og står for en liten del av omsetningen (ca 3 % i 2010) og bidrar følgelig til en liten del av resultatet. Gjennomsnittlig omsetning for verftet i perioden 2005-2010 er 3 % av den totale omsetningen til FOE. Verftet brukes som nevnt tidligere til reparasjoner og klassing av FOE sine rigger. Dette er tjenester som FOE kan kjøpe i markedet og kan ved å selge verftet både sikre ekstra kontanter og rette fokuset enda mer mot kjerneområdet. Motsetningen til denne muligheten belyser en annen mulighet, som vil være å trappe opp driften av verftet. Verftet var på begynnelsen av 2000-tallet igjennom en effektivisering og

reorganisering som hvis utnyttet gjennom ekspansjon vil kunne gi verftet større markedsandeler. I og med at såpass mange rigger tilkommer markedet i år og de neste årene vil etterspørselen etter verftstjenester øke i takt med bruken av disse.

Hvis en ser på muligheten for nye kontrakter og forlenging av allerede eksisterende kontrakter, er denne absolutt tilstede. Hvis en ser på forhold i tilknytning Norge, kan en fra resultatet av 21. konsesjonsrunden om leting etter olje på norsk sokkel, se at det er stor pågang, og hele 37 selskaper har vist sin interesse (oljedirektoratet). Dette kan medføre nye kontrakter for leting og utvinning av olje for FOE sine ledige rigger.

4.1.4 Trusler

En trussel som vil virke inn på FOE på sikt, er et markant fall i oljeprisen. Dette vil føre til lavere dagrater på sikt, fordi færre prosjekter vil gi flere valgalternativer for kundene, altså flere ledige rigger å velge mellom. Grunnen til at det blir færre prosjekter er at en lav oljepris ikke legitimerer de kostnader som følger en leting og utvinning. Et fall i oljeprisen kan også føre til at oppdragsgiver kansellerer kontrakter og i verste fall går konkurs.

De fleste av riggene til FOE er på langtidskontrakter, med unntak av Borgsten Dolphin og Borgholm Dolphin. Borgholm er en boligenhet og har historisk sett hatt opphold mellom sine kontrakter. Det kan dog tenkes at disse vil få vanskeligheter med å inngå nye kontrakter noe som vil ha innvirkning på resultatet for de neste årene.

Etter ulykken i Mexicogulfen ble store områder underlagt boreforbud. Boreforbudet gjaldt drilling på over 500 fot og ble initielt gjort gjeldene i seks måneder. Forbudet ble opphevet før tiden og drillingen kunne fortsette (nrk.no). Hvis en ulykke skulle skje i nærheten av FOE sine rigger vil et drilleforbud direkte påvirke FOE sin kontantstrøm og dette vil påvirke muligheten til å inngå nye kontrakter i de områdene det gjelder.

Markedet slik det ser ut i dag, er uten en enkelt dominant aktør. En konsolidering av flere større selskaper i bransjen vil gi større konkurrenter, som kan konkurrere enda sterkere på pris, enn det en ser i dagens marked.

En av de største truslene for FOE er store ulykker som kan skade personell og drillenheter. Dette er en trussel som alltid er tilstedeværende. For å illustrere dette så sank Aban Pearl (tidligere:

Bulford Dolphin) i mai 2010 (www.hegnar.no). FOE eide tidligere denne riggen og den er i samme alder som de andre riggene til FOE. Ikke bare kan det skade mannskap og utstyr i ulykkesøyeblikket, det kan skade FOE sitt rykte og gi færre kontrakter på lengre sikt. I tillegg til dette, kan det føre til enorme miljøødeleggelser.

Ny teknologi og innovasjoner som gjør rigger utdaterte for både leting og utvinning av olje vil være en stor trussel mot FOE sin fremtidige drift. Det tar dog tid å utvikle, teste og standardisere ny teknologi, slik at denne trusselen kun er mindre på kort sikt.

En trussel som på veldig lang sikt som kan være viktig å følge med på, er trusselen fra alternativ energi, eller bedre utnyttelse av den oljen og gassen som utvinnes i dag. Store gjennombrudd i utnyttelsen av fornybar energi, som gjør det billigere å benytte en olje og gass, vil på lang sikt gjøre olje og gass til mindre nødvendige energikilder. Når en tenker på utnyttelsesgraden av den oljen og gassen som i dag utvinnes, vil nok denne også forbedres betraktelig. Se for eksempel på hybridbiler som kombinerer elektrisitet/gass med bensin. Denne trusselen veies trolig opp mot økning i olje og gass forbruket i utviklingsland, som på sikt vil vokse og ta i bruk olje og gass i større grad en de gjør nå. Eksempelvis vil forbruket av olje i Kina øke betraktelig mer en egenproduksjon de neste årene (www.eia.doe.gov).

Verdensbildet blir stadig preget av terror. Olje og gassinstallasjoner er ikke utenkelige mål for slike terrorangrep. Når en ser omfanget av en ulykke slik den vi så i Mexicogulften i begynnelsen av 2010 der riggen Deepwater Horizon sank og brønnen ble stående åpen og pumpe olje ut i havet, kan en tenke seg hva potensielle terrorhandlinger kan gjøre av skade. En kan se for seg totalt boreforbud, strengere regler for drilling, strengere sikkerhetsklareringer av mannskaper og ett uttall andre regler som vil koste drillselskapene dyrt.

En trussel mot driften av riggene er utbrudd av pandemier. I 2009 spredte "svineinfluensaen" seg rundt om i verden, med medfølgende kaotiske situasjon for transportnæringen. Dette kan i tillegg til og potensielt koste menneskeliv, gjøre at myndigheter i forskjellige nasjoner innfører reiseforbud inn og ut av land. For et offshore-selskap kan dette føre til driftsstopp grunnet mangel på mannskap.

Et vulkanutbrudd lik det som skjedde på Island i 2010, der Eyjafjallajökull spredte aske rundt om i Europa og skapte kaos for flytrafikken (www.dn.no), kan skape problemer for offshorebransjen. Dette påvirker ikke riggene direkte, men en kan tenke seg at stopp i transporttilbud i verste fall kan føre til driftsstopp på grunn av mangel på mannskap. En slik driftsstans vil medføre kutt i eller bortfall av dagrater i perioder, og ved lengre opphold er det ikke utenkelig med kanselleringer av kontrakter.

Finanskrisen gjorde at de bankene som overlevde, strammet inn kredittene og da spesielt til prosjekter av spekulativ art. En repetisjon av en slik situasjon er ikke utenkelig og dette kan slå potensielle kunder av FOE konkurs og dermed gi kutt i fremtidig kontantstrøm.

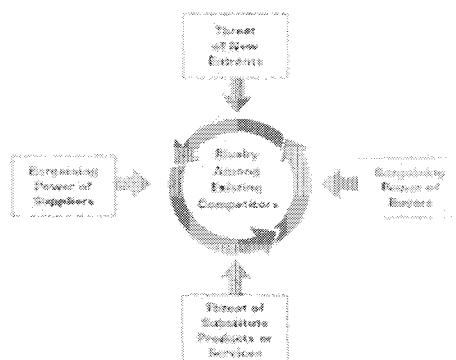
4.1.5 Oppsummering SWOT

Selv om analysen kan virke noe negativ, med større fokus på svakheter og trusler, har FOE flere styrker og muligheter som gjør selskapet rustet til å håndtere disse. Den største svakheten er den gamle riggflåten som i fremtiden kan gi lavere dagrater enn en nyere og mer moderne flåte. Den største styrken til FOE er at de er veletablert i markedet og har høy kontraktsgrad for sine rigger. Mulighetene for å utvide med flere rigger og ekspansjon av verftet er også tilstede.

4.2 Porters Five Forces

En industri eller en bransje er i følge Porter (1998b) en gruppe bedrifter som produserer/leverer produkter/tjenester som er lik, eller nære substitutter av hverandre. For en bedrift i bransjen/industrien vil det i følge Porter (1998b) være fem krefter som truer bedriftens i forhold til konkurrentene. Disse fem kreftene er trusselen om inntrenging i markedet (nyetableringer), forhandlingskraften leverandørene har, forhandlingskraften selskapets kunder har, trusselen fra substitutter til bedriftens produkter/tjenester og den konkurransen som eksisterer internt i markedet.

Tord Øverås



Figur 4-1 Porters 5 forces (kilde:Porter (2008))

Figuren over viser disse kreftene i forhold til hverandre, og jeg vil beskrive hver enkelt av disse i tilknytning til FOE og den industrien FOE operer i.

4.2.1 Kunders forhandlingskrefter

Kunden til FOE er generelt sett store internasjonale/statlige olje og gass selskaper som BP, Petrobas, Statoil og så videre (se kontraktsoversikten kapittel 3.2.3). De tre største kundene står for ca 20 % hver av den totale omsetningen for FOE (tredje kvartalspresentasjon 2010) og et bortfall av en av disse vil være et stort tap for FOE.

Porter (1998b) nevner følgende forhold som gir en kundegruppe sterk forhandlingsmakt: Konsentrert eller kjøper med store volum, representerer en stor del av kundens totale kostnader, standardiserte produkter, lite byttekostnader, lav profitt, overtagelse av drillingen selv, kvaliteten på utstyret som brukes, Kjøperen (oppdragsgiver) har full informasjon.

En kan si at kundegruppen til FOE har stor makt i dårlige tider. I gode tider med stigende oljepris kan borreselskapene presse dagratene ved å velge de kontrakter som gir høyeste rater som igjen får oljeselskapene til å heve sine priser for å få tilgang til rigger. Dette har vi sett i perioden frem til midten av 2008 da oljeprisen toppet seg rundt \$150 pr fat, med medfølgende høye dagrater som toppet seg i slutten av 2008. I tider med fallende oljepris vil oljeselskapene utsette, og i ytterste konsekvens kansellere prosjekter, i påvente av høyere oljepris som kan forsvare kostnaden for leting og utvinning. Dette vil medføre at tilgangen til kunder/oppdrag blir mindre og boreselskapene er nødt til å ta prosjekter til lavere dagrater og kunde får større forhandlingsmakt.

FOE leverer en standardisert tjeneste og disse kan gjøres av hvilket som helst annet offshore riggselskap, eksempelvis selskapene nevnt i kapittel 3.1.2. En kunde blir ikke påført store byttekostnader ved bytte av riggoperatør, såfremt det ikke foreligger kontrakt. Kostnadene som påløper er mobiliseringskostnader for å få ny rigg til ønsket område.

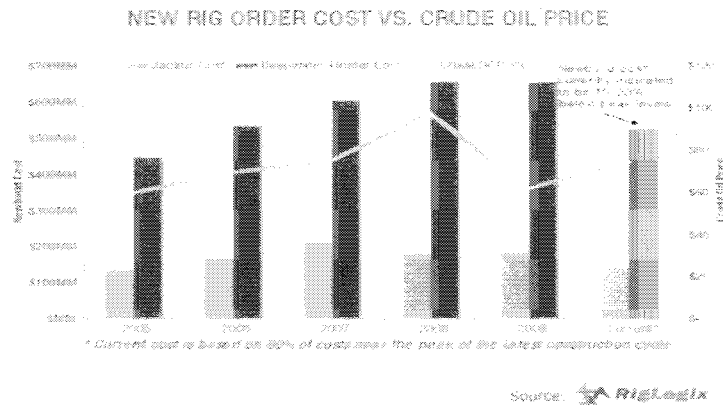
Hvis prisene blir for høye er det ikke utenkelig at en kunde kutter et ledd i verdikjeden og tar over boringen selv. Dette er nok en konstant kost/nytte beregning som kan gjøres av kundene.

Kundene, som for FOE, er store olje og gass selskaper er nok de som har best informasjon om den oljen og gassen de skal betaler for å få hentet opp. Dette medfører at kunden ikke får noen lavere forhandlingsmakt grunnet mangel på informasjon.

Oppsummert har kundene i dårlige tider stor makt og vice versa i gode tider med høy oljepris.

4.2.2 Leverandørers forhandlingskrefter

I følge Porter (1998b) kan leverandører utøve sin forhandlingskraft over sine kunder ved å heve sine priser eller kutte i kvalitet og dermed flytte profitt over fra kunde til seg selv, dette spesielt i et presset marked. Hvis man ser på verftene som en leverandør til offshoreindustrien har en kunne observere dette i riggmarkedet fra 2005-2008 til i dag, med den enorme kontraktsinngåelsen en har hatt. Når en ser på utviklingen i kostnadene for å bygge en rigg (Figur 4-2) kan en se at denne har økt i takt med oljeprisen. I følge Rigzone.com er det ikke kontrahert mange rigger etter denne perioden og de mener kostnadene for konstruering av et nybygg i dag vil ligge ca 10-15 % under toppen i 2009.



Figur 4-2 Kostnader for nybygg vs oljepris fra 2005 til i dag (Rigzone)

Det er klart leverandørene kan ses på som en trussel i gode tider når riggselskaper skal utvide/oppgradere sine flåter, men dette blir også et inverst forhold i dårlige tider. Her kan FOE handle motsyklisk å kjøpe oljerigger billigere i påvente av høyere oljepriser og nye kontraktmuligheter.

En annen leverandørkraft som vil virke inn på FOE er leverandører av arbeidskraft, altså de ansatte. De ansatte med den kompetansen de innehar er kritiske for driften av FOE. Med den tilføringen av nye rigger i markedet en ser nå, er det påfallende at kompetanse blir en knapp ressurs og de ansatte vil kunne forhandle seg til bedre betingelser. Dette vil på sikt gjøre offshoremarkedet mer attraktivt å jobbe i, men på kort sikt vil det presse marginene til drillselskapene som jobber på fastsatte rater. En sterk fagforening vil kunne presse lønningen til mannskapet på riggene opp og i så måte skvise de marginene FOE har.

På kort sikt vil leverandørene av riggene ikke utgjøre den store trusselen for FOE, mens kompetansebehovet vil utgjøre en noe større trussel. Dette kan gi en økning i lønn og personalkostnadene.

4.2.3 Trussel om nyetableringer

Når profitten i en industri er høy, vil det ifølge Porter (2008) være en trussel fra nyetableringer som vil være med å konkurrere om markedsandeler. Når denne trusselen er stor vil de selskapene som allerede operer i industrien i følge Porter (2008) holde nede prisene for å avlede denne trusselen, han nevner en rekke barrierer nyetableringene må overkomme. De mest relevante

barrierene for offshore drillindustrien er dokumentert kompetanse, stordriftsfordel, tilgang til kapital og byttekostnader for kunde.

I markedet for offshore boreenhetene er hovedbarrieren for inntrengelse er tilgang på kapital, da en boreenhet koster ny fra \$100 millioner til over \$650 millioner avhengig av type og spesifikasjoner. Det eksisterer dog et bruktmarked der en kan kjøpe gamle rigger når andre selskaper oppgraderer sine flåter. I gode tider med høy oljepris og tilhørende høye dagrater blir inntrengelse i markedet mer sannsynlig, da tilgang på kreditt er basert på det inntjeningsgrunnlaget en kan se for seg.

Når en tenker stordriftsfordel for et riggselskap så er det mest påfallende å tenke på faktorer som mannskap, logistikk og serviceavtaler. Mannskapet innehar god kompetanse, og det å kunne utnytte nøkkelpersonell på flere rigger, få bedre avtaler for frakt av mannskap ut på riggene og få bedre serviceavtaler (pris) fordi selskapet har flere rigger.

Som en potensiell ny konkurrent, kan en se for seg at olje og gass selskapene inkluderer drillingen i sin egen verdikjede, og dette spesielt i tilfeller med høye dagrater. Dette fordi en ser en kan oppnå en større total profitt ved å utføre arbeidet selv. Byttekostnadene for ett olje og gass selskap er heller ikke betydelige og begrenser seg til mobiliseringskostnader og eventuelle utbetalingskostnader.

Med tanke på den overskuddskapasiteten (tilbud av rigger > etterspørsel av rigger) som er i markedet nå, og med de forventede nybyggene som tilkommer markedet (se kapittel 4.4.1) er trusselen fra inntrengere i markedet moderat.

4.2.4 Trussel fra substitutter

En kan se for seg to ulike typer substitutter når en tenker på FOE. Den ene er et substitutt for FOEs boreenheter og den andre er et substitutt for olje og gass, som boreenhetene leter etter og utvinner. Porter (2008) sier følgelig at profitabiliteten i en industri blir lavere når trusselen fra substitutter er høy. Dette fordi selskapene i industrien må holde prisene nede for og ikke bli utkonkurrerte.

4.2.4.1 *Substitutt for FOEs boreenheter*

For FOE sine rigger som opererer på grunt vann kan en i enkelte tilfeller se for seg at faste installasjoner kan være substitutter. Dette kan være i veldig værharde områder eller i områder der det er funnet betydelig mengder olje, altså at riggen må være plassert på en plass over lang tid. Nå er dette lite samsynlig fordi en gjerne borer flere brønner på en kontrakt og disse er på forskjellige lokasjoner. Kontrakter som krever faste installasjoner vil uansett ikke være interessant for FOE, da dette ligger utenfor foretningsområdet.

Ny teknologi som kan utføre en boreriggs tjenester til lavere priser, vil på lang sikt være en reel trussel mot FOE sine rigger. Det være seg undervannsdrilling eller innovasjoner innen rørteknologi.

En ting en kan se på som substitutt for offshore boring er utvinning av fra sand. Dette utføres av Statoil i for eksempel Canada. Etter ulykken i Mexicogulfen kan det virke som om opposisjonen som tidligere har vært imot denne type utvinning av olje har snudd. En ser at de miljø ødeleggelse som gjøres i tilknytning oljesanden er mer reparerbare enn ulykke til sjøs (www.reuters.com). På kort sikt og i det norske markedet er dette ikke et substitutt, men utenfor Nord Amerika og på lang sikt kan dette skape økt konkurranse da potensielle kunder velger bort offshorevirksomhet.

4.2.4.2 *Substitutt for olje og gass*

På kort sikt er det vanskelig å se for seg at de substitutter som finnes for olje og gass blir tatt i bruk i så stor grad at dette går ut over FOE. På lengre sikt derimot er dette et faremoment som en bør ta hensyn til. Det er også et faremoment for FOE at olje og gass blir benyttet på en bedre måte, slik at det behøves mindre for å gjøre samme jobben som gjøres pr i dag. Dette vil medføre at behovet for FOE og andre riggselskaper blir mindre, etterspørselen faller og prisene vil også falle.

I det tidsperspektivet denne verdsettelsen berører, er det ganske utenkelig at verden slutter å bruke olje og gass, men trusselen er stor på sikt fra ny teknologi og tjenester/enheter som kan utføre like tjenester som FOE.

4.2.5 Konkurransen internt i markedet

Porter (2008) nevner flere situasjoner der rivalisering internt i industrien er en trussel for profitabiliteten. For FOE er de faktorene som er mest iøynefallende at det ikke er en enkelt aktør som dominerer markedet, som gjør at konkurransen om markedsandeler intensiveres. Et annet aspekt er hvis exit kostnadene er høye, noe de er i riggbransjen.

Offshore riggmarkedet domineres ikke av en enkelt stor aktør, men av mange både større og mindre aktører enn FOE, dette fører til priskonkurransen (frikonkurransen). Bransjen har historisk sett, og er fortsatt i dag utsatt for konsolidering, altså konkurrenter som kjøper hverandre opp eller fusjonerer, som igjen gir stordriftsfordeler, og kan presse prisene enda mer. Det største eksemplet på dette var da Transocean fusjonerte med GlobalSantaFe i 2007 (www.deepwater.com). Transocean er pr i dag verden største offshore drillselskap. I den seneste tiden har det også foregått konsolidering, Seadrill kjøpt seg opp i Scorpion Offshore og har nå den mest moderne flåten i markedet for jack-up rigger.

Konkurransen for drillekontrakter i offshore riggmarkedet er stor og tildeling av kontrakter skjer som oftest på bakgrunn av anbudskonkurranser. Faktorer som spiller inn er pris, tilgjengelighet, lokasjon, tilstand på utstyr, sikkerhetshistorikk, mannskapets erfaring, rykte og relasjoner til kontraktutsteder (Seadrill årsrapport 2009). Konkurrentene har nyere rigger som kan gi dem en fordel i konkurransen om kontraktene. I 2010, 2011 og fremover (FOE Kvartalspresentasjon, tredje kvartal 2010) vil det komme flere nybygg i markedet, som igjen vil skape sterkere konkurransen om kontrakter. FOE har som nevnt tidligere en gammel riggflåte, noe som kan skape skepsis hos kundene.

Internt konkurransen i markedet er pr i dag en økende trussel for inntjeningen til FOE. Dette både med tanke på nybyggene som vil være med i konkurransen om kontrakter og konsolideringen som gir sterkere konkurrenter.

4.2.6 Oppsummering Porters Five Forces

Oppsummert kan en si at det er trusler både fra konkurransen internt i markedet på kort sikt og på lang sikt i oppgangskonjunktur vil kundene og leverandørene ha stor forhandlingsmakt. Substitutter for FOE sine rigger er ikke noe jeg ser på som et umiddelbart problem. Ny teknologi

blir selvfølgelig utviklet, men på kort sikt er ikke dette en trussel. Ny teknologi tar årevis å teste og få godkjent for de krav som må opprettholdes. På lengre sikt vil nok dette bli en større trussel.

4.3 Ressursanalyse

En VRIO analyse er en gjennomgang av bedriftens ressurser med tanke på fire faktorer. Disse er om ressursen er verdifull for bedriften, om ressursen er sjelden, om ressursen er vanskelig å etterligne og om selskapet har organisasjonen til å kunne utnytte ressursen. Ressursene rangeres i følge Roos et al. (2005) på en skala fra 1-5 på hver av faktorene, en kan også rangere dem med for eksempel ja eller nei. Ressursen må ha høy score på alle fire faktorer for å kunne regnes som et konkurransefortrinn. Jeg vil under SVIMA analysen gå gjennom hver av faktorene som er med både i VRIO og SVIMA analysen.

Tabell 4-1 VRIO ressursanalyse

	Verdifull (Value)	Sjelden (Rarity)	Vanskelig å etterligne (Imitability)	Organisasjon (Organization)
Boreenheter	5	2	2	5
Kompetanse	5	4	4	5
Kunder	5	2	2	4
Verftet	5	2	3	3
Kapital	5	2	1	5

Alle ressursene som er tatt med i analysen er viktige for FOE, men en kan klart se at kompetanse er det scorer høyest på alle punktene.

Tabellen under viser kriteriene for å ha et varig konkurransefortrinn (SVIMA). Jeg skal analysere faktorene fra VRIO analysen videre med denne tabellen før jeg går inn på de enkelte faktorene.

Strategisk analyse og verdsettelse av Fred. Olsen Energy 2010

Tord Øverås

Tabell 4-2 Ressursanalyse for konkurransefortrinn (kilde: Roos et al. (2005:146))

Oppfyller kriterium	Oppfyller kriterium	Oppfyller kriterium	Oppfyller kriterium	Oppfyller kriterium	
Sjelden	Viktig	Ikke-Imiterbar	Mobilisert	Appropriert	Utfall
Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Varig konkurransefortrinn
Nei	Ja	Ja	Ja	Ja	Paritet
Ja	Nei	Ja	Ja	Ja	Trivielt fortrinn
Ja	Ja	Nei	Ja	Ja	Midlertidig fortrinn
Ja	Ja	Ja	Nei	Ja	Potensielt fortrinn
Ja	Ja	Ja	Ja	Nei	Utbetalt fortrinn
Nei	Nei	Nei	Nei	Nei	Ikke varig konkurransefortrinn

Med at en ressurs er sjelden menes at det er vanskeligheter med å få tak i den i det markedet der selskapet opererer. Faktor to er viktighet og med det menes det at ressursen har effekt på inntjeningspotensialet. Det at en ressurs er ikke-imiterbar betyr i følge Jakobsen og Lien (2001) at den ikke kan kopieres eller lett byttes ut med et substitutt, og begge disse må være vanskelig for at dette kriteriet skal oppfylles. Mobilitet er at selskapet faktisk klarer å utnytte resursen til å tjene penger. Appropriert er evnen til å hente ut maksimal avkastning fra en ressurs. Jakobsen og Lien (2001) sier at for å oppnå dette kriteriet må selskapet sørge for at ikke deler av verdien overføres til andre.

Tabell 4-3 Ressursanalyse for FOE

	Oppfyller kriterium	Oppfyller kriterium	Oppfyller kriterium	Oppfyller kriterium	Oppfyller kriterium	
Ressurs	Sjelden	Viktig	Ikke-Imiterbar	Mobilisert	Appropriert	
Borenheter	Nei	Ja	Nei	Ja	Ja	Ikke fortrinn
Kompetanse	Ja	Ja	Nei	Ja	Ja	Midlertidig fortrinn
Kunder	Nei	Ja	Nei	Ja	Ja	Ikke fortrinn
Verftet	Ja	Ja	Nei	Ja	Nei	Midlertidig fortrinn
Kapital	Nei	Ja	ja	Ja	Ja	Paritet

Tabell 4-3 viser at det er ingen av ressursene til FOE som gir dem noe varig konkurransefortrinn,

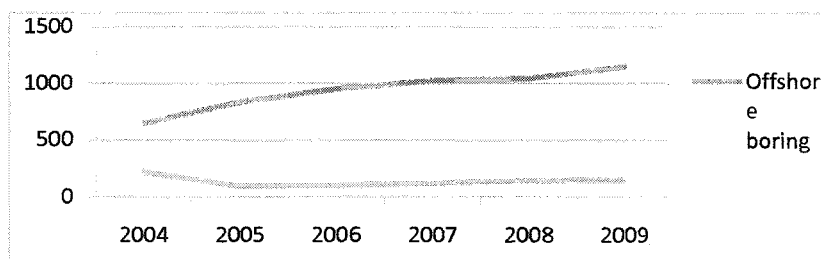
4.3.1 Boreenheter

FOE har som sagt tidligere 9 boreenheter, hvorav 1 er drillskip, 7 er semisubmersibles og en boenhet. Dette er ikke sjeldne enheter som lett kan imiteres av konkurrentene til FOE. Boreenhetene er viktige for FOE av den grunn at de er del av forretningskonseptet og dermed grunnlaget for store deler av inntjeningen. Disse er også mobilisert, altså brukes de på en fornuftig måte i organisasjonen.

Boreenhetene har til tross for sin alder lang estimert gjenværende levetid. I følge årsrapporten for 2009 har riggene en gjennomsnittlig gjenværende levetid på 14 år. Belford Dolphin og Blackford Dolphin har over 20 år estimert levetid, mens Borgholm Dolphin kun har 8. Dette fordrer at riggene klassifiseres hvert femte år og finnes i stand til å fortsette arbeid.

4.3.2 Kompetanse

Kompetanse til å drifte boreenhetene til FOE er av kritisk art. En kan si at uten dette vil ikke et selskap kunne drives forsvarlig. Kompetanse er vanskelig å etterligne og denne kompetansen utnyttes godt av FOE. Jeg har vurdert det slik at kompetansen til FOE gir dem et midlertidig fortrinn.



Figur 4-3 utvikling i antall ansatte i perioden 2004-2009 (kilde: årsrapporter 2005-2009)

Hvis en ser på utviklingen i antall ansatte fra 2004 til 2009 kan en se en markant økning innen offshore drillingsegmentet. Dette medfører også en vekst i den kompetansen FOE har, som følgelig er de kvalifikasjoner FOE sine ansatte innehar. Det at FOE drar nytte av denne kompetansen og bruker de ansatte i den interne kompetansehevingen vil gjøre at FOE klarer å utnytte dette midlertidige fortrinnet bedre og over en lengre periode. Ved kutt i arbeidsstokken vil følgelig verdifull kompetanse forsvinne ut av organisasjonen.

For verftet ser en også en økning i antall ansatte de siste årene, men da mindre markant enn for drillingsegmentet.

4.3.3 Kunder

FOE har i all hovedsak få, men store kunder som står for ikke ubetydelige deler av omsetningen. Et bortfall av en av disse vil få store konsekvenser for FOE sin profitabilitet. Slik jeg ser det er ikke kundene som ressurs et fortrinn, men de er meget verdifulle, viktige og godt utnyttet av FOE. Figuren under viser FOE sine kunder pr 30.09.2010 (FOE Kvartalspresentasjon, tredje kvartal 2010)



Figur 4-4 Kunder andel av omsetning

4.3.4 Verftet

FOE eier som sagt tidligere et verft, som i seg selv er lønnsomt, men har blitt nedskalert de siste årene. En slik ressurs er sjelden, samt viktig for FOE og kan i fremtiden stå for større deler av resultatet. Jeg ser på verftet som et midlertidig fortrinn, som på sikt kan spille en større rolle.

4.3.5 Kapital

En vet fra historisk erfaring at markedet svinger (se figur 4.7) og bransjen er syklisk. Det er derfor nødvendig med kapitalreserver. Hvis kontraktene lar vente på seg må en kanskje legge rigger i opplag og dette trenger en kapital til. Kapitalen til FOE er ikke et fortrinn, dette på grunn av at det ikke er en sjelden ressurs, men det er viktig, mobilisert, ikke imiterbar og appropriert

4.3.6 Oppsummering ressursanalyse

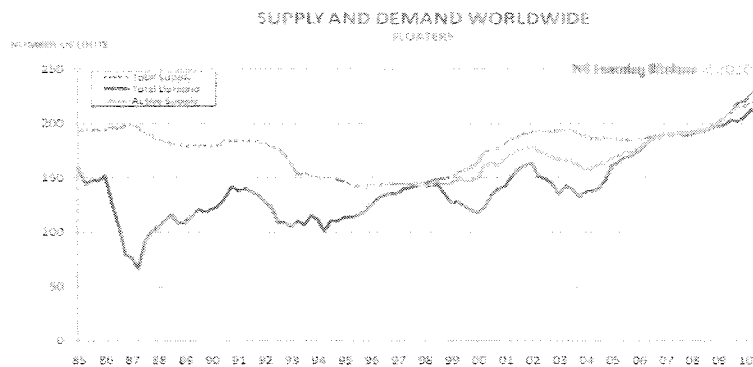
Det kan virke som FOE har en liten strategisk ressursbasert fordel, noe som vil gi grunnlag for superrentabilitet, altså egenkapitalrentabilitet større enn egenkapitalkrav. Dette er videre analysert i lønnsomhetsanalysen.

4.4 Markedsanalyse

I dette kapitlet skal jeg se på tilbud og etterspørsel etter rigger, samt riggrater og risikofaktorer i markedet for offshore drilling.

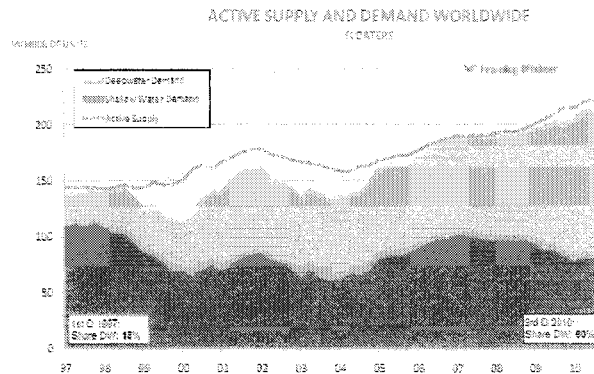
4.4.1 Tilbud og etterspørsel

Hvis en ser på tilbud og etterspørsel i Figur 4-5, så vil en se at etterspørselen etter rigger er sterkt stigende frem til i dag, og det samme gjelder tilbudet av rigger. Det at tilbudet ligger over etterspørselen vil gi tøffere konkurranse for aktørene i bransjen og vil mest sannsynlig presse dagratene ned. Det samme så en i fra ca 2001 til ca 2003 da tilbud og etterspørsel divergerte (se Figur 4-7). Det en har sett i tiden etter det, er at tilbud av rigger har sammenfalt med etterspørselen, det kombinert med høy oljepris, gav rekordhøye rater fra ca 2006-2009. Nå er det kontrahert mange rigger som kommer inn i markedet fra og med 2010-11 (se Figur 4-9), og dette vil gjøre at tilbudet divergerer enda mer fra etterspørselen en det gjør pr i dag.



Figur 4-5 Tilbud og etterspørsel etter flytere på verdensbasis (Kilde: presentasjon andre kvartal 2010)

Hvis en ser på Figur 4-6 så vil en også se at etterspørselen etter rigger som kan operere på dypt vann har økt kraftig de siste årene, mens etterspørselen etter rigger på grunt vann har avtatt.

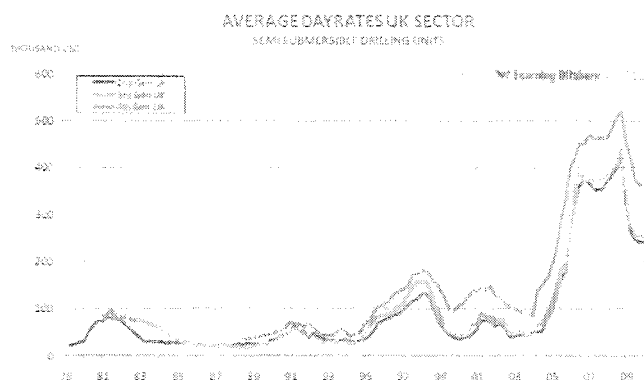


Figur 4-6 Aktiv tilbud og etterspørsel på verdensbasis (Kilde: presentasjon tredje kvartal 2010)

Dette er for FOE en lite gunstig situasjon da de pr dags dato kun har to dyptvannsenheter, og hvis denne trenden fortsetter vil FOE gå glipp av potensiell inntjening. På den andre siden vil det være større etterspørsel etter de dyptvannsenhetene FOE eier.

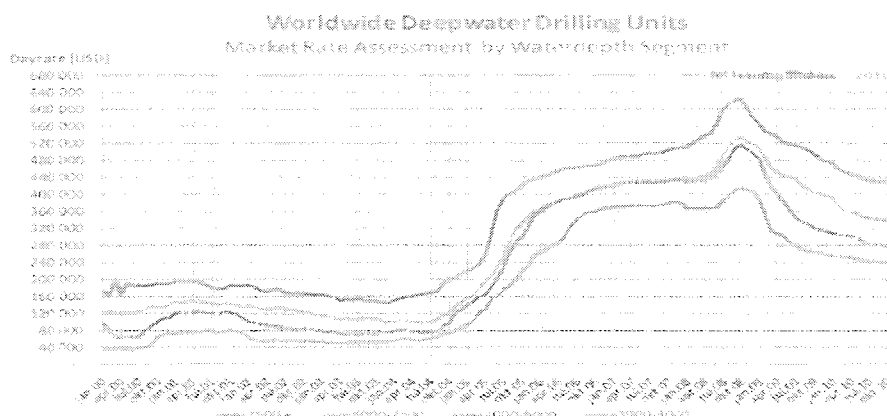
4.4.2 Dagrater

Dagrater er den kontraktsfestede prisen en rigg får for å utføre et oppdrag for en oppdragsgiver og denne kan varieres på bakgrunn av en hel rekke faktorer. Ser en på grafene på Figur 4-7 ser en gjennomsnittlige dagrater for semisubmersibles i den engelske sektoren. Disse varierer på bakgrunn av hvor moderne riggen er, det vil si at en 4. generasjons rigg får gjennomsnittlig høyere rater enn for eksempel en 2. generasjonsrigg.



Figur 4-7 Gjennomsnittlige dagrater UK (Kilde: presentasjon tredje kvartal 2010)

Hvis en ser på dagrater for rigger basert på vanddybde, er det de enhetene som kan drille dypest som oppnår de høyeste ratene. Dette er også for FOE en mulig inntektskilde, ved for eksempel kjøp av nye dyptvannsenheter. Dette vil også gi gode dagrater for dyptvannsenhetene FOE allerede eier.



Figur 4-8 Dagrater på verdensbasis etter dybde (Kilde: presentasjon tredje kvartal 2010)

Ser en på den generelle utviklingen i ratene har det vært en eksplosiv vekst fra rundt 2005 til toppen i slutten av 2008. Ratene har siden da vært avtagende og en ser for seg at de legger seg på et nivå rundt dagens rater, men det er verken usannsynlig med oppgang eller nedgang.

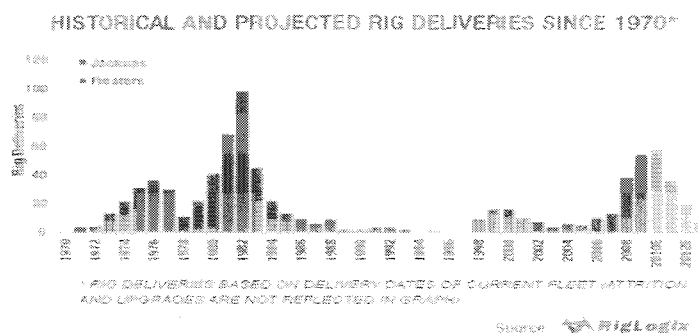
4.4.3 Risikofaktorer

Et selskap som operer i offshorebransjen er utsatt for en rekke risikofaktorer. Dette er både faktorer som påvirker selskapets utstyr fysisk og faktorer som påvirker selskapets finansielle stilling. Offshorebransjen er som sagt tidligere syklisk og tilgang til olje vil påvirke kontraktene riggselskapene får på lang sikt. På kort sikt er som regel avtalene gjort og selskapene får betalt innenfor kontraktsperioden.

Oljeprisen påvirkes av en rekke faktorer og er volatil. Noen av disse faktorene som skaper denne volatiliteten er etterspørsel, forventninger om fremtidig pris, værforhold, politiske forhold og tilgang til nye oljefelt. En vedvarende lav oljepris vil på lang sikt føre til at riggbransjen får lavere rater og en kan se for seg en rekke konkurser i høy-gearede selskaper, som drifter med forutsetning om høye dagrater.

En av faktorene som påvirker oljeprisene er værforhold. Dette påvirker også selve boringen og et vedvarende dårlig vær kan skape problemer for drillingen.

En annen risikofaktor for fremtidige dagrater er veksten i den globale riggflåten. I følge Rigzone.com det i 2010 tilkommet 60 nye rigger i markedet og det vil frem mot 2013 komme enda flere nybygg (se Figur 4-9).



Figur 4-9 Historisk og fremtidig riggleveranser (Rigzone)

Den potensielt største risikofaktoren for FOE er ulykker. En ulykke lik den som skjedde i Mexicogulfen vil gi tap av menneskeliv og utstyr, samt skade miljøet. En slik ulykke vil også kunne påvirke myndighetene på en slik måte at det blir innført restriksjoner for alle som driver med drilling og i verste fall bli innført totalt drilleforbud.

Plutselig endring i lover og regler vil kunne gi tapt profitt for FOE, for eksempel endring i skattelovgivning eller nasjonalisering av oljefelt.

Dollarkursen blir også påvirket av en rekke faktorer. Det pågår følgelig sikring mot dette (årsrapport 2009), men en vedvarende lav dollarkurs vil gi FOE lavere profitabilitet.

FOE har ca 60 % av sine lån med flytende renter. På dagens nivå er de tjent med dette, men rentenivået kan endre seg fort og det er ikke utenkelig at en på et tidspunkt må betale 2-3 ganger mer i renteutgifter.

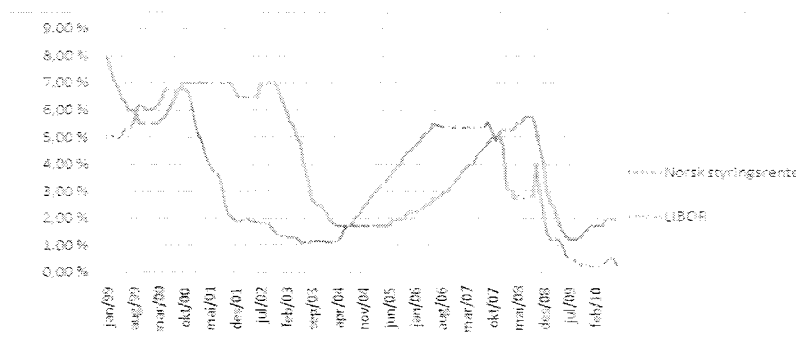
4.5 Makroøkonomiske variabler

I og med at alle selskaper i større eller mindre grad blir påvirket av makrovariable størrelser velger jeg å inkludere noen av disse i min strategiske analyse. Variablene jeg mener påvirker

FOE mest er rente (3M LIBOR US), oljepris, dollarkurs og inflasjon. Jeg skal se på den historiske utviklingen og hvilke faktorer som påvirker variablene, i tillegg skal jeg gjøre opp noen tanker angående fremtidig utvikling.

4.5.1 Rente

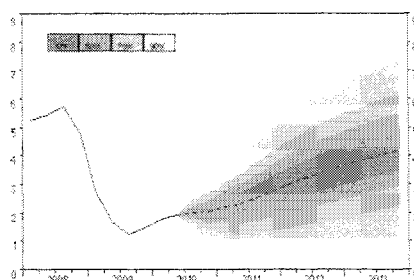
Gjelden til FOE var pr 31.12.09 basert på en miks av både flytende og faste renteutgifter. Der den faste delen utgjorde 38 % og de resterende er basert på 3 måneders LIBOR rente pluss en margin (FOE Årsrapport 2009). LIBOR står for London Interbank Offered Rate og er den renten banker i London tilbyr hverandre. Hvis en ser på utviklingen de 10 siste årene (se Figur 4-10) kan en se økning fra ca 2004 frem til finanskrisen i 2007/08 med da en historisk lav fra slutten av 2009 frem til i dag.



Figur 4-10 Utvikling i LIBOR 3M USD (Liberated.com) og styringsrenten (Norges Bank)

I det lange løp vil nok renten stabilisere seg på ett litt høyere nivå en det vi ser nå, i det korte bildet derimot vil nok ikke renten stige betydelig. Hvis en ser på rentebanen for styringsrenten i Norge og anslaget for de 3 neste årene, er det naturlig å tro at renten skal stige. Nå har styringsrenten i Norge ligget høyere en LIBOR renten, men de har relativt lik utvikling.

Tord Øverås

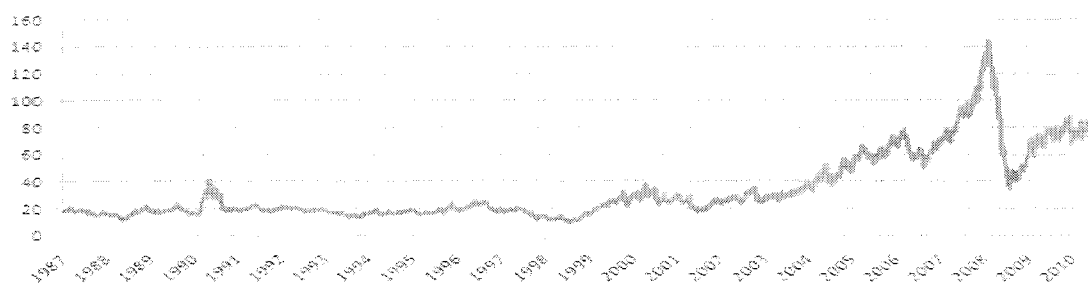


Figur 4-11 Styringsrenten (Norges Bank)

Renten påvirkes av flere forhold, og styringsrenten i Norge fastsettes av Norges Bank. Norges bank bruker renten som et middel for å stimulere norsk økonomi og for å styrke/svekke valutakursen. Slik at renten påvirker både gjelden og inntjeningen i annen valuta for FOE. Dette kan dog være en sentral faktor i tilknytning til FOE sin lønnsomhet.

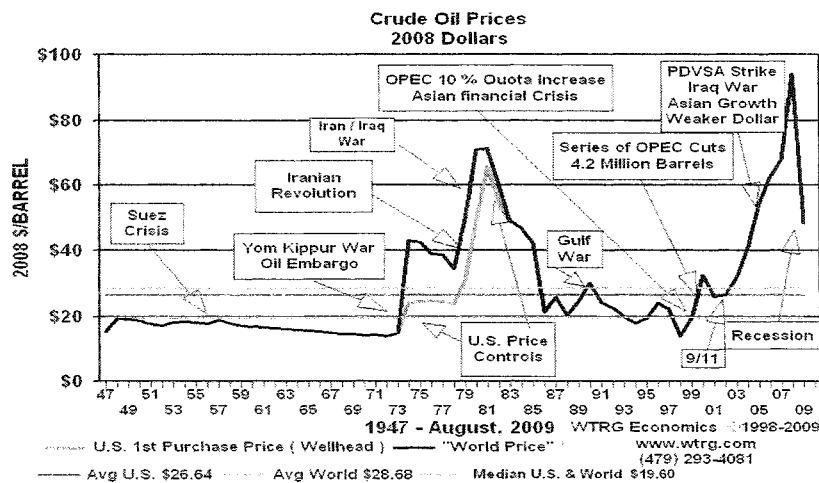
4.5.2 Oljepris

Hvis en ser på den historiske utviklingen i oljepris kan en se at utviklingen, fra ca 2004 frem til finanskrisen i 2008, var eksplosiv. Oljeprisen toppet seg på ca \$150 pr fat og falt i løpet av noen måneder til i underkant av \$40 fat. Dette medførte følgelig at oljeprosjekter som var lønnsomme før, ikke lenger var det og en kunne se kanselleringer og utsettelse av prosjekter. Hvis en ser på Figur 4-12 under kan en se at oljeprisen har stabilisert seg igjen på rundt \$70-\$80 noe som gjør leting og utvinning mer sannsynlig enn når oljeprisen var på lavere nivåer.



Figur 4-12 Utvikling i oljepris fra 1987-2010 (kilde:www.eia.doe.gov)

Oljeprisen bestemmes i bunn og grunn av tilbud og etterspørsel, men påvirkes av andre variabler som dollarkurs, OPECs lagerstyring samt politiske og internasjonale forhold. Figuren under illustrerer hendelser på verdensbasis som har påvirket oljeprisen.



Figur 4-13 oljepris og politiske hendelser (www.wtrg.com)

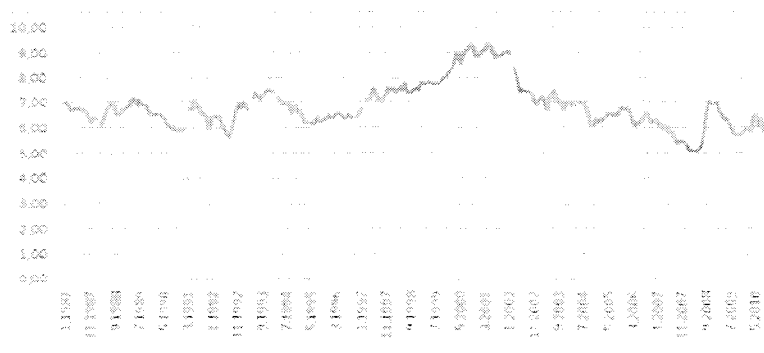
Sørensen og Skjerve (2010) finner at det er en signifikant sammenheng mellom oljepris og dagrater på lang sikt. Dette medfører at en bør følge ekstra godt med på oljeprisen da den danner grunnlaget for inntjeningen i et riggselskap. Hvis en ser på rapporter fra U.S. Energy Information Administration (EIA) mener disse at oljeprisene vil stige opp mot \$130 fatet i 2035 forutsatt likt politisk klima som nå. En kan tenke seg en økning både i etterspørselen etter olje fra utviklingsland og en nedgang i tilbudet av olje. En kan ikke si at begge disse forholdene taler for offshorebransjen, da en nedgang i tilbudet grunnet mangel på olje også vil påvirke oljebransjens etterspørsel etter rigger. En pågang fra utviklingsland vil skape større etterspørsel som igjen vil skape større etterspørsel etter rigger.

Et aksjeselskap blir gjerne påvirket av faktorer som ligger utenfor deres kontroll. FOE er som tidligere nevnt registrert på Oslo Børs og Flatebø og Haveland (2006) konkluderer i sin masteroppgave med at både Oslo Børs og FOE påvirkes av oljepris. Dette har noe med at en stor del av selskapene som er børsnoterte er oljerelaterte og har store deler av sin fremtidige inntekt avhengig av oljeprisen. Dagraterne vil ha et naturlig etterslep etter oljeprisen, altså er det lag mellom økning i oljepris og økning i rater.

4.5.3 Valutakurs

En annen makrovariabel størrelse som har påvirkning på FOE sin inntjening er valutakurs. Størsteparten av FOE sin inntjening er i amerikanske dollar (USD) og denne svinger som kjent i

forhold til andre valutaer og da også norske kroner. Noe av denne eksponeringen blir nøytralisert av at store deler av FOE sin gjeld er i USD (FOE Årsrapport 2009). Hvis en ser på den historiske utviklingen (Figur 4-14) kan en se at kursen mellom NOK og USD er volatil, altså at det er store svingninger, eksempelvis fra rundt 9 NOK/USD til rundt 5 NOK/USD.



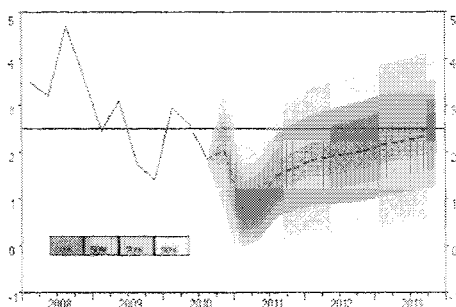
Figur 4-14 Utvikling valutakurs 1987-2010 (Kilde: Norges Bank)

FOE er tjent med en høy dollarkurs fordi dagratene er i dollar. Det en kan si er at dollarkursen signifikant vil påvirke fremtidige endringer ved store fluktasjoner.

Det er mange faktorer som påvirker valutakursen, men også her er det tilbud og etterspørsel som ligger i bunnen. Faktorer som rente og lønnsvekst spiller inn. Setter sentralbanken ned renten vil andre land som eier for eksempel norsk valuta, flytte sine midler til andre land der en kan få høyere avkastning. En kan da si at etterspørselen etter utenlandsk valuta går opp og den norske kronen går ned. Det samme forholdet gjelder for dollar. Hvis en ser på for eksempel lønnsvekst vil en ved høy lønnsvekst oppleve økt etterspørsel etter utenlandske varer og dermed økt etterspørsel etter utenlandsk valuta. Som for oljeprisen vil også politiske og internasjonale hendelser påvirke dollarkursen.

4.5.4 Inflasjon

Den fjerde makrovariabelen jeg har valgt å trekke frem i min analyse er inflasjon. Dette er økning i de generelle priser i et land, konsumprisindeksen (KPI). Figur 4-15 under viser KPI for Norge fra 2007 til i dag, med anslag for årene frem mot 2014. Norges Bank har som mål å holde KPI på rundt 2,5 % på sikt (Steigum (2004)).



Figur 4-15 Konsumprisindeks (Norges Bank)

Inflasjonen vil spille inn på et selskaps lønnsomhet ved at det generelle kostnadsnivået i landet går opp. Andre land har følgelig forskjellige inflasjonsmål en Norge og dette en av faktorene som spiller inn i lønnsomhetsanalysen når en analyserer selskaper fra forskjellige land.

Som en kan se av grafen over er forventet en svak stigning fra dagens nivå fra Norges Bank sin side, men de forventer at inflasjonen ligger rundt 2,5 %.

4.6 Oppsummering av den strategiske analysen

Det vi forstår av FOE gjennom den strategiske analysen er at de har en ressursbasert strategisk fordel (bekreftet i lønnsomhetsanalysen). Andre faktorer er at FOE både har styrker og svakheter som kan innvirke på fremtidig drift. Truslene og mulighetene i markedet er mange og kan påvirke FOE både positivt og negativt.

Vi har også sett at FOE opererer i en syklisk bransje, der det etter flere år med oppgang gjerne kommer år med nedgang. Riggatene har vært på toppnivå i flere år og har i de siste årene hatt en avtagning. Om denne avtagningen vil vedvare er usikkert, men mest sannsynlig vil tilbudet av rigger føre til lavere rater.

Jeg har også sett at både oljepris, renter og dollarkurs påvirker inntektene og utgiftene til FOE. I tillegg har jeg sett på risikofaktorer i markedet og hvordan disse kan påvirke FOE.

Alle disse faktorene vil bli tatt hensyn til i fortsettelsen.

5 Historisk avkastningskrav

I dette kapitlet vil jeg utlede og analysere historisk avkastningskrav for FOE, samt gå gjennom teori rundt elementer brukt i disse. Jeg vil i kapittel 5.1.1 forutsetninger og komponentene i kapitalverdimodellen. I kapittel 5.1.2 vil jeg gå gjennom teori rundt gjeldskravet og i kapittel 5.1.3 vil jeg utlede sammenhengen til det vektete gjennomsnittlige avkastningskravet (WACC) som brukes på netto driftskapital (total kapitalen).

5.1 Bakgrunn/teori

I følge Gjesdal og Johnsen (1999) er avkastningskravet for et selskap den forventede avkastning markedet tilbyr for en plassering med lik risiko. Det blir i Gjesdal og Johnsen (1999) lagt vekt på fire momenter. 1) forventet avkastning, 2) kompensasjon for å investere annerledes (alternativkost), 3) et velfungerende kapitalmarked og 4) risikoaverse investorer.

1) Forventet avkastning er avkastningen en investor forventer å få basert på sin investering i et verdipapir. Denne baserer seg gjerne på risikofri rente, markedsavkastning, risikofaktorer og eventuelle likviditetspremier.

2) Alternativkostnad er den kostnaden en investor pådrar seg ved å gå glipp av alternativ investering med høyere avkastning. Eksempelvis kan en alternativ investering gi 3 % høyere avkastning og dette vil representere alternativkostnaden.

3) Velfungerende kapitalmarkeder fordrer at det er lett å kjøpe og selge verdipapirer. Oslo Børs er et eksempel på et velfungerende kapitalmarked og de fleste land har tilsvarende markeder der en kan kjøpe og selge verdipapirer.

4) Risikoaversjon er et begrep som tilsier at en investor verdsetter sikre investeringer høyere enn risikable investeringer og er villig til å betale for sikrere kontantstrømmer.

I en aksje er det to forskjellige typer risiko. Dette er systematisk og usystematisk risiko som også kalles markedsrelatert og bedriftsspesifikk risiko. Det er vanlig å anta at en investor kun skal ha kompensasjon for den markedsrelaterte risikoen ved hjelp av avkastningskravet, dette fordi den bedriftsspesifikke risikoen kan diversifiseres bort. Det er dog tilfeller der den bedriftsspesifikke

risikoen må tas hensyn til og dette reflekteres i avkastningskravet med likviditetspremie og/eller taps og konkurstilllegg.

Det finnes flere modeller for å utlede et avkastningskrav og den mest brukte er kapitalverdimodellen (eng: Capital Asset Pricing Model (CAPM)). Denne beskrives i kapittel 5.1.1 som omhandler egenkapitalkrav. Andre modeller, som for eksempel Fama og Frenchs trefaktormodell eller mer generaliserte versjoner av denne, såkalte arbitrasjepriseringsmodeller, kan også benyttes (Koller et al. (2005)). CAPM bruker kun en faktor for i tilknytning risiko, altså markedsavkastningen. I motsetning til dette vil det i arbitrasjeprising bli knyttet en betaverdi til hver enkelt faktor og ved dette fange opp mer risiko enn i CAPM.

For å beregne avkastningskravet til egenkapitalen har jeg valgt kapitalverdimodellen som blir gått gjennom i mer detalj i kapittel 5.1.1.

5.1.1 Egenkapitalkrav

En mye brukt modell for å beregne avkastningskrav for egenkapitalen er som sagt kapitalverdimodellen. Modellen sier at forventet avkastning på et verdipapir er risikofri rente pluss en markedspremie (markedets risikopremie). Markedspremien er differansen mellom forventet avkastning i markedsporteføljen og risikofri rente og denne blir så multiplisert med verdipapirets sensitivitet til svingning i markedsporteføljen. Sammenhengen kan ses i formelen under.

$$E(R_i) = R_f + (E(R_m) - R_f) \cdot \beta_i$$

Hvor:

- $E(R_i)$ = Verdipapirets forventede avkastning
- R_f = Risikofri rente
- $E(R_m)$ = Markedets forventede avkastning
- β_i = Verdipapirets sensitivitet til markedet

I og med at diskonteringen av kontantstrømmene foregår etter skatt er det også rimelig å justere avkastningskravet til å gjelde etter skatt. Kapitalverdimodellen etter skatt utledes i formelen under.

$$E(R_i)^s = r_f \cdot (1 - s) + (E(R_m) - r_f \cdot (1 - s)) \cdot \beta_i$$

Hvor:

- $s = \text{skattesats}$

5.1.1.1 Forutsetninger til CAPM

For å bruke kapitalverdimodellen må en ta en rekke forutsetninger, disse er ifølge Bodie et al. (2009:280):

- Investorene regnes som pristakere og handler som om verdipapiret ikke blir påvirket av deres egen handel.
- Alle investorer har en identisk tidshorisont.
- Det forutsettes at det bare kan handles i et univers av finansielle eiendeler og at alt utlån og innlån skjer til en fast risikofri rente.
- Investorer betaler ingen skatt og det eksisterer ikke transaksjonskostnader.
- Alle investorer er risikoaverse.
- Alle investorer analyserer på samme måte og har tilgang til lik informasjon.

På tross av at det er rimelig usannsynlig at alle disse forutsetningene holder, er CAPM fortsatt den mest brukte og den enkleste modellen å implementere. Damodaran (2002) sier i tillegg til dette, at de alternative og mer komplekse modellene, ikke gir signifikant bedre resultater med tanke på å estimere forventet avkastning.

5.1.1.2 Risikofri rente

Risikofri rente er den avkastningen en totalt risikofri plassering vil gi en investor. Disse investeringene kan inkludere statsobligasjoner, pengemarkedsfond og bankinnskudd.

5.1.1.3 Markedspremien

Markedspremien er den kompensasjonen en investor krever for å investere sin kapital i markedet og er således differansen mellom forventet markedsavkastning og risikofri rente ($E(R_m) - (R_f)$). Historisk sett har denne variert mye og Koller et al. (2005) sier det ikke eksisterer noen enighet om hvordan en skal utlede denne, med tanke på historiske vs. fremtidsrettede modeller. Endringene i markedspremien skyldes i følge Gjesdal og Johnsen (1999) både konjunktuelle og

strukturelle forandringer. Gjesdal og Johnsen (1999) mener den fremtidige markedspremien vil ligge lavere en 6 % og Koller et al. (2005) mener en markedspremie mellom 4,5 % og 5,5 % er hensiktsmessig å bruke. Soffer og Soffer (2003) sier fremtidig markedspremien mest sannsynlig ligger under 7 %.

5.1.1.4 Likviditetspremie

Hvis et selskap har liten omsetning på børsen, eller er unotert og vanskelig å omsette er det i følge Gjesdal og Johnsen (1999) vanlig å tillegge en likviditetspremie i avkastningskravet. Boye (2007) nevner flere faktorer som spiller inn på likviditetspremien for ikke børsnoterte selskaper, noen av disse er hvor stor del av egenkapitalen som omsettes, antall aksjonærer, kostnader ved verdsettelse og konjunktursituasjon. Disse faktorene spiller også en rolle for lite likvide og analytikerdekkede børsnoterte selskaper.

FOE er notert på Oslo Børs og er indeksert i benchmarkindeksen (OBX). Denne indeksen inneholder de 25 mest omsatte aksjene på Oslo Børs. Med dette kan en si at FOE aksjen har høy omsetning og jeg ser ingen grunn til å tillegge en likviditetspremie i avkastningskravet.

5.1.1.5 Beta (β)

Et verdipapirs beta uttrykker i følge Gjesdal og Johnsen (1999) verdipapirets relative markedsrisiko. Betaen til verdipapiret vil i så måte angi hvor mye verdipapiret svinger i forhold til markedet. Det vil si hvis verdipapiret har en betaverdi på 1,5 og markedet går opp en prosent, vil verdipapiret gå opp med en og en halv prosent. Formelen under viser i betaen, hvor en har investeringens markedsrisiko i telleren og representativ markedsrisiko i nevneren.

$$\beta = \frac{\text{korr}(r, r_m) \cdot \text{std}(r)}{\text{std}(r_m)} = \frac{\text{cov}(r, r_m)}{\text{var}(r_m)}$$

Hvor:

- $\text{korr}(r, r_m)$ = Korrelasjon mellom verdipapir og marked
- $\text{std}(r)$ = Verdipapirets standardavvik
- $\text{std}(r_m)$ = Markedets standardavvik
- $\text{cov}(r, r_m)$ = Kovariansen mellom verdipapiret og markedet
- $\text{var}(r_m)$ = Markedets varians

Som en ser av formelen til betaen er nevneren i brøken verdipapiret korrelasjonen mellom avkastningen verdipapiret og avkastningen til markedet multiplisert på standardavviket til verdipapiret. Telleren er standardavviket til markedsavkastningen. Dette kan igjen uttrykkes som kovariansen mellom avkastningen til verdipapiret og avkastningen til markedet dividert på variansen til markedsavkastningen.

For praktisk implementering av kapitalverdimodellen og regresjonsanalyse for utregning av betaverdien til egenkapitalen, settes kapitalverdimodellen på regresjonsform. Denne vises i formelen under.

$$R_{FOEt} - R_{ft} = \alpha_j + \beta_j(R_{OSEAXt} - R_{ft}) + \varepsilon_{jt}$$

Hvor:

- α = angir feilprising
- R^2 = andel systematisk risiko
- ε = andel usystematisk risiko som fanges opp i regresjonsanalysen

Alfaverdien angir om verdipapiret er feilpriset, altså hvis denne er positiv er verdipapiret overpriset og i motsatt fall er det underpriset. R^2 angir hvor mye av variansen som forklares av modellen og er korrelasjonskoeffisient mellom verdipapir og marked opphøyd i annen.

Hvis en ser på forholdet mellom systematisk og usystematisk risiko kan det uttrykkes gjennom variansen til verdipapiret σ^2 . Denne kan dekomponeres på følgende måte:

$$\text{Systematisk risiko} = \beta^2 \cdot \sigma_M^2$$

$$\text{Andel systematisk risiko} = \frac{\beta^2 \cdot \sigma_M^2}{\sigma^2}$$

$$\text{Andel usystematisk risiko} = 1 - \frac{\beta^2 \cdot \sigma_M^2}{\sigma^2}$$

5.1.2 Gjeldskravet

Avkastningskravet for gjelden til et selskap er den avkastning kreditorene krever for å låne ut penger og dette utledes ved følgende formel:

$$E(D_i) = (R_f \cdot (1 - s) + adm + \beta_g \cdot MP + KP \cdot (R_f \cdot (1 - s)))$$

Hvor:

- $E(D_i)$ = avkastningskravet til gjelden
- R_f = risikofri rente
- s = skatt
- β_g = betaverdi for gjeld
- adm = administrasjonskostnad
- KP = kredittrisikopremie

På grunn av at betaverdien for netto finansiell gjeld og administrasjonskostnader er tilnærmet lik 0 vil avkastningskravet for netto finansiell gjeld etter skatt være risikofri rente + en kredittrisikopremie. Kredittrisikopremien er basert på konkurssannsynlighet neste år basert på en syntetisk rating (for eksempel fra Standard & Poors, se kapittel 6.5.4)

5.1.3 Vektet gjennomsnittlig kapitalkostnad (WACC)

Det vektete gjennomsnittlige kapitalkravet for et selskap, er en vektning av egenkapitalkravet og gjeldskravet. Vektingen er basert på markedsverdier av både egenkapital og gjeld.

$$WACC = \frac{D}{V} \cdot k_d \cdot (1 - s) + \frac{E}{V} \cdot k_e$$

Hvor:

- $\frac{D}{V}$ = Andel gjeld
- $\frac{E}{V}$ = Andel egenkapital
- k_d = Avkastningskravet til gjelden
- k_e = Avkastningskravet til egenkapitalen
- s = Skattesats

Formelen over viser sammenhengen etter skatt, dette er fornuftig da kontantstrømmene som benyttes er etter skatt. I analysen benyttes netto driftskapital med vektene av egenkapital og netto finansiell gjeld.

5.2 Avkastningskrav til egenkapitalen

I dette kapitlet vil komponentene i det historiske egenkapitalkravet (i form av kapitalverdimodellen) bli gjennomgått og analysert.

5.2.1 Risikofri rente

Det er i utregningen av risikofri rente etter skatt brukt årlige gjennomsnitt av 3 måneders NIBOR rente for 2005-2009, mens i 2010 er det brukt et gjennomsnitt av rentene i januar til oktober. I utregningen er det trukket fra en risikopremie på 10 % og 28 % skatt for å finne den nominelle renten etter skatt.

Tabell 5-1 Historisk risikofri rente

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	Snitt
3 måneders NIBOR	2,22 %	3,10 %	4,96 %	6,23 %	2,45 %	2,49 %	3,58 %
- Risikopremie 10 %	0,22 %	0,31 %	0,50 %	0,62 %	0,25 %	0,25 %	0,36 %
= Risikofri rente før skatt	2,00 %	2,79 %	4,46 %	5,61 %	2,21 %	2,24 %	3,22 %
- 28 % skatt	0,56 %	0,78 %	1,25 %	1,57 %	0,62 %	0,63 %	0,90 %
= Risikofri rente etter skatt	1,44 %	2,01 %	3,21 %	4,04 %	1,59 %	1,61 %	2,32 %

I fra 2005 til 2008 har den risikofrie renten vært sterkt stigende og en kan klart se effekten av en endret retning i rentepolitikken for å stimulere norsk økonomi fra Norges Bank fra 2009 til dags dato.

5.2.2 Markedspremien

I tråd med hva som ble sagt i 5.1.1.3 er det ikke urimelig med en markedspremie i intervallet 4,5 til 7 %, jeg velger derfor å sette markedspremien til 5 % etter skatt for hele perioden.

5.2.3 Egenkapitalbeta

For å finne historisk egenkapitalbeta, benytter jeg følgende formel:

$$\beta_{ndk} = \beta_{ek} * \frac{ek}{ndk} + \beta_g * \frac{g}{ndk} + \beta_{mi} * \frac{mi}{ndk}$$

Hvor:

- β_{ndk} = netto driftskapitalbeta
- β_{ek} = egenkapitalbeta

- $\beta_g = \text{gjeldsbeta}$
- $\beta_{mi} = \text{minoritetsbeta}$
- $ndk, ek, g, mi = \text{netto driftskapital, egenkapital, gjeld, minoritetsinteresser}$

Denne sammenhengen viser at betaen til netto driftskapital er et vektet snitt av gjeldsbetaen, egenkapitalbetaen og minoritetsbetaen. Hvis en så legger grunn Miller og Modiglianis forutsetning som i følge Brealey et al. (2008) sier at et selskaps verdi er uavhengig av finansieringsstruktur vil en kunne holde total kapitalbetaen konstant gjennom analyseperioden. I praksis er nok dette ikke helt korrekt, men jeg velger å legge det til grunn i denne analysen. På bakgrunn av dette vil en ved hjelp av gjennomsnittlige andeler av henholdsvis egenkapital, minoritetsinteresser og gjeld kunne regne ut egenkapitalbetaen år for år. Utrekning av egenkapitalbeta for 2010 finnes i kapittel 5.2.3.1. Siden minoritetsinteresser er en type egenkapital er minoritetsbetaen satt lik egenkapitalbetaen. Grunnet en oppveining av den systematiske risikoen til den gjelden mot finansielle eiendeler blir gjeldsbetaen liten og det forutsettes i fortsettelsen at den er lik 0 (se kapittel 5.3.1).

5.2.3.1 Estimering av historisk egenkapitalbeta

Betaestimering er utført i henhold til et notat utlevert i EK326E Verdsettelse og lønnsomhetsanalyse skrevet av Boye og Koekebakker (2009). I analysen har jeg benyttet avkastningstall fra Oslo Børs All Index (OSAX), FOE og effektiv rente fra ST1X statsobligasjonsindeks. Regresjonsanalysen er utført med daglige, ukentlige og månedlige tall over en periode på 5 år (nov 2005 – nov 2010). Komplette resultat fra analysen og scatterplot kan sees i Vedlegg 2 Resultat av regresjonsanalyse Betaestimering.

Tabell 5-2 Resultat betaestimering

Daglige observasjoner	Ukentlige observasjoner	Månedlige observasjoner
$\beta = 0,9414$	$\beta = 0,9289$	$\beta = 0,7778$
$\alpha = -0,0001$	$\alpha = 0,0006$	$\alpha = -0,0011$
$R^2 = 0,514$	$R^2 = 0,5037$	$R^2 = 0,5491$
$r = 0,7169$	$r = 0,7097$	$r = 0,7410$

En kunne også lese i Dagens Næringsliv for tirsdag 09. November 2010 at deres estimerte beta for 12 måneder var 0,84. Sammenligner en denne med de resultater jeg har fått, er ikke mine

resultater urimelige. Ser en på forskjellene i de forskjellige estimatene kan en se at de månedlige observasjonene gir en lavere beta en de ukentlige og daglige. Dette er fordi en med månedlige data unngår en del "støy" i markedet.

Jeg legger herved betaen med månedlige resultater til grunn for videre beregning og justerer denne med en såkalt Merryl-Lynch justering. Denne tilsier at betaen med tiden går mot 1 (som er markedets gjennomsnittlige betaverdi) og justeres derfor med følgende formel:

$$\beta_{justert} = \frac{2}{3} \cdot 1 + \frac{1}{3} \cdot \beta_{ujustert}$$

Etter Meryll-Lynch justeringen sitter jeg igjen med en egenkapitalbeta på **0,826**.

Tabell 5-3 Historisk egenkapitalbeta

	2 005	2 006	2 007	2 008	2 009	2 010	Snitt
EK Beta	1,0071	0,8584	0,9234	1,2378	1,0023	0,8260	0,9758
* EK/TK	0,4076	0,4781	0,4445	0,3313	0,4089	0,4965	0,4278
+ Minoritetsbeta	1,0071	0,8584	0,9234	1,2378	1,0023	0,8260	0,9758
* MI/TK	0,0000	0,0000	0,0000	0,0002	0,0006	0,0005	0,0004
+ Gjeldsbeta	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
* G/TK	0,5924	0,5219	0,5555	0,6684	0,5905	0,5031	0,5720
= NDK Beta	0,4104	0,4104	0,4104	0,4104	0,4104	0,4104	0,4104

Hvis en ser på betaverdien for egenkapitalen kan en se at den fluktuerer ganske kraftig fra år til år med en topp i 2008 hvor finanskrisen slo inn for fullt. Dette viser også at FOE på den tiden var mer risikabel en det er i dag.

5.2.4 Egenkapitalkrav

Når jeg har regnet ut egenkapitalbetaen for hvert år kan jeg benytte disse, markedspremien og den historiske risikofrie renten til å beregne de historiske egenkapitalkravene til FOE. Disse kan sees i tabellen under.

Tabell 5-4 Historisk egenkapitalkrav

	2 005	2 006	2 007	2 008	2 009	2 010	Snitt
Risikofri rente etter skatt	0,0144	0,0201	0,0321	0,0404	0,0159	0,0161	0,0232
+ Markedspremie etter skatt	0,0500	0,0500	0,0500	0,0500	0,0500	0,0500	0,0500
* Ekbeta	1,0071	0,8584	0,9234	1,2378	1,0023	0,8260	0,9758
= Ek krav	6,48 %	6,30 %	7,83 %	10,23 %	6,60 %	5,74 %	7,20 %

Ut fra Tabell 5-4 kan en se at avkastningskravet til egenkapitalen til FOE har vært avtagende de siste to år med et snitt for de siste 6 år på 7,2 %. Hvis en ser på de 4 første årene av analyseperioden er egenkapitalkravet stigende, dette kommer av både en økning i den risikofrie renten og fluktuasjoner i egenkapitalbetaen.

5.2.5 Minoritetskrav

Minoritetsinteresser er en type egenkapital som eies av eksterne aktører. Det er derfor påfallende å la egenkapitalkravet gjelde for minoritetsinteressene. Det som melder da er at minoritetsseierne gjerne er innlåst og det vil være vanskeligere for disse å kvitte seg med sine aksjeposter. Derfor vil jeg bruke egenkapitalkravet pluss en likviditetspremie på 2 %, noe som jeg vurderer til å være en passende kompensasjon for den innlåsningsen illikviditeten representerer.

5.3 Avkastningskrav netto finansiell gjeld

For å utlede avkastningskravet til netto finansiell gjeld er det en nødvendighet å dekomponere dette i henholdsvis krav for finansiell gjeld og krav for finansielle eiendeler. Disse kravene er så vektet opp med finansiell gjelds og finansielle eiendeler vekt. Det finansielle gjeldskravet bestemmes av kreditorene og det finansielle eiendelskravet fastsettes av selskapet.

For å utlede kravet til disse komponentene begynner jeg med å finne betaverdiene som er inkludert i den netto finansielle gjelden.

5.3.1 Beta netto finansiell gjeld

En normal forutsetning å ta når det gjelder betaen til netto finansiell gjeld, er at den er lik 0. Dette er fordi den systematiske risikoen til finansielle eiendeler veier opp den systematiske risikoen til finansiell gjeld. Dette betyr at en kan sette opp følgende sammenheng:

$$\beta_{nfg} \cdot NFG = \beta_{fe} \cdot FE - \beta_{fg} \cdot FG = 0$$

Hvor:

- β_{nfg} = betaværdien til netto finansiell gjeld
- NFG = netto finansiell gjeld
- β_{fe} = betaværdien til finansielle eiendeler
- β_{fg} = betaværdien til finansiell gjeld
- FE og FG = finansielle eiendeler og finansiell gjeld

Dividerer en med NFG på begge sider, får en at β_{nfg} er β_{fe} multiplisert med finansiell eiendelsvekt fratrukket β_{fg} multiplisert med finansiell gjeldsvekt, illustrert i formelen under.

$$\beta_{nfg} = \beta_{fe} \cdot \frac{FE}{NFG} - \beta_{fg} \cdot \frac{FG}{NFG} = 0$$

Altså er betaen til netto finansiell gjeld beta til finansielle eiendeler minus beta til finansiell gjeld, vektet med sine respektive vekter. Løser en ut denne ligningen vil en som vist under sitte igjen med at beta til finansielle eiendeler er lik beta til finansiell gjeld multiplisert med forholdet mellom finansielle eiendeler og finansiell gjeld.

$$\Rightarrow \beta_{fe} \cdot FE = \beta_{fg} \cdot FG$$

$$\Rightarrow \beta_{fe} = \beta_{fg} \cdot \frac{FG}{FE}$$

Finansielle eiendeler kan igjen deles inn i tre grupper; kontanter, finansielle fordringer og investeringer. Hver av disse har sine respektive betaværdier, som vektet gir den totale beta for finansielle eiendeler.

$$\beta_{fe} = \beta_k \cdot \frac{k}{FE} + \beta_f \cdot \frac{f}{FE} + \beta_i \cdot \frac{in}{FE}$$

Hvor:

- β_k = betaværdi for kontanter
- β_f = betaværdi for finansielle fordringer
- β_i = betaværdi for investeringer
- k, f, in = kontanter, finansielle fordringer og investeringer

Beta for kontanter og beta for fordringer er lik 0. Dette fordi kontanter er en risikofri plassering som ikke vil følge svingninger i markedet. Fordringene forutsettes å være tilnærmet risikofri da FOE har store kunder som historisk sett har betalt sine forpliktelser. Betaen til en gjennomsnittlig investering vil ha lik beta som markedet og vil dermed være lik 1, det vil si at investeringene svinger i takt med markedet. Vi sitter da igjen med følgende uttrykk for Beta finansielle eiendeler.

$$\beta_{fe} = \frac{inn}{FE}$$

Beta for finansielle eiendeler kalkuleres år for år, mens beta for finansiell gjeld holdes konstant ved 0 som tidligere forklart. En kan da ved å bruke vektene for henholdsvis finansielle eiendeler og finansiell gjeld, regne ut betaen for finansiell gjeld.

I tabellen under viser jeg betaverdiene for den netto finansielle gjelden som sammenhengen presentert tidligere for årene 2005-2010(T).

Tabell 5-5 Beta netto finansiell gjeld

	2005	2006	2007	2008	2009	2010(T)	Snitt
- Beta finansielle eiendeler	0.0106	0.0068	0.0083	0.0018	0.0026	0.0638	0.0156
* Fiansielle eiendeler/fiansiell gjeld	0.3018	0.3785	0.2098	0.5858	0.4294	0.1811	0.3477
+ Beta finansiell gjeld	0.0025	0.0019	0.0014	0.0007	0.0008	0.0098	0.0028
* Finansiell gjeld/finansiell eiendeler	1.3018	1.3785	1.2098	1.5858	1.4294	1.1811	1.3477
= Beta netto finansiell gjeld	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000

5.3.2 Krav finansielle eiendeler

Jeg nevnte tidligere at finansielle eiendeler kan deles inn i tre grupper; kontanter, finansielle fordringer og investeringer. Disse tre gruppene har hvert sitt avkastningskrav som vektet utgjør det totale kravet for finansielle eiendeler.

Kontanter er som sagt tidligere risikofrie slik at avkastningskravet blir risikofri rente etter skatt. For fordringer forutsetter jeg, siden fordringshaverne er store multinasjonale olje og gass selskaper, at disse er rangert høyt med tanke på kredittverdighet (fra AA – B i følge www.standardandpoors.com). Jeg velger derfor å bruke en gjennomsnittlig rating på BBB og en kredittrisikopremie på 0,4 (se kapittel 6.5.4 om syntetisk rating) multiplisert med den risikofrie

renten etter skatt. Kravet til investeringer blir utledet ved hjelp av kapitalverdimodellen. Her blir risikofri rente etter skatt, markedspremie på 5 % etter skatt og betaverdi lik 1 (gjennomsnittlig for markedet) brukt ettersom FOE ikke eksplisitt har sagt hvilke investeringer de har. Det blir ikke ilagt noen likviditetspremie for investeringene da det forutsettes at det er likvide investeringer.

Tabell 5-6 Finansielt eiendelskrav

	2005	2006	2007	2008	2009	2010(T)	Snitt
Kontantkrav	0.0144	0.0201	0.0321	0.0404	0.0159	0.0161	0.0232
* Kontantvekt	0.9238	0.9794	0.9849	0.9982	0.9974	0.9362	0.9700
+ Fordringskrav	0.0202	0.0281	0.0449	0.0566	0.0223	0.0225	0.0324
* Fordringsvekt	0.015	0.005	0.005	0.000	0.000	0.000	0.0042
+ Investeringskrav	0.0644	0.0701	0.0821	0.0904	0.0659	0.0661	0.0732
* Investeringsvekt	0.0612	0.0156	0.0101	0.0018	0.0026	0.0638	0.0259
= Finansielt eiendelskrav	0.0175	0.0209	0.0327	0.0405	0.0160	0.0193	0.0245

Tabellen over oppsummerer de finansielle eiendelskravene fra 2005 til 2010(T). Også her kan en observere en stigende trend frem til 2008 og en et noe lavere krav i 2009 og 2010(T).

5.3.3 Krav finansiell gjeld

Avkastningskravet til finansiell gjeld er som sagt tidligere den kostnaden som FOE er nødt til å betale sine kreditorer for å tiltrekke seg kapital. Formelen for finansiell gjeld er beskrevet i kapittel 5.1.2 og i det historiske kravet blir beregnet ved å benytte risikofri rente, markedspremien og en kredittrisikopremie basert på den syntetiske ratingen i kapittel 6.5.4

Tabell 5-7 Krav finansiell gjeld

	2006	2007	2008	2009	2010(T)	Snitt
Rf	0.0201	0.0321	0.0404	0.0159	0.0161	0.0232
+ Beta finansiell gjeld	0.0019	0.0014	0.0007	0.0008	0.0098	0.0028
* Markedspremie	0.0500	0.0500	0.0500	0.0500	0.0500	0.0500
Rating	A	A	A	A	A	A
kredittrisikofaktor	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25
+ kredittrisikopremie	0.0050	0.0080	0.0101	0.0040	0.0040	0.0058
= Finansielt gjeldskrav	0.025	0.040	0.051	0.020	0.021	0.029

Over er det finansielle gjeldskravet fra 2006-2010(T) oppsummert. Trenden er også her stigende fra 2006-2008 og lavere i 2009 og 2010(T). Det gjennomsnittlige kravet til finansiell gjeld er 2,9 %

5.3.4 Krav for netto finansiell gjeld

Kravet til netto finansiell gjeld kan utledes ved følgende sammenheng:

$$knfg = \frac{FG}{NFG} \cdot fgk - \frac{FE}{NFG} \cdot fek$$

Altså vektes kravene for finansiell gjeld og finansielle eiendeler med sine respektive vektorer av netto finansiell gjeld. Jeg har i de foregående kapitlene beregnet de komponentene som inngår i kravet for netto finansiell gjeld og disse summeres i tabellen under.

Tabell 5-8 Krav for netto finansiell gjeld

	2006	2007	2008	2009	2010(T)	Snitt
Finansielt gjeldskrav	0.0252	0.0402	0.0505	0.0199	0.0206	0.0291
* Finansiell gjeld/Netto finansiell gjeld	1.3785	1.2098	1.5858	1.4294	1.1811	1.3477
+ Finansielt eiendelskrav	0.0209	0.0327	0.0405	0.0160	0.0193	0.0245
* Finansielle eiendeler/netto finansiell gjeld	0.3785	0.2098	0.5858	0.4294	0.1811	0.3477
Netto finansielt gjeldskrav	0.0268	0.0418	0.0564	0.0216	0.0209	0.0310

Som en følge av de stigende finansielle eiendelskravene og de finansielle gjeldskravene frem mot 2008, er også det netto finansielle gjeldskravet stigene frem til 2008. Det viser også samme tendens i 2009 og 2010(T), altså lavere en de foregående årene.

5.4 Avkastningskrav til netto driftskapital

Som siste del av analysen av det historiske avkastningskravet vil jeg kalkulere det historiske avkastningskravet til netto driftskapital basert på egenkapitalkravet og netto finansielt gjeldskrav vektet med sine vektorer av netto driftskapital.

$$kndk = ekr \cdot \frac{ek}{ndk} + mik \cdot \frac{mi}{ndk} + knfg \cdot \frac{nfg}{ndg}$$

Tabellen på neste side oppsummerer kravet til netto driftskapital for perioden 2006-2010(T)

Tabell 5-9 Krav til netto driftskapital

	2006	2007	2008	2009	2010(T)	Snitt
Ek krav	0.0630	0.0783	0.1023	0.0660	0.0574	0.0720
* EK/netto driftskapital	0.6165	0.5433	0.4679	0.5462	0.5827	0.5492
+ Mi krav	0.0830	0.0983	0.1223	0.0860	0.0774	0.0920
* Ml/netto driftskapital	-	-	0.0003	0.0008	0.0005	0.0003
+ Netto finansielt gjeldskrav	0.0268	0.0418	0.0564	0.0216	0.0209	0.0310
* Netto finansielt gjeld/netto driftskapital	0.3835	0.4567	0.5317	0.4529	0.4168	0.4506
= Krav til netto driftskapital	0.0491	0.0616	0.0779	0.0458	0.0421	0.0535

Også her observeres en økning frem til 2008 med en betraktelig lavere netto driftskrav for 2009 og 2010(T)

5.5 Oppsummering

I dette kapitlet har jeg gått gjennom bakgrunnsinformasjon om avkastningskrav. Jeg har så beregnet avkastningskrav for egenkapitalen og netto finansiell gjeld som til slutt resulterer i ett netto driftskrav. Jeg har også gått gjennom betaverdien til de forskjellige delkravene i kapitlet.

Som ne kan se av alle kravene beregnet i dette kapitlet er kravene stigende frem mot 2008 for så å avta. Dette er fordi kravene baserer seg på en risikofri komponent som følger denne trenden.

6 Regnskapsanalyse

Dette kapitlet brukes til å fremvise årsregnskapet til FOE hvor utvalgte poster blir kommentert og sammenlignet med tallene til bransjeutvalget. Regnskapet blir så normalisert og omgruppert for å passe en investors syn. Deretter blir det foretatt en forholdstallanalyse som ender opp i en syntetisk rating. Bransjeutvalget rapporterer utelukkende sine tall i amerikanske dollar og jeg har valgt å konvertere disse til norske kroner ved hjelp av årlig gjennomsnittlige kurser for hvert enkelt år, hentet på www.norges-bank.no. Alle tall om ikke annet er sagt er i 1000 norske kroner. En ting en kan være oppmerksom på er at bransjeutvalget kan rapportere etter andre standarder og det kan forekomme forskjeller på bakgrunn av dette.

6.1 Trailing

I skrivende stund har jeg tilgjengelig de tre første kvartalsrapportene for 2010. I en verdsettelse er det essensielt at en har de ferskeste tallene for å gjøre analysen best mulig. Trailing går ut på at en for eksempel bruker de fire siste kvartalers resultatregnskap som proxy for årsregnskapet fratrukket eventuelle ekstraordinære poster. Her bruker jeg fjerde kvartal fra 2009 sammen med første, andre og tredje kvartal fra 2010 når jeg setter sammen resultatregnskapet for 2010, dette er notert 2010(T). For balansen er siste kjente balanse brukt, denne er fra tredje kvartal 2010 og er også merket 2010(T).

6.2 Resultatregnskap

På neste side er en oppstilling av årsregnskapene til FOE fra årene 2005 til 2010(T).

Strategisk analyse og verdsettelse av Fred. Olsen Energy 2010

Tord Øverås

Tabell 6-1 Resultatregnskap FOE 2005-2010(T)

År (alle tall i tusen)	2,005	2,006	2,007	2,008	2,009	2010(T)
Driftsinntekter						
Driftsinntekter Offshore boring	2,755,797	3,934,659	4,149,815	5,592,665	6,391,520	5,546,000
Driftsinntekter Ing.- og fab.tjenester	127,083	113,525	127,166	194,108	208,522	70,000
Sum Driftsinntekter	2,882,880	4,048,184	4,276,981	5,786,773	6,600,042	5,616,000
Materialkostnader	(53,564)	(12,476)	(30,246)	(46,789)	(36,204)	(33,580)
Lønn og andre personalkostnader	(749,848)	(877,916)	(967,834)	(1,121,591)	(1,160,834)	(1,076,697)
Andre driftskostnader	(1,158,812)	(1,448,754)	(1,324,038)	(1,281,739)	(1,421,773)	(1,318,723)
Sum Driftskostnader	(1,962,224)	(2,339,146)	(2,322,118)	(2,450,119)	(2,618,811)	(2,429,000)
Driftsresultat før avskrivninger	920,656	1,709,038	1,954,863	3,336,654	3,981,231	3,187,000
Oppgjør Navis	(33,683)	-	-	-	-	-
Nedskrivninger	-	(19,881)	-	(35,029)	-	-
Avskrivninger	(618,265)	(479,745)	(500,432)	(692,658)	(973,403)	(1,128,400)
Driftsresultat	268,708	1,209,412	1,454,431	2,608,967	3,007,828	2,058,600
Finansinntekter	118,311	88,579	142,380	92,301	355,004	165,000
Finanskostnader	(398,878)	(300,861)	(178,826)	(583,745)	(534,881)	(372,000)
Netto valuta gevinst/(tap)						-
Netto finanskostnader	(280,567)	(212,282)	(36,446)	(491,444)	(179,877)	(207,000)
Resultat før skattekostnad	(11,859)	997,130	1,417,985	2,117,523	2,827,951	1,851,600
Skattekostnad	(3,820)	(23,324)	(26,067)	(20,888)	(73,799)	(54,900)
Årsresultat	(15,679)	973,806	1,391,918	2,096,635	2,754,152	1,796,700
Henført til:						
Morsselskapets aksjonærer	(15,679)	973,806	1,391,918	2,092,595	2,749,004	1,797,200
Minoritetsinteresser	-	-	-	4,040	5,148	(500)
Årsresultat	(15,679)	973,806	1,391,918	2,096,635	2,754,152	1,796,700

6.2.1 Trailing årsresultat 2010

I tabellen på neste side utledes trailing årsregnskapet for 2010, notert med 2010(T). I og med at kvartalsrapportene er mindre detaljerte en årsrapporten er materialkostnader, lønnskostnader og andre driftskostnader fordelt på samme måte som for 2009.

Strategisk analyse og verdsettelse av Fred. Olsen Energy 2010

Tord Øverås

Tabell 6-2 Sammensetting av trailing årsresultat 2010

År (alle tall i tusen)	q4 2009	q1 2010	q2 2010	q3 2010	2010(T)
Driftsinntekter					
Driftsinntekter Offshore boring	1,099,000	1,174,000	1,628,000	1,645,000	5,546,000
Driftsinntekter Ing.- og fab.tjenester	30,000	22,000	6,000	12,000	70,000
Sum Driftsinntekter	1,129,000	1,196,000	1,634,000	1,657,000	5,616,000
Materialkostnader	(8,270)	(7,890)	(9,166)	(8,255)	(33,580)
Lønn og andre personalkostnader	(265,163)	(252,973)	(293,886)	(264,675)	(1,076,697)
Andre driftskostnader	(324,767)	(309,837)	(359,948)	(324,170)	(1,318,723)
Sum Driftskostnader	(598,200)	(570,700)	(663,000)	(597,100)	(2,429,000)
Driftsresultat før avskrivninger	530,800	625,300	971,000	1,059,900	3,187,000
Oppgjør Navis	-	-	-	-	-
Nedskrivninger	-	-	-	-	-
Avskrivninger	(237,500)	(236,000)	(317,300)	(337,600)	(1,128,400)
Driftsresultat	293,300	389,300	653,700	722,300	2,058,600
Finansinntekter	25,000	2,000	6,000	132,000	165,000
Finanskostnader	(61,000)	(86,000)	(141,000)	(84,000)	(372,000)
Netto valuta gevinst/(tap)					
* Netto finanskostnader	(36,000)	(84,000)	(135,000)	48,000	(207,000)
Resultat før skattekostnad	257,300	305,300	518,700	770,300	1,851,600
Skattekostnad	(6,300)	(12,600)	(10,800)	(25,200)	(54,900)
Resultat	251,000	292,700	507,900	745,100	1,796,700
Henført til:					
Morselskapets aksjonærer	248,900	293,400	508,800	746,100	1,797,200
Minoritetsinteresser	2,100	(700)	(900)	(1,000)	(500)
Resultat	251,000	292,700	507,900	745,100	1,796,700

6.2.2 Kommentarer til utvalgte poster

Jeg vil i dette underkapitlet kommentere utviklingen i utvalgte poster i resultatregnskapet. Postene jeg velger å ta med er driftsinntekter, lønn og andre driftskostnader, avskrivninger og skattekostnader.

Strategisk analyse og verdsettelse av Fred. Olsen Energy 2010

Tord Øverås

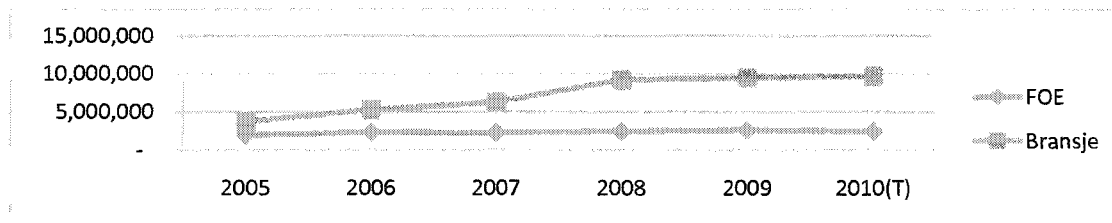
6.2.2.1 Driftsinntekter



Figur 6-1 Utvikling i driftsinntekter

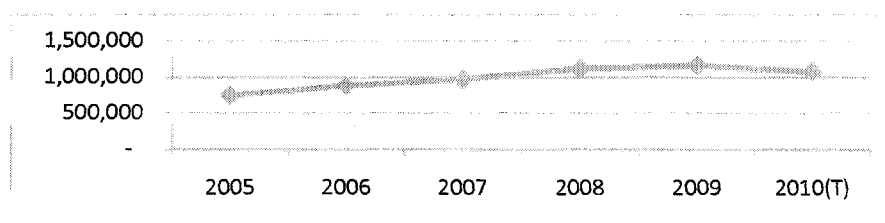
En ser en solid vekst i driftsinntektene fra 2005-2010. Dette har en sammenheng med de rekordhøye dagratene i perioden 2005-2009 og den kontraktinngåelsen som skjedde denne perioden.

6.2.2.2 Drifts og lønnskostnader



Figur 6-2 Lønn og andre driftskostnader

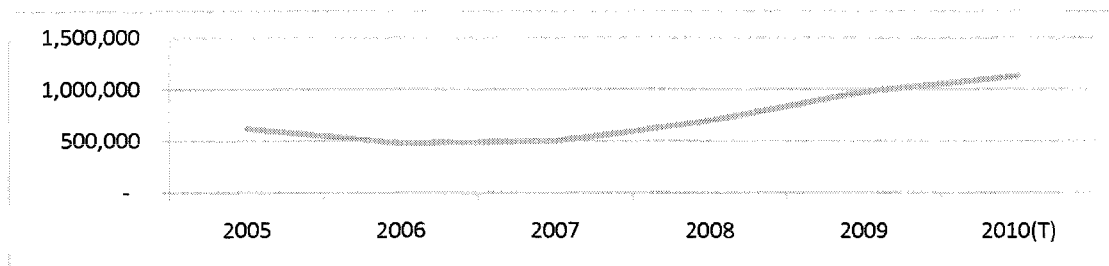
Som en kan se av figuren over har summen av lønn og personalkostnader og andre driftskostnader for FOE ligget stabilt over analyseperioden mens bransjeutvalget har hatt en signifikant økning. Trekker en ut lønnskostnadene til FOE, kan se en jevn økning i gjennom analyse perioden, som henger sammen med økt bemanning.



Figur 6-3 Utvikling lønnskostnader

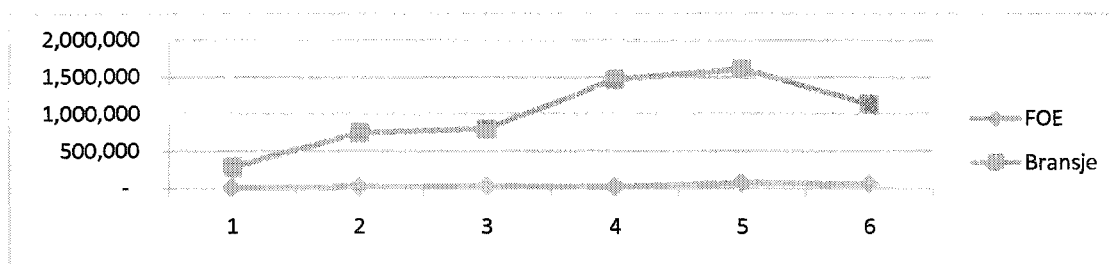
6.2.2.3 Avskrivninger

Figuren under beskriver avskrivningene FOE har hatt i analyseperioden og viser en økende trend fra 400-600 millioner i 2005 og 2006 til over 1 milliard i 2009 og 2010(T)



Figur 6-4 Utvikling i avskrivninger

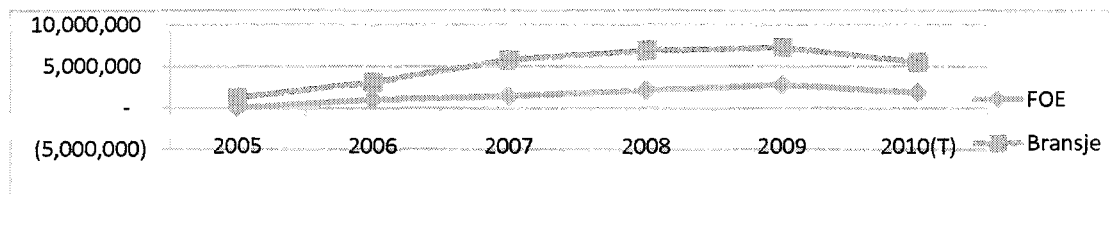
6.2.2.4 Skattekostnad



Figur 6-5 Skattekostnad

Skattekostnaden til FOE har i perioden 2006-2010(T) ligget mellom 1 % og 2,5 % noe som må sies å være lavt. Dette kommer av at FOE har utenlandske datterselskaper som er underlagt andre regler. I 2005 var resultatet negativ og skatten var i så måte ekstraordinært lav. Bransjen har hatt signifikant høyere skattekostnad enn FOE og dette har nok flere grunner, en av dem er at bransjeutvalget generelt sett er større en FOE. En annen grunn er at FOE har opplevd en gunstig beskatning i Norge.

6.2.2.5 Resultat



Figur 6-6 Utvikling i resultat

Som en ser av figuren over har både FOE og bransjen hatt en positiv utvikling i resultat gjennom perioden med unntak av siste år. Dette kommer av den oppgangskonjunkturen bransjen har vært inne i med skyhøye dagrater.

6.3 Balanse

I dette kapitlet presenterer jeg balansen og kommenterer utvalgte poster.

6.3.1 Eiendeler

Jeg vil først presentere eiendelssiden og kommentere utvalgte poster som jeg mener legitimerer en kommentar.

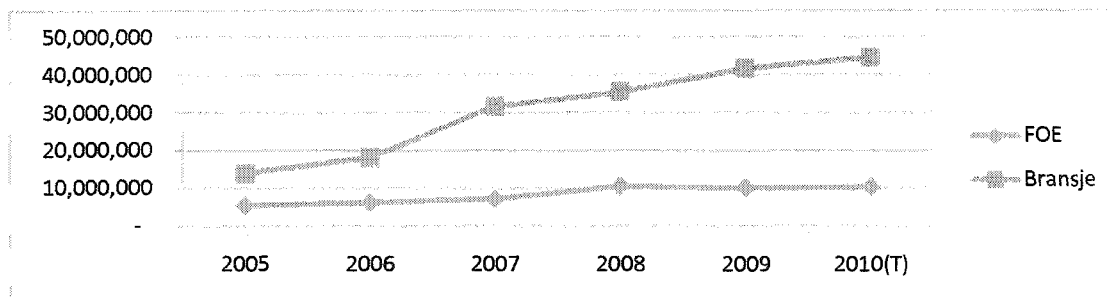
Tabell 6-3 Eiendeler 2005-2010(T)

År (alle tall i tusen)	2 005	2 006	2 007	2 008	2 009	2010(T)
Eiendeler						
Eiendom, anlegg og utstyr	5 391 018	6 181 719	7 147 881	10 415 371	9 981 300	10 327 500
Immatrielle eiendeler	98 577	98 577	98 577	98 577	98 577	98 600
Andre investeringer	8 084	6 294	5 954	6 721	5 228	54 000
Finansielle instrumenter	38 692					
Eiendeler og utsatt skatt	3 211	15 087	13 988	35 285	48 431	
Sum anleggsmidler	5 539 582	6 301 677	7 266 400	10 555 954	10 133 536	10 480 100
Beholdninger	177 174	220 475	222 125	373 478	345 238	400 000
Finansielle instrumenter	-	8 142	1 309			
Forskuddsbetalte kostnader og skatterefusjon		173 211	193 774	504 294	387 002	456 800
Kundefordringer og andre fordringer	805 946	618 574	800 026	1 577 904	989 595	1 030 700
Kontanter og kontantekvivalenter	717 110	912 490	713 605	3 673 834	2 014 127	792 200
Sum omløpsmidler	1 700 230	1 932 892	1 930 839	6 129 510	3 735 962	2 679 700
sum eiendeler	7 239 812	8 234 569	9 197 239	16 685 464	13 869 498	13 159 800

6.3.2 Kommentarer til utvalgte poster

I dette underkapitlet vil kommentere utviklingen i utvalgte poster i eiendelssiden i balansen. Postene jeg velger å ta med er eiendeler og kontanter og kontantekvivalenter.

6.3.2.1 Eiendom, anlegg og utstyr

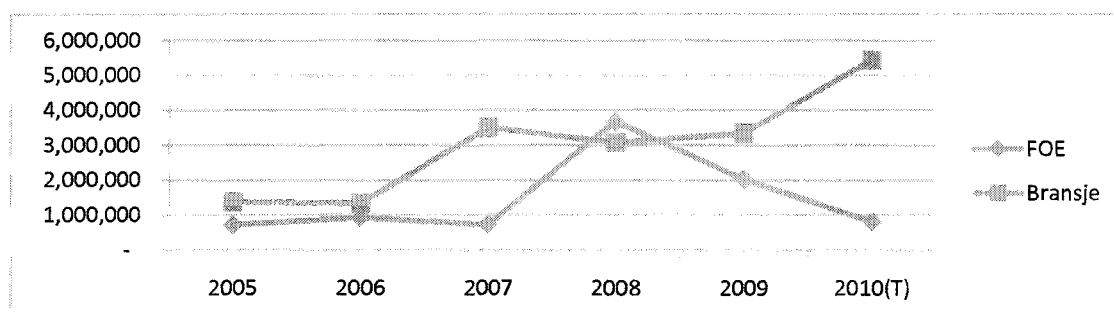


Figur 6-7 Utvikling i eiendom, anlegg og utstyr

Som en kan se i figuren over har FOE hatt en positiv økning i eiendom, anlegg og utstyr. Bransjen har hatt en enda brattere kurve en FOE. Dette kommer av økning i etterspørsel etter rigger, hvor flere av bransjekomparativene har investert stort i nybygg. En annen grunn er konsolidering hvor selskaper har fusjonert og dermed vokst.

6.3.2.2 Kontanter og kontantekvivalenter

Som en kan se av grafen under har FOE hatt en stabil kontantbeholdning frem til 2007. Etter dette så en markant økning og ble liggende over bransjeutvalget i 2008. Etter dette har FOE lagt om utbytte politikken og betalt ut større andeler i utbytte. Bransjeutvalget har hatt en gjennom hele perioden og ligge nå på et gjennomsnittlig nivå på ca 5 milliarder norske kroner.



Figur 6-8 Kontanter og kontantekvivalenter

6.3.3 Egenkapital og gjeld

I dette kapitlet skal jeg presentere og beskrive utvalgte poster i egenkapital og gjeldssiden i balansen til FOE, samt sammenligne med tilsvarende poster i bransjeutvalget.

Strategisk analyse og verdsettelse av Fred. Olsen Energy 2010

Tord Øverås

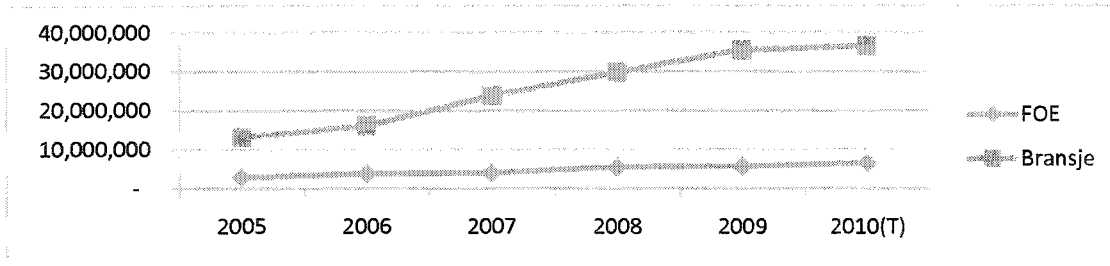
Tabell 6-4 Egenkapital og gjeld 2005 -2010(T)

År (alle tall i tusen)	2 005	2 006	2 007	2 008	2 009	2010(T)
Egenkapital						
Aksjekapital	1 224 119	1 316 845	1 333 877	1 333 884	1 333 884	1 333 900
overkursfond	284 687	507 230	548 107	548 125	548 125	548 125
Kapitalreserver	31 133	9 147	3 144	622	-	-
omregningsdifferanser	160 980	-132 926	-769 175	326 119	-624 525	-500 000
Egene aksjer	-1 687	-108	-80	-8 602	-8 602	-8 600
Opptjent egenkapital	1 251 356	2 237 118	2 972 290	3 328 515	4 422 076	5 159 775
Sum egenkapital henført til eierne				5 528 663	5 670 958	6 533 200
Minoritetsinteresser				4 040	8 650	6 000
Sum egenkapital	2 950 588	3 937 306	4 088 163	5 532 703	5 679 608	6 539 200
Forpliktelser						
Rentebærende lån og kreditter	2 687 401	3 091 422	2 868 859	8 123 448	5 450 815	4 234 300
Ytelser til ansatte	268 293	248 584	199 731	196 422	197 077	257 546
Finansielle instrumenter	19 579	-	-	200 875	90 642	118 454
Forpliktelser ved utsatt skatt	1 683	1 145	-			
Sum langsiktige forpliktelser	2 976 956	3 341 151	3 068 590	8 520 745	5 738 534	4 610 300
Rentebærende lån og kreditter	607 909	284 658	1 288 108	1 839 581	1 270 874	1 284 400
Leverandørgjeld og andre bet. forpliktelser	198 579	325 681	400 390	272 761	215 505	132 518
Avsetninger	172 439					-
Finansielle instrumenter	2 589	6 361	-	66 216	12 424	7 640
Betalbar skatt	18 711	24 729	23 603	19 464	27 079	16 651
Annen påløpt kostnad og utsatt inntekt	312 041	314 682	328 385	433 994	925 474	569 091
Sum kortsiktige forpliktelser	1 312 268	956 111	2 040 486	2 632 016	2 451 356	2 010 300
Sum forpliktelser	4 289 224	4 297 262	5 109 076	11 152 761	8 189 890	6 620 600
Sum egenkapital og forpliktelser	7 239 812	8 234 568	9 197 239	16 685 464	13 869 498	13 159 800

6.3.4 Kommentarer til utvalgte poster

For egenkapital og gjeldssiden i balansen velger jeg å kommentere både utviklingen i egenkapitale og den samlede gjelden.

6.3.4.1 Egenkapital

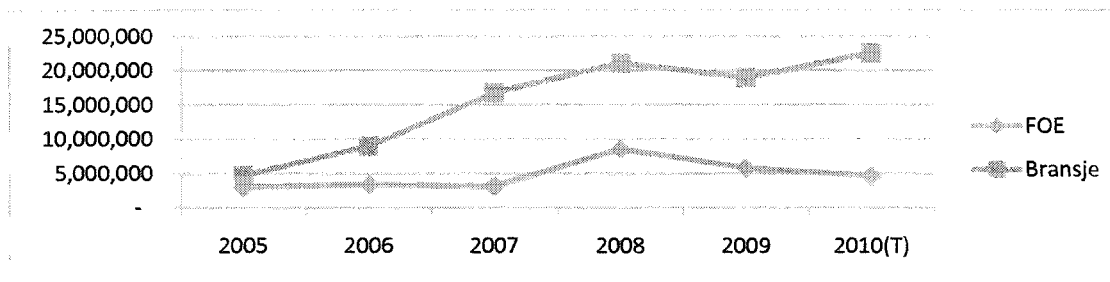


Figur 6-9 Utvikling i egenkapitalen

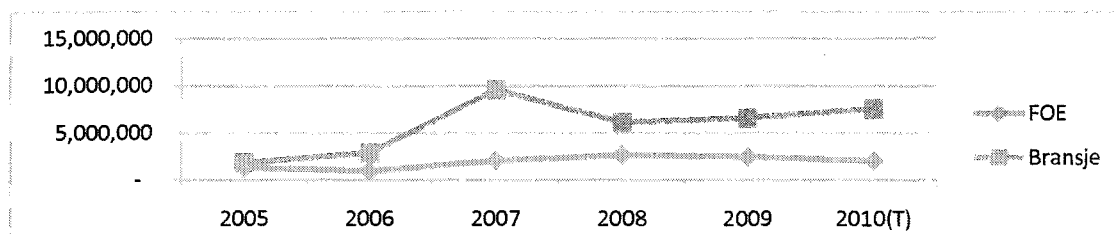
Figuren over illustrerer egenkapitalen til FOE og bransjeutvalget i analyseperioden. FOE har hatt en jevn økning i sin egenkapital for heleperioden og bransjeutvalget har hatt en mer signifikant økning. Mens FOE har verdier på rundt 6 milliarder i egenkapital, har bransjeutvalget i overkant av 25 milliarder i egenkapital i 2010(T)

6.3.4.2 Langsiktig gjeld

Figur 6-10 viser utviklingen i langsiktig gjeld for både FOE og bransjeutvalget. Bransjeutvalget har hatt en stigning gjennom hele perioden med unntak i 2009, dette henger sammen med utviklingen i eiendom, anlegg og utstyr. FOE har hatt en stabil lagsiktig gjeld, med en økning i 2008.



Figur 6-10 utvikling i langsiktig gjeld



Figur 6-11 utvikling i kortsiktig gjeld

I figuren over kan en se utviklingen i den kortsiktige gjelden. FOE har hatt en stabil, men noe økende kortsiktig gjeld i perioden. Bransjeutvalget har hatt noe mer sigende trend med ett toppunkt i 2007.

6.4 Omgruppering og normalisering av regnskap

Som eier, eller potensiell eier av et selskap har du et annet syn på selskapets finansielle stilling enn du ville hatt om du var kreditor (Penman (2010)). Et regnskap utarbeides for kreditorer og dette må en ta hensyn til om en skal verdsette selskapet.

I følge Gjesdal (2007) er det tre generelle steg for å omgruppere regnskapet for eierskap og kontroll, disse er:

- Håndtere brudd på kongruensprinsippet.
- Normalisering: Skille mellom normale og unormale poster.
- Skille mellom driftsrelaterte og driftsfremmede eiendeler samt skille mellom rentebærende og «rentefri» gjeld

Et annet steg som ville vært nødvendig om FOE ikke rapporterte etter regnskapsstandarden til IFRS er å gruppere om avsatt utbytte til egenkapital. Siden FOE rapporterer etter IFRS er dette ikke nødvendig da avsatt utbytte ikke rapporteres.

6.4.1 Brudd på kongruensprinsippet

Brudd på kongruensprinsippet er såkalt "dirty surplus". Dette er at inntekter og kostnader blir direkte ført mot egenkapitalen og dette er med få unntak i følge regnskapsloven tillatt. I FOE er sitt tilfelle det gjort i tilknytning til de utenlandske datterselskapene og dette er lovlig, oppstillingen under viser nettoresultat til egenkapitalen justert for "dirty surplus" og netto betalt utbytte.

Tabell 6-5 "Dirty surplus" og utgående egenkapital

	2005	2006	2007	2008	2009	2010(T)
Inngående egenkapital	2,241,805	2950588	3937306	4088163	5532703	5679608
Årsresultat	-15679	973806	1391918	2096635	2754152	1796700
+ "Dirty surplus"	395385	-293906	-636249	1095294	-950644	-553300
= Nettoresultat	379706	679900	755669	3191929	1803508	1243400
- Betalt utbytte	0	0	-659861	-1667256	-1,656,600	-383,808
+ Netto kapitalinnskudd	329059	306819	55048	-80133	0	0
= Netto utbytte	329059	306819	-604813	-1747389	-1656600	-383808
= Utgående egenkapital	2950588	3937306	4088163	5532703	5679608	6539200

6.4.2 Normalisering

Som andre ledd i omgrupperingen er det nødvendig å skille mellom normale og unormale poster i resultatregnskapet. I 2006 og 2008 har FOE hatt nedskrivning av driftsrelaterte eiendel og i årene 2007-2009 har FOE opplevd tap på salg av driftsrelaterte eiendeler. I 2005 er det utført et tvangssalg av aksjer i Navis AS. Alle disse postene blir i tabellen under justert ut til et unormalt driftsresultat før skatt.

Tabell 6-6 unormalt driftsresultat før skatt

	2005	2006	2007	2008	2009	2010(T)
Unormal driftsinntekt						
+ Nedskrivning av driftsrelaterte eiendeler	0	-19881	0	-35029	0	0
+ Tap ved salg av driftsrelaterte eiendeler	0	0	-625	-737	-386	0
+ Andre unormale kostnader	-33683					
= Unormalt driftsresultat før skatt	-33,683	-19,881	-625	-35,766	-386	0

For å finne unormalt netto driftsresultat er det nødvendig å finne skatt på unormalt driftsresultat og unormal skatt på normalt driftsresultat. For skatten på skatten på det unormale unormale driftsresultatet benyttes driftsskattesatsen beskrevet i formelen på neste side.

$$\text{Driftsskattesats} = \frac{\text{skattekostnad} - 0,28 \cdot (\text{finansresultat} + \text{unormalt finansresultat})}{\text{driftsresultat} + \text{unormalt driftsresultat}}$$

Den generelle regelen i Norge er at finansinntekter skal ha 28 % skatt, dette er i praksis ikke tilfelle og en observerer skatt på disse postene som avviker fra dette. En tommelfingerregel er å benytte 14 % på finansinntekter og 28 % på finanskostnader. Jeg velger å bruke denne tommelfingerregelen i min beregning. Jeg kalkulerer driftskatesatsen år for år og finner at den gjennomsnittlige satsen ligger under 6 %. For å finne den normaliserte skatesatsen som benyttes for unormal skatt på normalt resultat, bruker jeg dette gjennomsnittet og trekker det fra driftsskattesatsen år for år. Nedenfor presenteres unormalt netto driftsresultat.

Tabell 6-7 unormalt netto driftsresultat

	2,005	2,006	2,007	2,008	2,009	2010(T)
Skatt på unormalt driftsresultat	-563	-332	-10	-597	-6	-
+ Driftsrelatert dirty surplus	395,385	-293,906	-636,249	1,095,294	-950,644	-553,300
+ Unormal driftsskatt på normalt driftsresultat	34,536	-13,951	-52,252	-63,797	-77,813	-34,862
= Unormalt netto driftsresultat	397,680	-326,064	-687,129	997,141	-1,026,840	-588,162

Det siste leddet i normaliseringen er å finne unormalt finansposter. Disse postene er knytte il valutatransaksjoner og andre poster som kan sies å være unormale i forhold til FOE sin drift.

Tabell 6-8 Unormalt finansresultat

År (alle tall i tusen)	2005	2006	2007	2008	2009	2010(T)
Gevinst finansielle instrumenter	8168	46700	21280	3892	209708	27000
Annen finansinntekt	336	570	353	12		-
Valutagevinst	100558	12914	86427	50044	121267	105000
Unormal finansinntekt	109062	60184	108060	53948	330975	132000
Tap finansielle instrumenter	-118090	0	547	-306163	-71108	-191000
Annen finanskostnader	-23530	-76194	-11259	-25315	-24230	-1600
Valutatap	-55981	-56820	-54316	-73161	-272418	-25700
Unormal finanskostnad	-197601	-133014	-65028	-404639	-367756	-218300
Netto unormal finansresultat før skatt	-88539	-72830	43032	-350691	-36781	-86300
Skatt 28%	24791	20392	-12049	98193	10299	24164
Netto unormalt finansresultat etter skatt	-63748	-52438	30983	-252498	-26482	-62136

Som en kan se av tabellen på forrige side er alle tap/gevinster på finansielle instrumenter plukket ut som unormale. Det er også annen finansinntekt/kostnad og valutatap. Jeg har forutsatt en skattesats på 28 % i forhold til det unormale finansresultatet.

6.4.3 Omgruppering av balanseposter

Balansen som er presentert i kapittel 6.3 skiller ikke klart mellom driftsrelaterte og driftsfremmende eiendeler, og den skiller heller ikke klart mellom rentefri/driftsrelatert gjeld og rentebærende gjeld. I balansen vil jeg skille mellom driftseiendeler og driftskapital.

Driftseiendelene består av driftsrelaterte anleggs og omløpsmidler, driftsrelatert langsiktig og kortsikt gjeld, samt driftsrelatert arbeidskapital. Driftsrelaterte anleggsmidler er immaterielle eiendeler, varige driftsmidler (eiendom, anlegg og utstyr) og andre driftstilknnyttede investeringer med varighet over 1 år. Den driftsrelaterte gjelden er et som regnes som rentefri gjeld, dette kan være avsetninger i tilknytning pensjon og utsatt skatt. De driftsrelaterte omløpsmidlene er varelager, kortsiktige driftsrelaterte investeringer og kundefordringer.

Netto driftskapital består av egenkapitalen og minoritetsinteressene, finansielle anleggs og omløpsmidler, netto langsiktig finansiell gjeld og kortsiktig finansiell gjeld. De finansielle omløpsmidlene er kontanter og kontantekvivalenter, mens de finansielle anleggsmidlene er finansielle

fordringer som ikke er direkte knyttet til driften. Den finansielle gjelden er både langsiktig og kortsiktig, det som skiller denne fra den driftsrelaterte gjelde er at den er rentebærende.

Jeg har utført denne omgrupperingen for FOE og bransjeutvalget og presenterer den omgrupperte balansen for FOE i kapittel 0.

6.4.4 Målefeil

Et siste steg i normaliseringen og omgrupperingen av regnskapet ville vært å justere for målefeil. Jeg ser på dette som en meget tidskrevende oppgave, og siden jeg skriver denne oppgaven alene vil jeg ikke utføre slike justeringer. Jeg vil derimot presentere de typer av målefeil som kan forekomme og hvilke implikasjoner dette kan få for den videre analysen.

Det finnes hovedsakelig tre typer av målefeil, nummer en målefeil i tilknytning regnskapsregler, nummer to er målefeil i tilknytning feilperiodisering og nummer tre er målefeil i tilknytning kreativ regnskapsføring.

Målefeil av typen som forekommer når regnskapsreglene tilsier at verdier rapporteres til annen verdi en faktisk verdi. Disse oppstår for FOE når en regnskapsfører etter historisk kost prinsippet som ligger til grunn for IFRS regnskapsreglene.

I tilknytning periodisering av kostnader kan det forekomme feil ved at større/mindre kostnader/inntekter skulle vært tillagt en annen periode. Avskrivning av driftseiendeler og reelle kundefordringer kan være årsak til slike målefeil.

Målefeil som følge av kreativ regnskapsføring forekommer når ledelsen bevist manipulerer regnskapstall. Et kjent eksempel på slik manipulasjon var Enron skandalen. Her manipulerte ledelsen i selskapet bevist regnskapet og fikk det godkjent av ett av de store revisjonsfirmaene på verdensbasis; Arthur Andersen. Jeg ser det som lite sannsynlig at ledelsen i FOE bevist har manipulert regnskapstallene. Revisorene i KPMG bekrefter også at regnskapsreglene er fulgt.

Når disse målefeiltypene er forklart er det også på sin plass å forklare at justering av slike målefeil kan skape mer feil.

6.4.5 Presentasjon av omgruppert regnskap

I følgende underkapitler blir både omgruppert resultatregnskap og omgruppert balanse for FOE presentert.

6.4.5.1 Omgruppert resultatregnskap

I det omgrupperte resultatregnskapet har jeg skilt mellom det normale og det unormale for verdiskapningen som FOE gjør. Omgruppert resultatregnskap kan sees på neste side.

Tabell 6-9 omgruppert resultatregnskap

År (alle tall i tusen)	2005	2006	2007	2008	2009	2010(T)
Sum Driftsinntekter	2,882,880	4,048,184	4,276,981	5,786,773	6,600,042	5,616,000
Materialkostnader	-53,564	-12,476	-30,246	-46,789	-36,204	-33,580
Lønn og andre personalkostnader	-749,848	-877,916	-967,834	-1,121,591	-1,160,834	-1,076,697
Andre driftskostnader	-1,158,812	-1,448,754	-1,324,038	-1,281,739	-1,421,773	-1,318,723
Avskrivninger	-618,265	-479,745	-500,432	-692,658	-973,403	-1,128,400
Sum Driftskostnader	-2,580,489	-2,818,891	-2,822,550	-3,142,777	-3,592,214	-3,557,400
Driftsresultat	302,391	1,229,293	1,454,431	2,643,996	3,007,828	2,058,600
Driftsrelatert skattekostnad	-5,050	-20,529	-24,289	-44,155	-50,231	-34,379
Netto driftsresultat	297,341	1,208,764	1,430,142	2,599,841	2,957,597	2,024,221
Netto finansinntekter	6,659	20,444	24,710	27,614	17,301	23,760
Nettoresultat sysselsatt kapital	304,000	1,229,208	1,454,852	2,627,455	2,974,898	2,047,981
Netto finanskostnader	-144,919	-120,850	-81,935	-128,956	-120,330	-110,664
Nettoresultat til EK	159,081	1,108,358	1,372,918	2,498,499	2,854,568	1,937,317
Unormalt driftsresultat	393,221	-324,337	-682,460	1,006,013	-1,016,004	-581,632
Unormalt netto finansresultat	-63,748	-52,438	30,983	-252,498	-26,482	-62,136
Nettoresultat	488,554	731,584	721,441	3,252,014	1,812,081	1,293,549
Utbytte	329,059	306,819	-604,813	-1,747,389	-1,656,600	-383,808
Endring i EK	817,613	1,038,403	116,628	1,504,625	155,481	909,741

6.4.5.2 Omgruppert balanse

I den omgrupperte balansen er det som sagt skilt mellom driftsrelaterte og finansielle poster.

Tabell 6-10 omgruppert balanse

År (alle tall i tusen)	2,005	2,006	2,007	2,008	2,009	2010(T)
Driftsrelaterte anleggsmidler	5,492,806	6,295,383	7,260,446	10,549,233	10,128,308	10,426,100
Langsiktig driftsrelatert gjeld	289,555	249,729	199,731	397,297	287,719	376,000
Netto anleggsmidler	5,203,251	6,045,654	7,060,715	10,151,936	9,840,589	10,050,100
Driftsrelaterte omløpsmidler	983,120	1,012,260	1,215,925	2,455,676	1,721,835	1,887,500
Kortsiktig driftsrelatert gjeld	704,359	671,453	752,378	792,435	1,180,482	725,900
Driftsrelatert arbeidskapital	278,761	340,807	463,547	1,663,241	541,353	1,161,600
Netto driftseiendeler	5,482,012	6,386,461	7,524,262	11,815,177	10,381,942	11,211,700
Egenkapital	2,950,588	3,937,306	4,088,163	5,528,663	5,670,958	6,533,200
Minoritetsinteresser	-	-	-	4,040	8,650	6,000
Langsiktig finansiell gjeld	2,687,401	3,091,422	2,868,859	8,123,448	5,450,815	4,234,300
Finansielle anleggsmidler	46,776	6,294	5,954	6,721	5,228	54,000
Langsiktig netto finansiell gjeld	2,640,625	3,085,128	2,862,905	8,116,727	5,445,587	4,180,300
Kortsiktig finansiell gjeld	607,909	284,658	1,288,108	1,839,581	1,270,874	1,284,400
Finansielle omløpsmidler	717,110	920,632	714,914	3,673,834	2,014,127	792,200
Kortsiktig netto finansiell gjeld	-109,201	-635,974	573,194	-1,834,253	-743,253	492,200
Netto finansiell gjeld	2,531,424	2,449,154	3,436,099	6,282,474	4,702,334	4,672,500
Netto driftskapital	5,482,012	6,386,460	7,524,262	11,815,177	10,381,942	11,211,700

6.5 Forholdstallanalyse

Formålet med forholdstallanalysen er å avdekke hvor risikabelt FOE og bransjen er med tanke på likviditet, soliditet. Jeg vil også se på netto driftsrentabilitet for så å utføre en syntetisk rating for FOE og bransjeutvalget. Grunnlaget for forholdstallanalysen er den omgrupperte balansen og det omgrupperte resultatregnskapet.

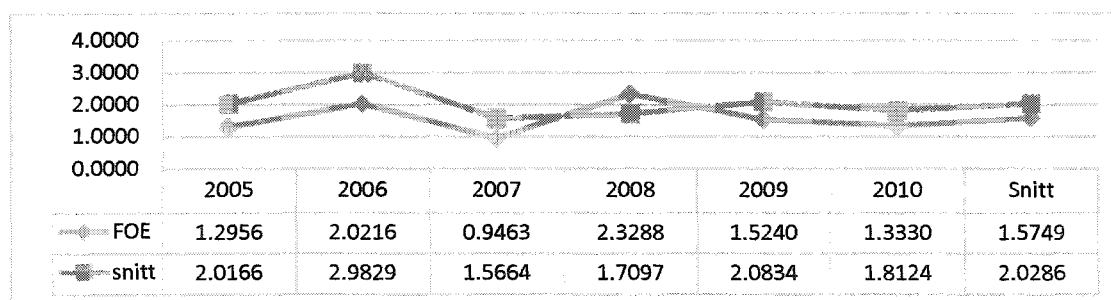
6.5.1 Likviditet

Likviditeten til et selskap sier noe om i hvor stor grad selskapet er i stand til å betale sine løpende forpliktelser. Jeg skal her gå gjennom likviditetsgrad 1, likviditetsgrad 2 og likviditetsgrad 3 for FOE og den komparative bransjen, hvorav likviditetsgrad 1 blir benyttet i ratingen av selskapene og bransjen i kapittel 6.5.4.

6.5.1.1 Likviditetsgrad 1

Likviditetsgrad 1 sier noe om forholdet mellom selskapets omløpsmidler og kortsiktige gjeld. En tommelfingerregel er at likviditetsgrad 1 skal være over 1.5, altså skal selskapet ha mer omløpsmidler enn kortsiktig gjeld.

$$lg1 = \frac{\text{Omløpsmidler}}{\text{Kortsiktig Gjeld}}$$



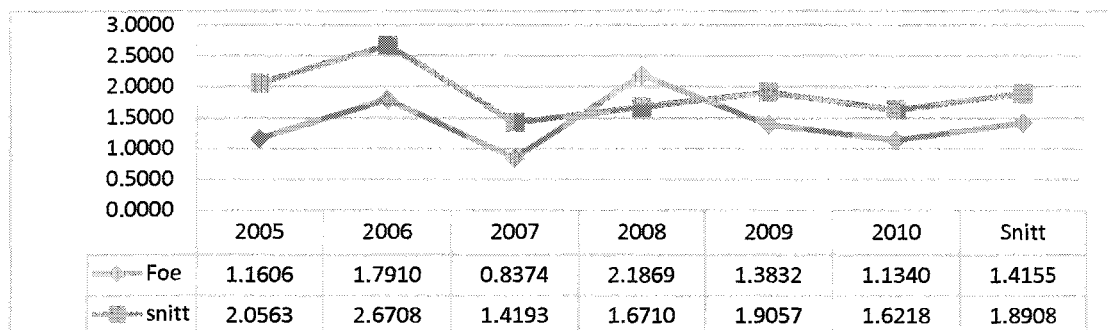
Figur 6-12 Likviditetsgrad 1 for FOE og bransje

FOE har generelt sett ligget lavere en bransjeutvalget med unntak av 2007. Med mål om å ligge over 1,5 har både bransjen og FOE et snitt for årene 2005-2010(T) som er over akseptabel lg1.

6.5.1.2 Likviditetsgrad 2

Med likviditetsgrad 2 måler en også bedriftens likviditet, men med de minst likvide omløpsmidlene fratrukket, altså varelager. En god regel er at denne skal være over 1.

$$lg2 = \frac{\text{Omløpsmidler} - \text{Varelager}}{\text{Kortsiktig Gjeld}}$$



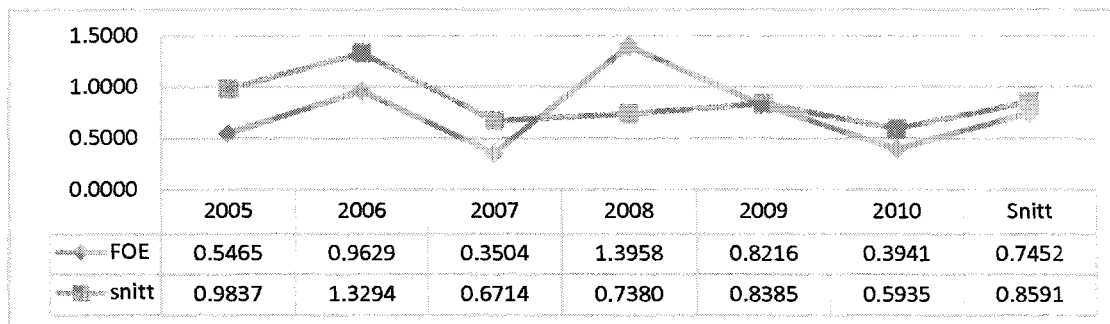
Figur 6-13 Likviditetsgrad 2 for FOE og bransje

Hvis en ser på figuren over kan en se at FOE har ligget under bransjen for alle år med unntak av 2008. En kan også se at både FOE og bransjen har en akseptabel likviditetsgrad, med unntak 2007 hvor FOE hadde 0,83.

6.5.1.3 Likviditetsgrad 3

Likviditetsgrad 3 viser forholdet mellom den kortsiktige gjelden til et selskap og dets mest likvide midler, altså kontanter og kontantekvivalenter. Som en regel bør dette tallet ligge over 0,33.

$$lg3 = \frac{\text{Kontanter og kontantekvivalenter}}{\text{Kortsiktig Gjeld}}$$



Figur 6-14 Likviditetsgrad 3 for FOE og bransje

Likviditetsgrad tre er den minst benyttede likviditetsgraden, men både bransjen og FOE ligger over akseptabelt nivå for hele analyseperioden. Bransjen ligger også her over FOE for de fleste årene.

6.5.2 Soliditet

I soliditetsanalysen vil jeg se på hvor stor del av FOE og bransjens kapital som er finansiert med egenkapital. Samt se på rentedekningsgrad og kapitalstruktur.

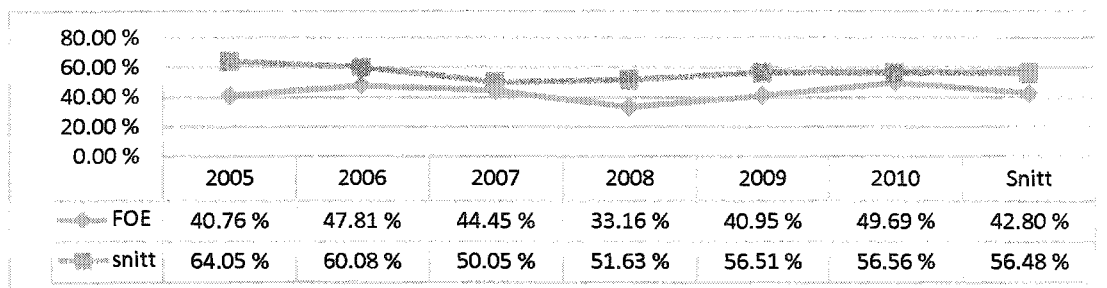
6.5.2.1 Egenkapitalandel

Et selskaps eiendeler kan være finansiert med enten gjeld eller egenkapital. Egenkapitalandelen viser hvor stor del av totalkapital som er finansiert med egenkapital og da også hvor stor del som er finansiert med gjeld.

$$ekp = \frac{EK}{TK}$$

Strategisk analyse og verdsettelse av Fred. Olsen Energy 2010

Tord Øverås



Figur 6-15 Egenkapitalprosent for FOE og bransje

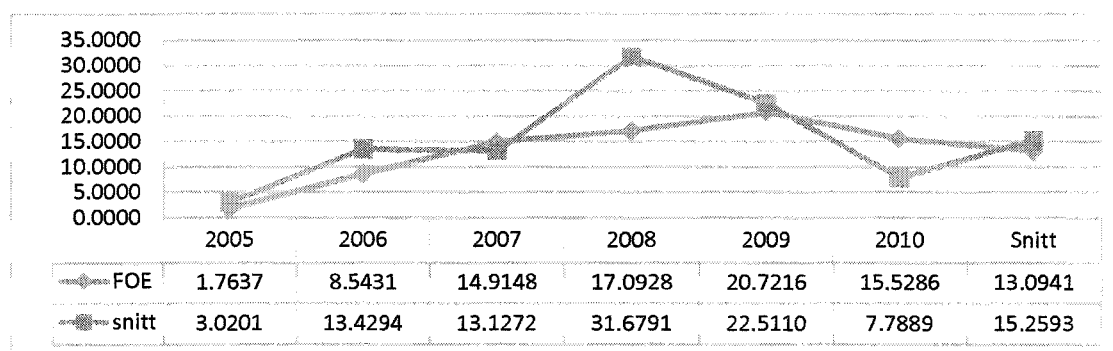
I hele analyseperioden ligger bransjen over FOE når det gjelder egenkapitalprosent og et snitt av analyseperioden viser at FOE har et gjennomsnitt på 42,8 % og bransjen har et snitt på 56,48 %.

6.5.2.2 Rentedeckningsgrad

Rentedeckningsgraden forteller om hvor godt et selskap er rustet til å betale sine finanskostnader. Forholdstallet utregnes ved å dividere netto driftsresultat pluss netto finansinntekter på netto finanskostnader. Det er vanlig å si at denne størrelsen bør være større en 3.

$$\text{Rentedeckningsgrad} = \frac{\text{netto driftsresultat} + \text{netto finansinntekter}}{\text{netto finanskostnader}}$$

Figuren under viser rentedeckningsgraden for FOE og bransjen. FOE har hatt en markant økning fra bunnen i 2005. Bransjen har ligget over FOE de fleste årene i perioden. Både FOE og bransjen har ligget på et akseptabelt nivå de siste årene.



Figur 6-16 Rentedeckningsgrad for FOE og bransje

6.5.2.3 Kapitalstruktur

For å bedre kunne se i hvor stor grad FOE og bransjen er solide har jeg satt opp en kapitalstruktur som viser hvordan selskapenes eiendeler er finansierte. En kan si at jo rasker kapitalen når bunnen i tabellen jo mindre risikabelt er selskapet.

I tabellen under viser jeg kapitalstrukturen til FOE.

Tabell 6-11 Kapitalstruktur FOE

	EK	Minoritets-interesser	Langsiktig driftsrelatert gjeld	Langsiktig finansiell gjeld	Kortsiktig driftsrelatert gjeld	kortsiktig finansiell gjeld	Total
Driftsrelaterte anleggsmidler	6,533,200	6,000	376,000	3,510,900			10,426,100
Finansielle anleggsmidler				54,000			54,000
Driftsrelaterte omløpsmidler				669,400	725,900	492,200	1,887,500
Finansielle omløpsmidler						792,200	792,200
TK	6,533,200	6,000	376,000	4,234,300	725,900	1,284,400	13,159,800

For å kunne se hvordan FOE er finansiert i forhold til bransjen har jeg valgt å sette opp en kapitalstruktur basert på relative tall både for FOE og bransjen.

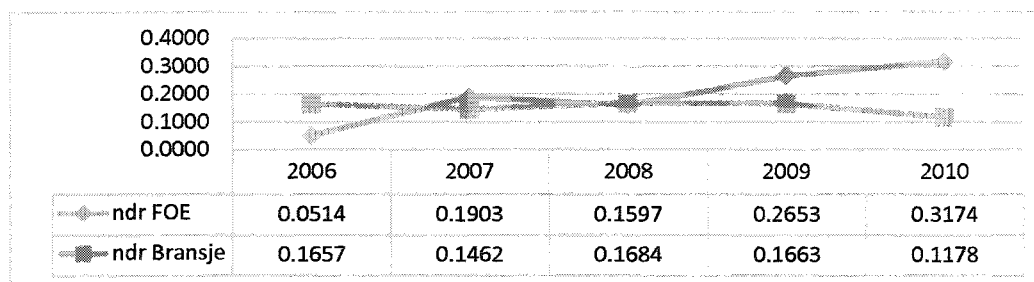
Tabell 6-12 Kapitalstruktur FOE og bransje

		EK	Minoritets-interesser	Langsiktig dr.rel gjeld	Langsiktig finansiell gjeld	Kortsiktig dr.rel gjeld	kortsiktig finansiell gjeld	Total
FOE	Driftsrelaterte anleggsmidler	62.7%	0.1%	3.6%	33.7%			100.0%
Snitt		76.6%	0.3%	7.7%	15.4%			100.0%
FOE	Finansielle anleggsmidler				100.0%			100.0%
Snitt					100.0%			100.0%
FOE	Driftsrelaterte omløpsmidler				35.5%	38.5%	26.1%	100.0%
Snitt					69.1%	30.9%		100.0%
FOE	Finansielle omløpsmidler						100.0%	100.0%
Snitt						12.5%	87.5%	100.0%
FOE	TK	49.6%	0.0%	2.9%	32.2%	5.5%	9.8%	100.0%
Snitt		53.0%	0.2%	5.3%	30.5%	4.0%	6.9%	100.0%

Som en kan se av tabellen over treffer bransjens kapital bunnen først og det kan virke som om bransjen er mindre risikabel en det FOE er.

6.5.3 Netto driftsrentabilitet

Som et siste steg i regnskapsanalysen vil jeg se på netto driftsrentabilitet. Dette forholdstallet viser avkastningen på netto driftseiendeler. Kommenteres og analyseres i større grad i neste kapittel.



Figur 6-17 netto driftsrentabilitet

En kan se en økende trend for FOE gjennom analyseperioden, mens bransjen har hatt en stabil netto driftsrentabilitet gjennom perioden.

6.5.4 Syntetisk rating

I ratingen benyttes de fire faktorene likviditetsgrad 1, rentedekningsgrad, egenkapitalprosent og netto driftsrentabilitet. Ratingen bunner ut i en årlig konkurssannsynlighet for foretaket som rangeres. Konkurssannsynligheten avgjør hvilken ekstra premie en legger til for eksempel gjeldskravet til FOE og de andre selskapene som rates.

Jeg velger å benytte meg av S&P (www.standardandpoor.com) sin ratingskala for å finne årlig konkurssannsynlighet og kredittrisikofaktor, som begge benyttes i avkastningskravet til FOE. Skalaen kan sees i vedlegg 3.

I de to følgende tabeller presenteres ratingen for FOE og bransjen. En kan lese av tabellene at både FOE og bransjen får en rating på A som i følge Standard & Poors gir en konkurrisisiko på 0,0024 og en kredittrisiko på 0,25. Ratingen for FOE presenteres med en oppsummering av forholdstallene fra analysen, mens for bransjen blir kun ratingen presentert.

Tabell 6-13 Syntetisk rating FOE

	2005	2006	2007	2008	2009	2010(T)	snitt
likviditetsgrad 1	1.30	2.02	0.95	2.33	1.52	1.33	1.57
ekp	0.41	0.48	0.44	0.33	0.41	0.50	0.43
rdg	1.76	8.54	14.91	17.09	20.72	15.53	13.09
ndr		0.05	0.19	0.16	0.27	0.32	0.20
likviditetsgrad 1	BB	A	B	A	BBB	BB	BBB
ekp	BBB	BBB	BBB	BB	BBB	BBB	BBB
rdg	BBB	AA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA
ndr	-	BB	AA	A	AA	AAA	A
Ratig FOE		A	A	A	A	A	A
Konkurssansynlighet		0,0024	0,0024	0,0024	0,0024	0,0024	0,0024
kredittrisikofaktor		0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25
Konkurssansynlighet							0,0024
kredittrisikofaktor							0,25

Bransjen får følgende rating basert på tall fra analysen:

Tabell 6-14 Syntetisk rating bransjen

likviditetsgrad 1	A	A	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB
ekp	A	A	BBB	BBB	A	A	A
rdg	A	AAA	AAA	AAA	AAA	AA	AAA
ndr		A	A	A	A	BBB	A
Rating bransjen		A	A	A	AA	A	A
		0,0024	0,0024	0,0024	0,0024	0,0024	0,0024
Konkurssansynlighet							0,0024
kredittrisikofaktor							0,25

6.6 Oppsummering regnskapsanalysen

I analysen presenteres og kommenteres resultatregnskap og balanse med utvalgte poster først. Det utføres en normalisering av regnskapet og balansen blir omgruppert med tanke på driftsfremmende og driftsrelaterte eiendeler samt rentefri og rentebærende gjeld. Til slutt i regnskapsanalysen analyseres likviditet og soliditet både for FOE og bransjen. Det fremkommer av analysen at FOE ligger lavere enn bransjen for de fleste forholdstallene som blir analysert. Og det kan sies at FOE er mer risikabel enn bransjen. Både FOE og bransjen rates med en syntetisk rating og begge oppnår kredittratingen A.

7 Analyse av lønnsomhet og vekst

I dette kapitlet skal jeg analysere lønnsomheten og veksten til FOE og bransjen gjennom analyseperioden.

7.1 Analyse av lønnsomhet

I dette kapitlet vil jeg beregne ulike rentabilitetsstall for FOE gjennom analyseperioden. Disse vil så bli sammenlignet med bransjen og dekomponert for videre analyse og sammenligning. Dette gjøres for å få en god forståelse av hvor lønnsom FOE har vært gjennom perioden jeg har valgt å analysere FOE i. En investor er gjerne opptatt av hva som skaper lønnsomheten i et selskap, derfor splitter jeg egenkapitalrentabiliteten som presenteres og analyseres i kapittel 7.1.1 opp i en drifts og en finansieringsdel som blir analysert i etterfølgende kapitler.

7.1.1 Analyse av egenkapitalrentabilitet

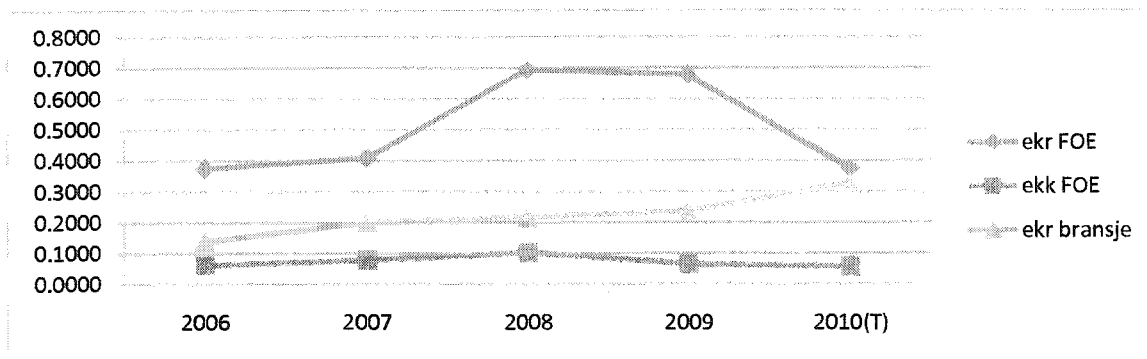
Egenkapitalrentabilitet (*ekr*) beskriver avkastningen på egenkapitalen for et selskap. Formelen under viser hvordan den kalkuleres. Ved å dividere nettoresultat til egenkapital på inngående egenkapital pluss endringer juster for inntjening til egenkapital i året. Dette vil gi etterskuddsrente i motsetning til kontinuerlig rente som en ville fått ved å bruke gjennomsnittlig egenkapital.

$$ekr = \frac{\text{Nettoresultat til ek}}{IB\ ek + \frac{(\text{Endring ek} - \text{nettoresultat til ek})}{2}}$$

Jeg har benyttet formelen over for å kalkulere *ekr* for FOE og bransjen gjennom analyseperioden. Figuren viser også egenkapitalkravet (*ekr*) for FOE.

Strategisk analyse og verdsettelse av Fred. Olsen Energy 2010

Tord Øverås



Figur 7-1 Egenkapitalrentabilitet

Figuren over viser som sagt egenkapitalrentabiliteten til FOE og bransjen fra 2006-2010(T). En kan se at FOE har ligget høyere enn bransjen i hele perioden, men sterkt avtagende fra 2009-2010(T), Bransjen derimot har hatt en stabil økning gjennom hele perioden. Sammenligner jeg egenkapitalrentabiliteten med egenkapitalkravet fra kapitlet om historisk avkastningskrav, har denne ligget høyere enn egenkapitalkravet i hele perioden.

Hvis jeg sammenligner egenkapitalrentabiliteten med egenkapitalkravet mer inngående kan jeg se at FOE har hatt positiv superrentabilitet gjennom hele perioden. Superrentabilitet kalkuleres ved å trekke egenkapitalkrav fra egenkapitalrentabilitet og resultatet for perioden 2006-2010 kan ses i tabellen under.

Tabell 7-1 Superrentabilitet

		2006	2007	2008	2009	2010(T)	snitt
egenkapitalrentabilitet	ekr FOE	0.3755	0.4087	0.6945	0.6777	0.3735	0.5060
Egenkapitalkrav	ekk FOE	0.0630	0.0783	0.1023	0.0660	0.0574	0.0734
Superprofitt		0.3125	0.3305	0.5922	0.6117	0.3161	0.4326

Som tabellen over viser, har FOE superprofitt gjennom hele perioden fra 2006-2010(T) og dette illustrerer en klar ressursbasert strategisk fordel. Dette er også et positivt signal til potensielle investorer da selskapets driftsmidler skaper mer lønnsomhet enn det en investor krever gjennom avkastningskravet til egenkapitalen.

Egenkapitalrentabiliteten kan dekomponeres i en driftsdel og en finansieringsdel. Siden minoritetsinteressene er forsvinnende små blir disse utelatt i denne analysen. Sammenhengen kan illustreres ved følgende formel:

$$ekr = ndr + (ndr - nfgr) \cdot nfgg$$

Hvor:

- ekr = egenkapitalrentabilitet
- ndr = netto driftsrentabilitet
- nfgr = netto finansiell gjeldsgrad
- nfgg = netto finansiell gjeldsrente

Jeg vil i de neste kapitlene gå gjennom både drift og finansieringsdelen som er inkludert i egenkapitalrentabiliteten.

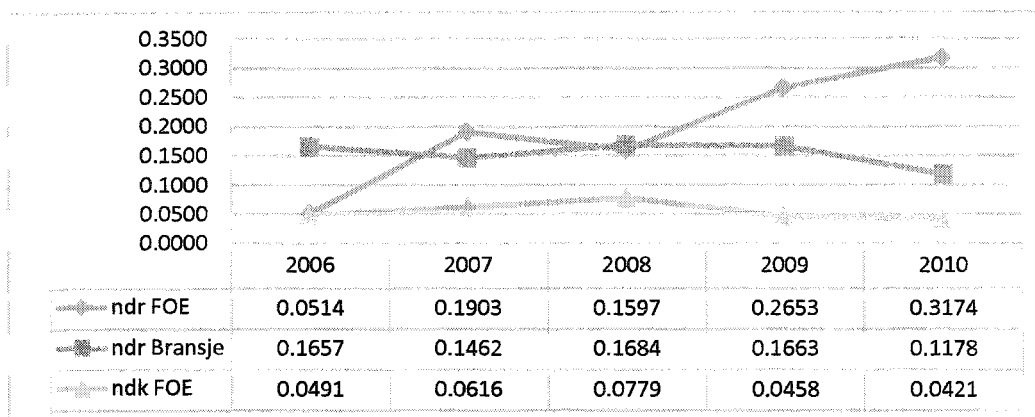
7.1.2 Analyse av drift

Analyse av drift foregår hovedsakelig ved å kalkulere og analysere netto driftsrentabilitet (ndr), som er avkastningen til netto driftseiendeler (nde). Rentabiliteten kalkuleres ved å dividere netto driftsresultat (ndre) på netto driftseiendeler pluss endring i netto driftseiendeler minus driftsresultat dividert på to. Formelen under viser sammenhengen med etterskuddsrente.

$$ndr = \frac{ndre_t}{nde_{t-1} + \frac{endring\ i\ nde_t - ndre_t}{2}}$$

Figuren under viser ndr for FOE og bransjen supplementert med netto driftskrav for FOE.

Tord Øverås



Figur 7-2 Netto driftsrentabilitet

Det som kan ses av grafen i figuren over, er at FOE frem til 2008 har ligget under eller på samme nivå som bransjen med tanke på netto driftsrentabilitet. I 2009 og 2010 har rentabiliteten tatt seg betraktelig opp, mens bransjen har gått ned. Hvis jeg sammenligner netto driftsrentabilitet med netto driftskrav har dette ligget lavere en netto driftsrentabilitet i hele perioden. Dette er et positivt signal for investorer.

Hvis en vil dekomponere ndr, bestå den av netto driftsmargin og omløp til netto driftseiendeler. Ser en på formelen for kontinuerlig rente ser den slik ut:

$$ndr = \frac{\text{Netto driftsresultat}_t}{\text{Driftsinntekter}_t} \cdot \frac{\text{Driftsinntekter}_t}{\text{Netto driftseiendeler}_{t-1}}$$

Første leddet er netto driftsmargin og andre leddet er omløpet til netto drifteideler. Disse blir beskrevet og analysert i de to etterfølgende underkapitler.

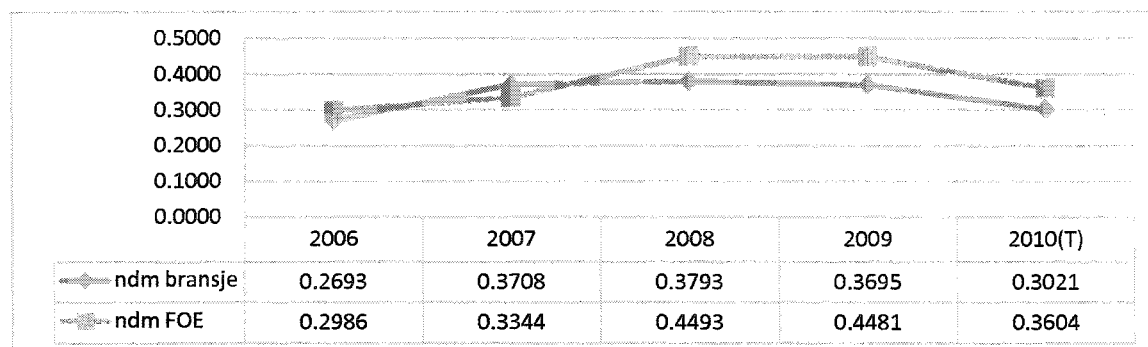
7.1.2.1 Netto driftsmargin

Netto driftsmargin vier hvor stor del av omsetningen som går til netto driftsresultat og kan beregnes på følgende måte:

$$ndm = \frac{\text{Netto driftsresultat}}{\text{Driftsinntekter}}$$

Strategisk analyse og verdsettelse av Fred. Olsen Energy 2010

Tord Øverås



Figur 7-3 Netto driftsmargin

Som en kan se av figur har FOE hatt høyere ndm enn bransjeutvalget fra 2008-2010(T). En kan også se at ndm har vært avtagende for både bransjen og FOE det siste året. Gjennomsnittlig har FOE hatt en ndm på ca 38 % gjennom analyseperioden mens bransjeutvalget har ligget på en gjennomsnittlig ndm på ca 34 %.

7.1.2.1.1 Common Size

I forhold til videre å analysere netto driftsmargin er det vanlig å utføre en såkalt "common size" analyse. I en slik analyse setter en alle postene i resultatregnskapet relativ til driftsinntektene. I tabellen under er regnskapet for FOE satt opp for hele perioden mens for bransjen er det kun regnet et snitt for perioden.

År (alle tall i tusen)	2005.00	2006.00	2007.00	2008.00	2009.00	2010(T)	snitt	Bransje
Sum Driftsinntekter	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
Materialkostnader	(0.02)	(0.01)	(0.01)	(0.01)	(0.01)	(0.01)	(0.01)	(0.15)
Lønn og andre personalkostnader	(0.26)	(0.24)	(0.23)	(0.19)	(0.18)	(0.19)	(0.21)	(0.05)
Andre driftskostnader	(0.40)	(0.33)	(0.31)	(0.22)	(0.22)	(0.23)	(0.29)	(0.47)
Avskrivninger	(0.21)	(0.12)	(0.12)	(0.12)	(0.15)	(0.20)	(0.15)	(0.15)
Sum Driftskostnader	(0.90)	(0.70)	(0.66)	(0.54)	(0.54)	(0.63)	(0.66)	(0.60)
Driftsresultat	0.10	0.36	0.34	0.46	0.46	0.37	0.35	0.40
Driftsrelatert skattekostnad	(0.00)	(0.01)	(0.01)	(0.01)	(0.01)	(0.01)	(0.01)	(0.06)
Netto driftsresultat	0.10	0.35	0.33	0.45	0.45	0.36	0.34	0.33
Netto finansinntekter	0.00	0.01	0.01	0.01	0.00	0.01	0.01	0.01
Nettoresultat sysselsatt kapital	0.11	0.36	0.34	0.45	0.45	0.37	0.35	0.34
Netto finanskostnader	(0.06)	(0.02)	(0.02)	(0.03)	(0.02)	(0.02)	(0.03)	(0.04)
Nettoresultat til EK	0.05	0.34	0.32	0.43	0.43	0.34	0.32	0.30

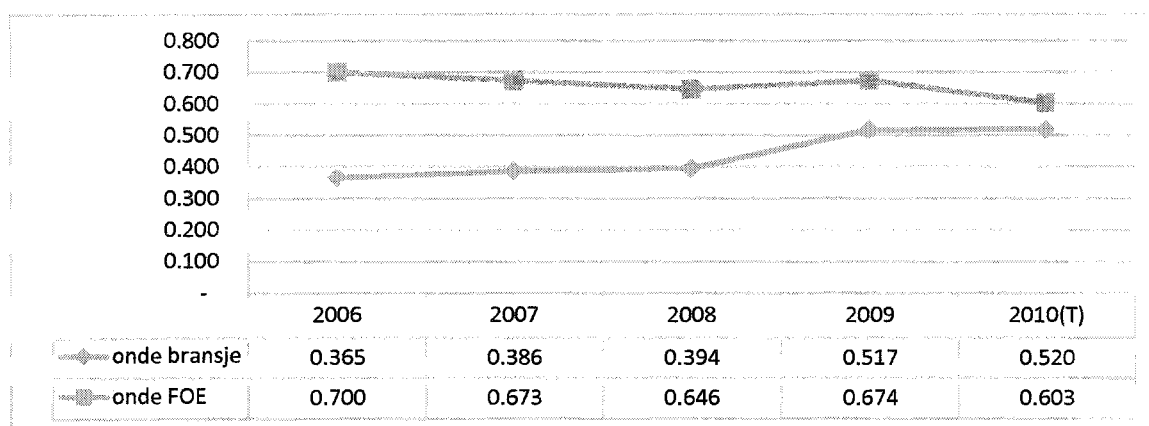
Det som er mest påfallende i denne analysen er andel lønnskostnader, som for FOE er 21 % mens bransjeutvalget kun har en andel på 5 %. FOE har igjen lavere andel andre driftskostnader enn bransjeutvalget og driftsresultatet som gjennomsnitt for hele perioden er 35 % for FOE og 40 % for bransjeutvalget. For analyse av de andre postene er disse analysert mer inngående i regnskapsanalysen.

7.1.2.2 Omløp netto driftseiendeler

Omløpet til netto driftseiendeler, eller kapitaleffektivitet, viser hvor godt et selskap klarer å skape driftsinntekter med sine eiendeler (netto drifts eiendeler). Onde kan kalkuleres på følgende måte:

$$\text{onde} = \frac{\text{Driftsinntekter}_t}{\text{NDK}_{t-2} + \frac{\text{endring NDK} - \text{NDR}_t}{2}}$$

Også her blir det kalkulert etterskuddsvis og kunne ved kontinuerlig rente blitt beregnet ved å dividere driftsinntekter på netto driftseiendeler.



Figur 7-4 Omløp netto driftseiendeler

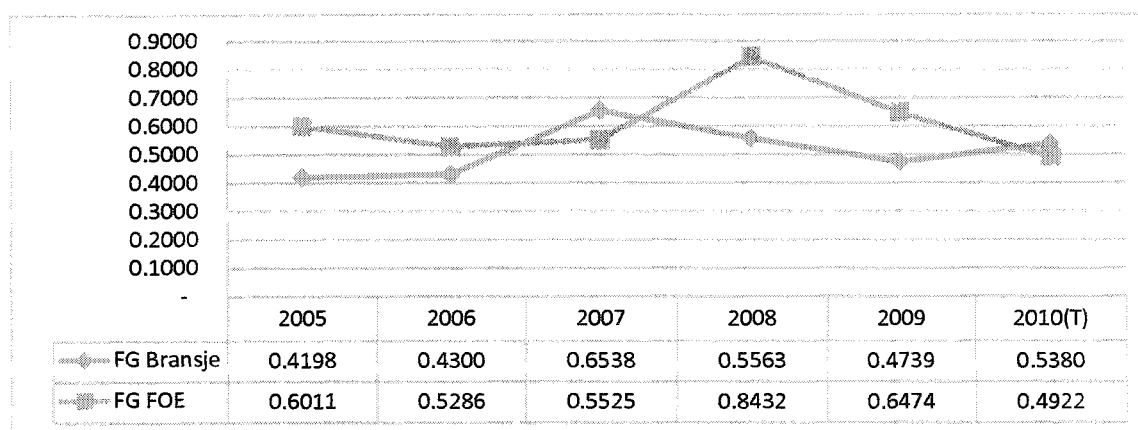
Som en kan se av figuren over har omløpet på netto driftseiendeler for FOE ligget høyere enn bransjeutvalget for hele perioden. Det som er interessant er at FOE har hatt ett avagende omløp på sine netto driftseiendeler, mens bransjen har hatt et stigende omløp. Bransjen har i så måte nesten hentet inn det forspranget FOE har hatt gjennom perioden.

7.1.3 Analyse av finansiering

I analysen av finansieringen skal jeg se på hvilke effekter FOE har hatt av å låne penger. For et selskap lønner det seg å låne penger hvis finansiell gjeldsrente er lavere enn netto driftsrentabilitet. Jeg begynner kapitlet med å se på andel finansiell gjeld og finansielle eiendeler i forhold til netto driftskapital for så å se på finansiell gjeldsrente og gearing.

7.1.3.1 Finansiell gjeld og eiendeler

Som sagt over vil jeg her se på utviklingen i finansiell gjeld, finansielle eiendeler og netto driftskapital. Figuren under illustrerer forholdet mellom finansiell gjeld og netto driftskapital.



Figur 7-5 Finansiell gjeld

Som en kan se av Figur 7-5 har FOE sin finansielle gjeldsandel vært stigende frem til 2008 og avtagende siden. Bransjen har hatt en avtagende utvikling i finansiell gjeldsandel med en økning siste år.

Som en kan se av figuren under har andelen finansielle eiendeler vært avtagende de tre siste årene. Det samme gjelder for bransjen, med unntak av for 2010(T) hvor jeg ser en liten økning.



Figur 7-6 Finansielle eiendeler

Hvis en ser på finansielle eiendeler og finansiell gjeld i sammenheng kan se at en investering i FOE kan regnes som mer risikabel enn bransje. Dette pga lavere andel finansielle eiendeler og tilnærmet lik andel finansiell gjeld.

7.1.3.2 Finansiell gearing

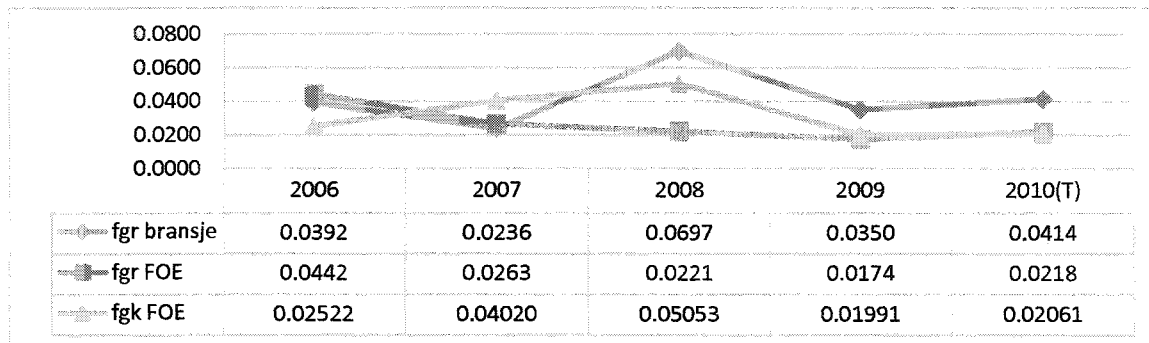
Nå når jeg har sett på finansiell gjeld og finansielle eiendeler, vil jeg se på finansiell gearing. Finansiell gearing er forholdet mellom netto driftsrentabilitet og netto finansiell gjeldsrente multiplisert med netto finansiell gjeldsgrad.

Jeg begynner med å kalkulere finansiell gjeldsrente med følgende formel:

$$fgr = \frac{NFK_t}{FG_{t-1} + \frac{\text{endring i FG} - NFK_t}{2}}$$

Formelen sier at finansiell gjeldsrente er netto finansiell kostnader dividert på gjennomsnittlig finansiell gjeld justert for netto finanskostnader.

I figuren under er finansiell gjeldsrente for FOE og bransjen kalkulert. I tillegg er FOE sitt finansielle gjeldskrav tatt med.



Figur 7-7 finansiell gjeldsrente

Figuren over viser at FOE har hatt en noe avtagende finansiell gjeldsrente gjennom perioden som har ligget lavere eller vært lik det finansielle gjeldskravet fra kapittel 5.3. Bransjen har siden 2008 hatt en høyere finansiell gjeldsrente en FOE. For året 2006 kan en observere at kreditorene har tatt seg for mye betalt i forhold til gjeldskravet. Dette er i årene 2007 og 2008 vært omvendt og gjeldsrenten har ligget under kravet.

Nå har jeg kalkulert de komponentene som trengs for å beregne den finansielle gearingen. Resultatet av denne kalkulasjonen kan sees i Tabell 7-1.

Tabell 7-2 Finansiell gearing

	2006	2007	2008	2009	2010(T)
ndr	0.0514	0.1903	0.1597	0.2653	0.3174
- fgr	0.0442	0.0263	0.0221	0.0174	0.0218
= Margin	0.0072	0.1640	0.1377	0.2479	0.2956
* fgg	0.5286	0.5525	0.8432	0.6474	0.4922
= Gearing	0.0038	0.0906	0.1161	0.1605	0.1455

For FOE har den finansielle gearingen vært positiv i hele analyse perioden og gearingen har som sådan hatt positiv effekt på egenkapitalrentabiliteten. Utviklingen har vært økende frem til 2009 med en avgang i 2010(T).

Hvis en sammenligner den finansielle gearingen til FOE med bransjens gearing kan vi se at FOE har hatt en markant høyere finansiell gearing enn bransjen fra 2007 til 2010(T).



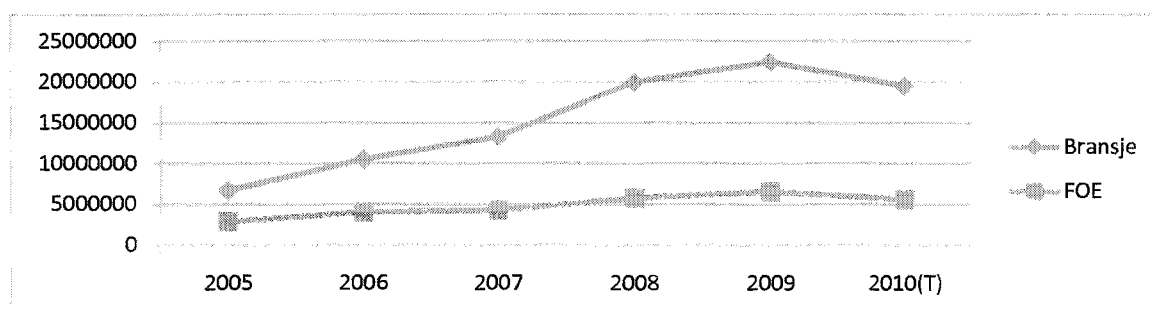
Figur 7-8 Finansiell gearing

7.2 Analyse av vekst

I og med at det er en viss sammenheng mellom fremtidig og historisk vekst og dette er såpass viktig for en fundamental verdsettelse velger jeg å analysere veksten til FOE og bransjeutvalget. I analysen av vekst vil jeg se på driftsinntektsvekst og resultatvekst både for FOE og bransjeutvalget.

7.2.1 Driftsinntektsvekst

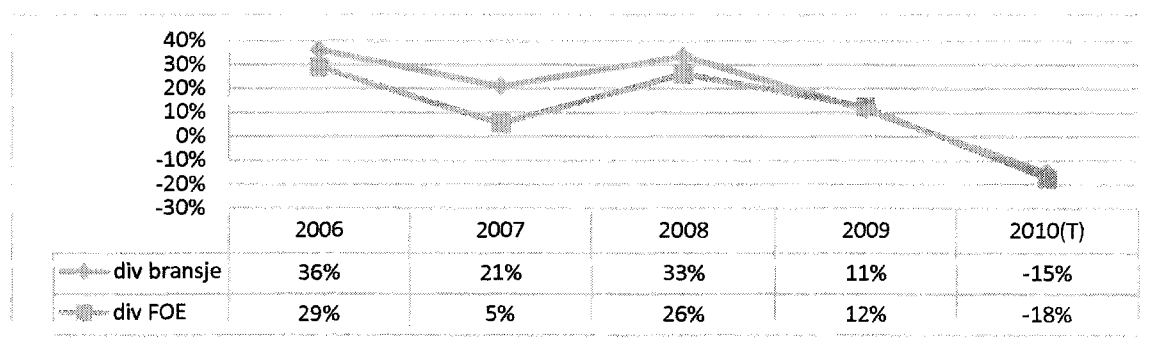
Jeg begynner med å se på driftsinntektene for FOE og bransjen i absolutte tall. Dette vil gi en god pekepinn på hvordan FOE ligger an i forhold til bransjen. Som en kan se av figuren under har både FOE og bransjen hatt stigende driftsinntekter. Det som er mest påfallende å peke på er at FOE ikke har hatt like bratt stigning som bransjen og ligger mye lavere. Dette har noe med at bransjeutvalget generelt sett er mye større en FOE og har i perioden 2006 -2010 kunnet utnytte sitt store antall rigger til det fulle.



Figur 7-9 Driftsinntektsvekst

Hvis jeg ser på veksten i relative tall er trenden ganske lik, men også her ligger bransjeutvalget over FOE de fleste årene. Grafen illustrerer også at både FOE og bransjen har hatt en nedgang i driftsinntektene fra 2008-2010(T). Driftsinntektsveksten kalkuleres på følgende måte:

$$\text{driftsinntektsvekst} = \frac{\text{endring i driftsinntekter}}{\text{driftsinntekter}_{t-1}}$$

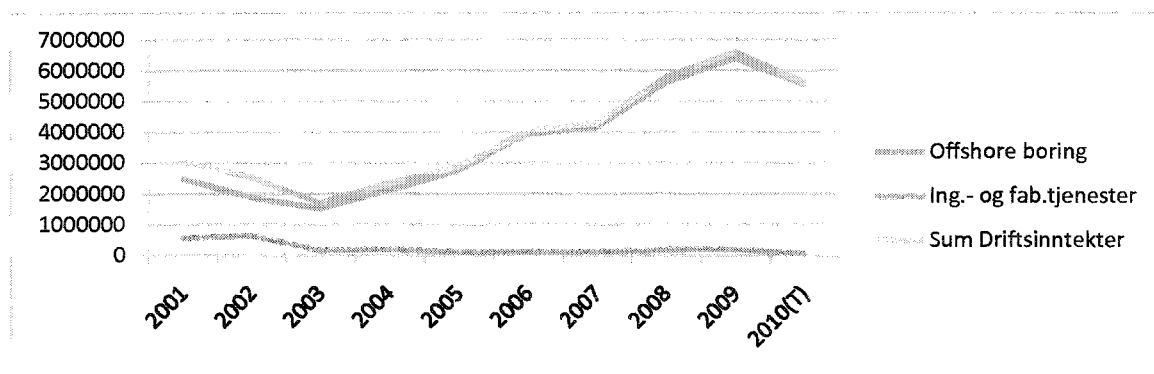


Figur 7-10 Driftsinntektsvekst endring

Hvis jeg trekker FOE ut for seg selv og ser på veksten i driftsinntekter fordelt på divisjonen i et lengre perspektiv, vil jeg få med de sykliske sammenhengene i offshorebransjen.

Strategisk analyse og verdsettelse av Fred. Olsen Energy 2010

Tord Øverås



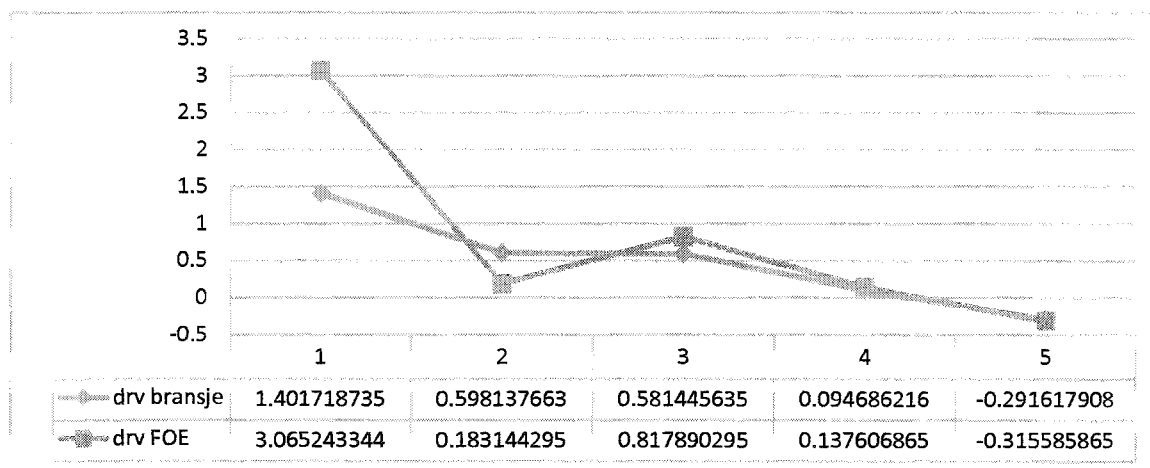
Figur 7-11 Driftsinntektsvekst FOE divisjoner

Figur 7-12 viser driftsinntektene tilbake til år 2001. Som en kan se av grafen har driftsinntektene tilknyttet ingeniør og fabrikkdivisjon vært betydelig høyere enn den er pr i dag. En kan også se at FOE har vært inne i stigende trend fra rundt 2003. Dette sammenfaller med den oppgangen en har sett i offshorebransjen, dog har FOE hatt en noe lavere vekst.

7.2.2 Driftsresultatvekst

Som en del av vekstanalysen vil jeg som sagt se på driftsresultatsveksten til både FOE og bransjeutvalget. Driftsresultatveksten kan kalkuleres på følgende måte:

$$drv = \frac{\text{endring i driftsresultat}}{\text{Driftsresultat}_{t-1}}$$



Figur 7-12 Driftsresultatvekst

Strategisk analyse og verdsettelse av Fred. Olsen Energy 2010

Tord Øverås

I figuren over har jeg kalkulert driftsresultatveksten og en kan se en fallende trend i økningen både for bransjeutvalget og FOE.

For å se på resultatveksten fra 2005 til 2010 med utgangspunkt i hele resultatregnskapet, har jeg valgt å bruke 2005 som benchmark. Postene fra årene 2006-2010(T) er således dividert på postene for året 2005 slik at all endring er relativ for postene i 2005.

Tabell 7-3 vekstanalyse resultatregnskap

År (alle tall i tusen)	2005	2006	2007	2008	2009	2010(T)
Sum Driftsinntekter	1.00	1.40	1.48	2.01	2.29	1.95
Materialkostnader	1.00	0.23	0.56	0.87	0.68	0.63
Lønn og andre personalkostnader	1.00	1.17	1.29	1.50	1.55	1.44
Andre driftskostnader	1.00	1.25	1.14	1.11	1.23	1.14
Avskrivninger	1.00	0.78	0.81	1.12	1.57	1.83
Sum Driftskostnader	1.00	1.09	1.09	1.22	1.39	1.38
Driftsresultat	1.00	4.07	4.81	8.74	9.95	6.81
Driftsrelatert skattekostnad	1.00	4.07	4.81	8.74	9.95	6.81
Netto driftsresultat	1.00	4.07	4.81	8.74	9.95	6.81
Netto finansinntekter	1.00	3.07	3.71	4.15	2.60	3.57
Nettoresultat sysselsatt kapital	1.00	4.04	4.78	8.62	9.76	6.72
Netto finanskostnader	1.00	0.83	0.57	0.89	0.83	0.76
Nettoresultat til EK	1.00	8.24	10.30	18.75	21.44	14.53
Unormalt driftsresultat	1.00	-0.86	-1.76	2.92	-2.62	-1.53
Unormalt netto finansresultat	1.00	0.82	-0.49	3.96	0.42	0.97
Nettoresultat	1.00	1.70	1.82	7.73	4.42	3.09

Fra tabellen over kan vi se at driftsresultatet til FOE har hatt en økning på nesten 600 % 2005, mens nettoresultatet har hatt økning på over 200 %. EN kan også se en stigende trend i lønn og personalkostnader, men disse har lavere stigningstall enn driftsresultatet, noe som kan tyde på en bedre utnyttelse av personell. Finansinntektene har hatt en stigning på over 250 % i forhold til 2005, mens finanskostnadene er 24 % lavere enn det FOE hadde i 2005.

7.3 Oppsummering av lønnsomhet og vekstanalyse

Jeg konkluderer lønnsomhets og vekstanalysen med at FOE har hatt superprofitt gjennom hele perioden, det vil si egenkapitalrentabilitet større enn egenkapitalkrav. Jeg ser også at FOE har hatt høyere egenkapitalrentabilitet enn bransjen gjennom perioden. Egenkapitalrentabiliteten blir dekomponert og det finnes at FOE har høyere netto driftsrentabilitet enn bransjen. Bransjen ligger dog over FOE i netto driftsmargin. FOE har dog et større omløp til netto drifteideler og kan sies å ha høyere kapitaleffektivitet enn bransjen. I vekstanalysen blir det klart at bransjen har hatt en betraktelig høyere vekst enn FOE, men både FOE og bransjen ligger tilnærmet likt når det gjelder vekst i driftsinntekter.

8 Fremtidskrav

Fremtidskravet er avkastningskravet som brukes i den fundamentale verdsettelsen av FOE. Som det historiske kravet består også fremtidskravet av flere komponenter. Det totale fremtidskravet er et vektet gjennomsnittlig (wacc) krav av forholdsvis et egenkapitalkrav og et gjeldskrav. Egenkapitalkravet blir utledet ved kapitalverdimodellen som består av risikofri rente, en markedspremie og en betaverdi. Gjeldskravet består av risikofri rente og en kredittrisikopremie.

8.1 Avkastningskrav til egenkapitalen

Som sagt over vil jeg utlede egenkapitalkravet ved hjelp av kapitalverdimodellen, dets komponenter blir beskrevet og kravet blir utregnet under.

8.1.1 Risikofri rente

Soffer og Soffer (2003) og Koller et al. (2005) anbefaler å bruke en rente som er like lange som periodene kontantstrømmene skal diskonteres, det vil si 5 års statsrente på en 5 års kontantstrøm. De anbefaler til verdsettelsesformål 10 års statsobligasjonsrente fremfor obligasjoner med lengre forfall, med bakgrunn at disse er mer likvide. Jeg velger med dette grunnlag å bruke renten fra en 10 års statsobligasjon i fremtidskravet, slik at risikofri rente blir **3,21 %** kilde (www.norges-bank.no). Etter et skattefradrag på 28 % blir den risikofrie renten **2,31 %** ($3,21 \% \times (1-0,28)$).

8.1.2 Markedspremie

Som den historiske markedspremien forutsetter jeg også her at den fremtidige markedspremien vil holde seg på samme nivå og markedspremie etter skatt blir **5 %**.

8.1.3 Egenkapitalbeta

Egenkapitalbetaen for FOE ble estimert i kapittel 5.2.3.1 og er 0,826. Til tross for at dette er en litt urealistisk forutsetning forutsetter jeg at denne vil holde seg på samme nivå også i fremtiden.

8.1.4 Egenkapitalkravet

Setter jeg verdiene fra de foregående underkapitlene inn i kapitalverdimodellen ender jeg opp med et fremtidig egenkapitalkrav på **6,44 %**. Utregningen kan ses under.

$$E(R_i) = 3,21\% \cdot (1 - 0,28) + (5\%) \cdot 0,826 = 6,44\%$$

8.2 Avkastningskrav til gjelden

Avkastningskravet til gjelden er som tidligere skrevet en risikofri rente etter skatt pluss en kredittrisikofaktor multiplisert med risikofri rente etter skatt. Kredittrisikofaktoren blir hentet ut fra den syntetiske ratingen og beløper seg på 0,25 med grunnlag i en konkurssansynlighet på 0,0024 i løpet av neste år.

$$E(D_i) = (3,21\% * (1 - 0,28)) + 0,25 * (3,21\% * (1 - 0,28)) = 2,89\%$$

Som utregningen over viser er avkastningskravet til FOE sin gjeld etter skatt **2,89 %**

8.3 Totalkapitalkravet

I dette underkapitlet skal jeg bruke de delene jeg i de foregående kapitler har utledet til å lage et vektet avkastningskrav til FOE sin total kapital.

8.3.1 Kapitalstruktur

For totalkapitalkravet er det nødvendig å bruke selskapets markedsverdier i tilknytning med vektingen av henholdsvis egenkapital og gjeld. Markedsverdien av egenkapital er aksjepris ganger antall utstedte aksjer. Aksjeprisen som er brukt er et gjennomsnitt av siste måneds handel på Oslo Børs (gjennomsnittlig aksjekurs = 214 kroner). Gjelden som brukes, er FOE sin rentebærende gjeld hentet fra balansen for trede kvartal 2010 (5,5187 milliarder, som det forutsettes er lik markedsverdien). Utregningen av markedsverdien resulterer i en verdi på FOE på 19,75 milliarder og vektingen av EK og gjeld kan sees i tabellen under.

Tabell 8-1 Kapitalstruktur FOE

	Markedsverdi EK	14,229,765,006	0,721
+	Markedsverdi Rentebærende gjeld	5,518,700,000	0,271
=	Markedsverdi FOE	19,748,465,006	1

8.3.2 Vektet gjennomsnittlig kapitalkostnad (WACC)

Formelen under viser utregningen av et vektet snitt av gjeldskravet og egenkapitalkravet med vekter beskrevet i foregående kapittel og beløper seg til **5,45 %**.

$$WACC = 0,271 \cdot 2,89\% + 0,721 \cdot 6,44\% = 5,45 \%$$

8.4 Oppsummering fremtidskrav

I kapitlet har jeg utledet de forskjellige komponentene i det vektete gjennomsnittlige avkastningskravet til FOE og kommet frem til at dette beløper seg til 5,45 %.

9 Fremtidsregnskap

Når en lager et fremtidsregnskap er det av største betydning hvilken tidshorisont og hvor detaljert regnskapet skal være. Koller et al. (2005) beskriver en stegvis fremgangsmåte for å utarbeide et fremtidsregnskap. Jeg vil delvis følge disse stegene i utarbeidelsen av fremtidsregnskapet. Jeg har dog fokusert mer på absolutte tall i min utarbeidelse. Det første steget er å forberede og analysere økonomisk historikk. Dette er gjort, komplementert med en strategisk analyse. Det andre steget er å lage prognose for omsetningen, noe som kommer i de følgende kapitler. Utarbeidelse av resultatregnskapet gjort, men jeg presenterer kun det fullstendige fremtidsregnskapet. Resultatregnskapet vil være alle poster over omløp til netto driftseiendeler. Kostnader er det laget prognoser for og disse kan følgelig sees i fremtidsregnskapet. De forskjellige postene forklares også i kapitlene som følger. Omløpet til netto driftseiendeler blir kalkulert og frie kontantstrømmer til totalkapitalen blir regnet ut.

9.1 Valg av budsjett horisont

I følge Koller et al. (2005) er den vanlige metoden for å utarbeide et fremtidsregnskap, å dele perioden som skal analyseres i to. En uttalt periode og en horisont som fanger opp alle år etter. Dette gjøres ved å benytte en formel, for eksempel formel for konstant vekst. Jeg velger å bruke en periode fra 2011 til 2017 som den uttalte perioden og 2018 vider som horisontverdi. Jeg forutsetter da "steady state" fra og med 2018, altså en konstant reinvestering av kapital og vekst.

9.2 Inntekter

I dette kapitlet vil jeg gå gjennom de fremtidige kontraktsfestede inntektene til FOE, samt utarbeide prognoser for andre driftsinntekter og inntekter fra verftet. Alle kostnader er kalkulert med en dollarkurs på 6 kroner pr usd, som er gjennomsnittet for 2010 (www.norges-bank.no).

9.2.1 Kontraktsfestede inntekter

De fleste av FOE sine drillenheter er som sagt tidligere på kontrakt eller har fremtidig kontraktfestet engasjement. Jeg skal her gå gjennom disse.

Belford Dolphin er på kontrakt med Anadarko utenfor Mosambik. Kontrakten ble påbegynt i april 2010 og utløper i april 2013. Dagraten er 532 000 USD.

Strategisk analyse og verdsettelse av Fred. Olsen Energy 2010

Tord Øverås

Blackford Dolphin opererer for tiden utenfor Brasil for Reliance som igjen har leid den ut til Maersk. Kontrakten ble påbegynt i juli 2009 og utløper i desember 2011. Dagraten for riggen er 395 000 USD.

Bideford Dolphin er på kontrakt for Statoil I Norge frem til januar 2011, med en dagrate på 2,71 millioner i dagrater. Ved utløp av denne kontrakten fortsetter riggen på kontrakt for Statoil frem til januar 2014. Dagraten for kontrakten består av 850 000 NOK og 243 000 USD. Denne kontrakten ble inngått i mars 2010 med opsjon for forlengelse på 1 år. Hvis opsjonen utøves forlenges kontrakten med 1 år.

Borgland Dolphin er på kontrakt med et konsortium bestående av BP, Bridge, Discover; EON, Nexen, OMV, Rocksource og Wintershall. Riggen opererer utenfor Norge. Kontrakten ble påbegynt i januar 2010 og utløper januar 2014. Dagraten beløper seg til 850 000 NOK pluss 243 000 USD

Bredford Dolphin var på kontrakt for RWE Dea, i Norge, fra oktober til november 2010 med en dagrate på 373 000 USD. Fra og med slutten av januar 2011 til slutten av mai 2011 har FOE inngått kontrakt med Lundin om boring av 2 brønner, med en dagrate på 335 000 USD. Kontrakten har opsjon på 2 nye brønner med samme tidsramme som de foregående.

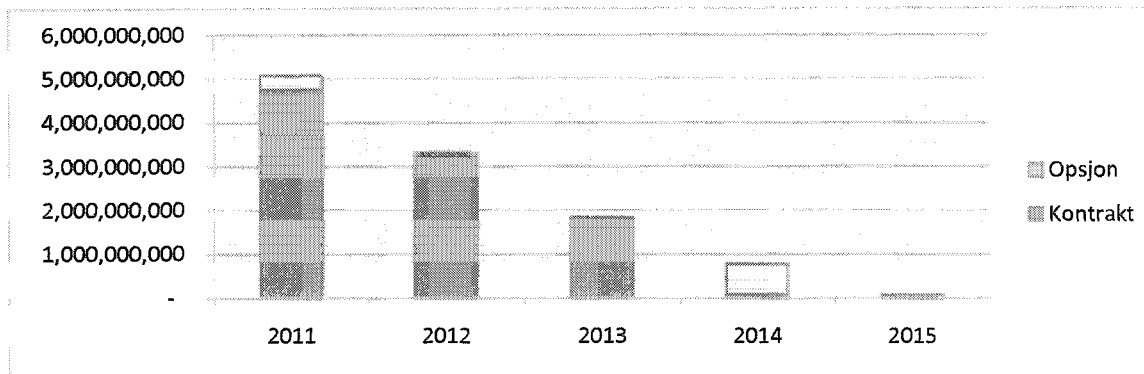
Borgsten Dolphin er for tiden ikke på kontrakt og har ikke noe fremtidig engasjement. Riggen befinner seg i UK.

Borgny Dolphin er på kontrakt for Petrobras utenfor Brasil frem til september 2013. Dagraten for riggen er 233 000 USD.

Byford Dolphin ble kontraktsfestet i april 2010 av BP frem til april 2013. Dagraten for denne kontrakten er 324 000 USD.

Borgholm Dolphin er FOE sin boenhet og er for tiden uten kontrakt. BP har inngått kontrakt for 9 måneder fra 1 til 4 kvartal 2011, med en dagrate på 203 000 USD. Kontrakten inneholder en opsjon om 4 måneders forlengelse.

I figuren under oppsummeres FOE sine kontraktsfestede inntekter. Søylene er delt inn i kontrakt og opsjon.



Figur 9-1 Kontraktsfestede inntekter

9.2.2 Andre inntekter

Når det gjelder andre fremtidige inntekter er det nødvendig å ta en del forutsetninger. Disse forutsetningene er basert på den strategiske analysen og FOE sin historiske utvikling. Det viktigste momentet er at jeg forutsetter at de riggene som har kontrakter fortsetter sine kontrakter eller får nye kontrakter relativt fort. Jeg forutsetter også at de riggene som ikke er på kontrakt pr dags dato også får fremtidig engasjement.

For Belford Dolphin forutsetter jeg en fortsettelse av kontrakten den allerede er på eller tilsvarende frem til klassefornyingen i første kvartal 2015. Deretter normaliserer dagraten seg til et nivå \$400.000 i resten av analyseperioden og terminalperioden. Det blir fratrukket 90 dager til mobilisering fra og til nye områder og 45 dager til klassefornyingen.

Blackford Dolphin er FOE sin andre dyptvannsenhet og er også for tiden på kontrakt. Jeg forventer større konkurranse for denne riggen og legger til grunn en dagrate på \$350.000 for hele perioden og som terminalrate. Det blir trukket fra 90 dager i mobilisering og klassefornyning i tredje kvartal 2013.

Bideford Dolphin er som sagt på kontrakt frem til først kvartal 2015. Etter dette trekker jeg fra 30 dager i mobilisering og forutsetter en dagrate på \$300.000 for resten av analyseperioden og i terminalperioden. I tilknytning blir klassefornyingen 45 dager trukket fra i andre kvartal 2014 og 30 dager blir trukket fra i mobilisering.

Strategisk analyse og verdsettelse av Fred. Olsen Energy 2010

Tord Øverås

Borgland Dolphin er på kontrakt frem til 2014. Etter dette setter jeg en dagrate på \$300.000 ut perioden og som terminalverdi. I tilknytning klassefornyning blir 45 dager trukket fra i fjerde kvartal 2014 og 60 dager blir trukket fra tilmobilisering av riggen.

Bredford Dolphin er på kontrakt ut 2011. Etter dette forutsetter jeg ny kontraktinngåelse med dagrater på \$320.000 ut perioden og som terminalverdi. I tilknytning mobilisering trekker jeg fra 60 dager og i tilknytning klassefornyelse trekker jeg fra 45 dager andre kvartal 2012.

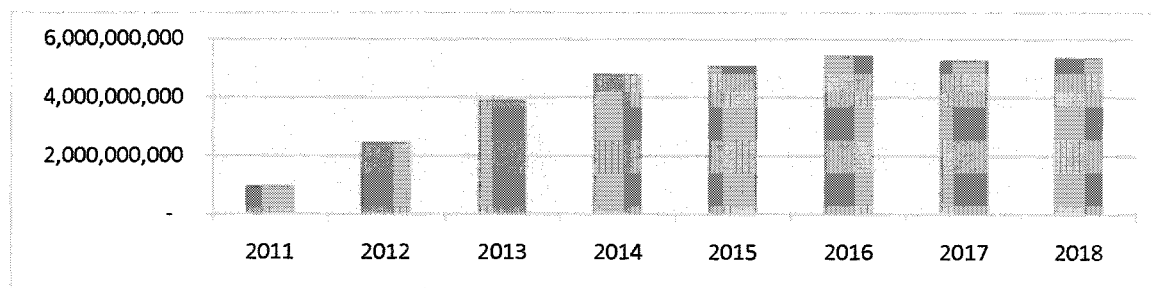
Borgsten Dolphin er ikke for tiden på kontrakt, men jeg forutsetter at riggen får kontrakt i løpet av 2011 og ut perioden. 5 års klassefornyelse er planlagt i første kvartal 2015 og det blir fratrukket 45 dager for dette. Her forutsettes det en dagrate på \$200.000 ut perioden og som terminalverdi.

Borgny Dolphin har sin klassefornyning I fjerde kvartal 2014 og 45 dager blir trukket fra for dette. I tillegg blir 60 dager trukket fra til mobilisering for hele perioden. Borgny er for tiden på kontrakt, men det forutsettes en noe lavere dagrate på \$200.000 ut perioden og som terminalverdi.

Byford Dolphin er også for tiden på kontrakt. Etter kontraktsutløp forutsettes ny kontraktsinngåelse i området og det blir kun trukket fra 30 dager for mobilisering. For klassefornyelse er det trukket fra 45 dager i første kvartal 2015. Dagraten for riggen forventes å ligge på et lavere nivå, grunnet konkurransesituasjonen og det beregnes \$200.000 ut perioden og som terminalverdi.

Borgholm Dolphin ar kontakt med BP frem til 1 kvartal 2012. Det forventes ingen kontrakt frem til klassefornyelsen fjerde kvartal. Etter klassefornyelsen forutsettes det at riggen får kontrakt ut perioden med en dagrate på \$200.000 som er normalt for en boenhet.

Under viser jeg utviklingen i de andre driftsinntektene i hele perioden.



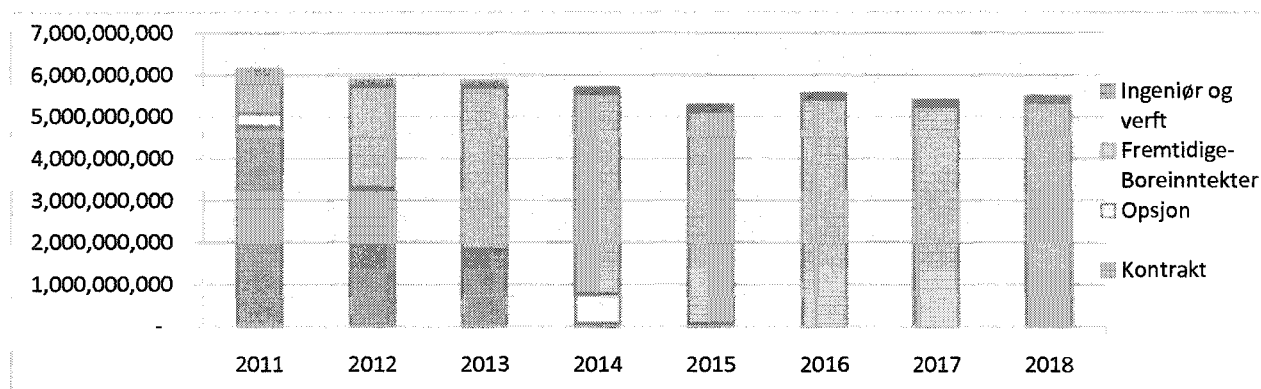
Figur 9-2 utvikling andre inntekter

9.2.3 Ingeniør- og fabrikkasjontjenester

Inntektene fra Ingeniør- og fabrikkasjonsdivisjonen til FOE har siden 2005 gjennomsnittlig stått for ca 3 % av den totale omsetningen. For 2010(T) beløper driftsinntektene seg til 70 millioner. Det gjennomsnittlige beløpet for siden 2005 er derimot 140 millioner. Jeg velger å bruke det gjennomsnittlige beløpet med en økning på 2 % årlig. Dette med bakgrunn i den økte jernarbeidet i tilknytning vindmøllebygning.

9.2.4 Oppsummering inntekter

Figuren under oppsummerer driftsinntektene til FOE gjennom fremtidsperioden og en kan se at disse i stor grad baserer seg på de forutsetninger jeg har tatt.



Figur 9-3 oppsummering inntekter

9.3 Kostnader

Det andre steget i utarbeidelsen av fremtidsregnskapet er å lage prognoser på fremtidige kostnader. Jeg vil i dette kapitlet gå gjennom og lage prognoser for lønn og personalkostnader, avskrivninger, andre driftskostnader og skatt.

9.3.1 Lønn og personalkostnader

FOE har hatt en ganske markant økning i lønn og personalkostnadene dette er i stor grad resultat av ny ansettelser gjennom analyseperioden. Jeg forutsetter at nyansettelsen vil avta og veksten i lønn vil følge den historiske lønnsveksten på 4 % (årsrapporter FOE) frem til 2017 og en terminalvekst på 2,5 %.

9.3.2 Avskrivninger

Historisk fra 2005-2010(T) har avskrivningene vært stigende og i 2010 resulterte de seg til 1,128 milliarder norske kroner. Dette er et resultat av de investeringene som er gjort i perioden og jeg forutsetter en antagelse av avskrivningene på 3 % gjennom hele fremtidsperioden.

9.3.3 Andre driftskostnader og materialkostnader

FOE har som påpekt flere ganger en aldrende flåte og vedlikeholde av denne vil bli kostbar. Jeg forutsetter at andre driftskostnader vil vokse med 6 % hver for frem til terminalperioden, fra det nivået vi FOE er på i 2010(T). Dette kan virke som et høyt estimat, men jeg mener det er legitimt med bakgrunn i det vedlikeholdskravet riggene krever.

Materialkostnadene er knyttet til verftsdriften og jeg har tidligere forutsatt økt aktivitet, derfor vil jeg bruke en økning på 5 % gjennom hele perioden for å dekke denne aktiviteten.

9.3.4 Skatt

Jeg kom frem i regnskapsanalysen at FOE hadde en effektiv skattesats på 6 % denne tror jeg vil vedvare gjennom hele perioden.

9.4 Omløp netto driftsmidler

Som et siste steg i for å kunne kalkulere frie kontantstrømmer til totalkapitalen er det nødvendig å kalkulere omløpet til netto driftsmidler. Jeg har onde for 2010(T) samt driftseiendeler for 2010(T) og vil benytte disse justert ned gjennom hele perioden. Onde er som sagt en komponent av netto driftsrentabilitet. Bruker en onde og netto driftmargin kan en kalkulere netto driftsrentabilitet for hele perioden.

Onde er som sagt i lønnsomhetsanalysen viser hvor godt et selskap klarer å skape driftsinntekter med sine eiendeler. Jeg forutsetter en avtagning i omløp til netto driftseiendeler på 1,5 % pr år i hele perioden.

Under presenteres netto driftsrentabilitet, netto driftsmargin og onde.

Strategisk analyse og verdsettelse av Fred. Olsen Energy 2010

Tord Øverås

Tabell 10-1 beregning av onde

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Driftsresultat	2038193.2	1918488.9	1883095.3	949423.4	1039126.7	1251697.5	987947.6	1063836.5
Sum driftsinntekter	5826018.0	5797728.0	5867003.1	4988888.5	5208071.3	5566962.7	5408116.0	5499532.3
ndm	0.35	0.33	0.32	0.19	0.20	0.22	0.18	0.19
Sum driftsinntekter	5826018	5797728	5867003	4988889	5208071	5566963	5408116	5499532
Netto driftseiendeler	10116166	8918210	9162203	7909539	8382780	9096896	8971905	9262500
onde	0.66	0.65	0.64	0.63	0.62	0.61	0.60	0.59
ndr	0.23	0.22	0.21	0.12	0.12	0.14	0.11	0.11

For fremtidsregnskapet kan en se en avtagende netto driftsrentabilitet, det samme gjelder netto driftsmargin.

9.5 Fremtidsregnskap

Under presenteres hele fremtidsregnskapet basert på de forutsetningene jeg har tatt. I etterfølgende kapittel vil dette bli brukt til å utføre verdsettelsen av FOE.

Strategisk analyse og verdsettelse av Fred. Olsen Energy 2010

Tord Øverås

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Kontraktsfestede Inntekter og opsjon	4,761,498,000	3,236,172,000	1,840,394,000	71,548,000	-	-	-	-
Andre Inntekter	921,720,000	2,415,900,000	3,878,040,000	4,765,800,000	5,053,500,000	5,409,300,000	5,247,300,000	5,335,500,000
Inntekter fra ingeniørdivisjonen	142,800,000	145,656,000	148,569,120	151,540,502	154,571,312	157,662,739	160,815,993	164,032,313
Sum driftsinntekter	5,826,018,000	5,797,728,000	5,867,003,120	4,988,888,502	5,208,071,312	5,566,962,739	5,408,115,993	5,499,532,313
Lønn og personalkostnader	(1,119,764,816)	(1,164,555,409)	(1,211,137,625)	(1,259,583,130)	(1,309,966,455)	(1,362,365,113)	(1,396,424,241)	(1,431,334,847)
Andre driftskostnader	(1,405,178,245)	(1,489,488,940)	(1,578,858,276)	(1,673,589,772)	(1,774,005,159)	(1,880,445,468)	(1,993,272,196)	(1,993,272,196)
Materialkostnader	(37,250,314)	(39,112,830)	(41,068,472)	(43,121,895)	(45,277,990)	(47,541,890)	(49,918,984)	(52,414,933)
Avskrivninger	(1,095,533,981)	(1,063,625,224)	(1,032,645,848)	(1,002,568,785)	(973,367,752)	(945,017,235)	(917,492,461)	(890,769,380)
Sum Driftskostnader	(3,657,727,356)	(3,756,782,402)	(3,863,710,221)	(3,978,863,583)	(4,102,617,356)	(4,235,369,706)	(4,357,107,883)	(4,367,791,357)
EBIT	2,168,290,644	2,040,945,598	2,003,292,899	1,010,024,920	1,105,453,956	1,331,593,032	1,051,008,110	1,131,740,956
Skatt	(130,097,439)	(122,456,736)	(120,197,574)	(60,601,495)	(66,327,237)	(79,895,582)	(63,060,487)	(67,904,457)
Driftsresultat	2,038,193,205	1,918,488,862	1,883,095,325	949,423,425	1,039,126,719	1,251,697,450	987,947,624	1,063,836,499
Investeringer	(1,095,533,981)	(1,197,956,513)	243,993,763	(1,252,664,286)	473,240,942	714,116,006	(124,990,665)	290,594,480
Fri kontantstrøm fra drift	942,659,225	720,532,349	2,127,089,088	(303,240,861)	1,512,367,661	1,965,813,456	862,956,959	1,354,430,979

10 Verdsettelse

I metodekappitlet greide jeg ut rundt de forskjellige verdsettelses teknikker som kunne benyttes for å verdsette FOE, og valget falt som sagt på en fundamental verdsettelse. Jeg vil verdsette de frie kontantstrømmene til totalkapitalen for så å trekke fra minoritetsinteresser og markedsverdien av gjelden.

10.1 Fundamental verdsettelse

Den fundamentale verdsettelsen blir utført ved å diskontere de frie kontantstrømmene til totalkapitalen. For verdsettelsen har jeg valgt å diskontere de frie kontantstrømmene frem til terminalverdien (TV) med avkastningskravet fra kapittel 8.3.2. Terminalverdien (TV) blir utledet gjennom Gordon-Shapiros formel for evig vekst. Avkastningskravet som brukes ble utledet i kapittel 8

$$V_0 = \frac{CF_1}{(1+WACC)} + \frac{CF_2}{(1+WACC)^2} + \dots + \frac{CF_t}{(1+WACC)^t} + \frac{TV}{(1+WACC)^t}$$

Hvor:

- $V_0 =$ Verdi på tidspunkt 0
- $CF =$ Kontantstrøm
- $WACC =$ Avkastningskrav
- $TV =$ Terminalverdi $= \frac{CF_{t+1}}{(WACC-g)}$
- $g =$ vekstrate

Ved å benytte formelen over og trekke fra minoritetsinteresser og markedsverdien av gjelden til FOE kommer jeg frem til et verdiestimat pr aksje på **311** kroner. Utregningen av verdien kan sees i tabellen under.

Tabell 10-1 Beregning av aksjepris

Verdiberegning		
	Sum diskonterte verdier	6,295,977,677
+	Diskontert horisontverdi	19,917,867,940
=	Diskontert verdi av totalkapitalen	26,213,845,618
-	Gjeld	5,518,700,000
-	Minoritetsinteresser	6,000,000
=	Verdi av ek	20,689,145,618
/	Antall aksjer	66,494,229
	Verdi pr. aksje	311.14

10.1.1 Sensitivitetsanalyse

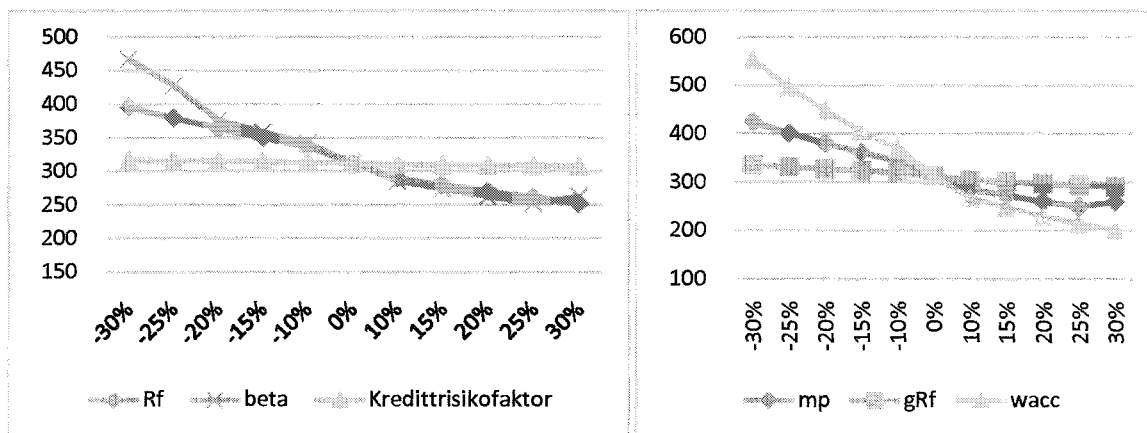
"Errors in estimation is the key ingredients of corporate value –ingredients such as a company's ROIC, growth rate and WACC- can lead to mistakes in valuation and, ultimately, to strategic errors" Koller et al. (2005:361)

Gjennom den strategiske analysen og konstruering av fremtidsregnskapet er det tatt en hel del forutsetninger om fremtidige forhold. Feil i estimatorene i en verdsettelse vil forekomme, og det igjen medfører at faktorene som inngår i en verdsettelse på ingen måte er sikre estimater. For å vise hvilke implikasjoner endringer i disse vil få for verdien av FOE aksjen, er det på sin plass med en sensitivitetsanalyse der en ser på disse usikre faktorene.

Jeg vil først gå gjennom hvordan endringer i de forskjellige faktorene hver for seg endrer verdien av verdiesimatet (ceteris paribus), for så å foreta en Monte Carlo simulering der jeg tester alle faktorene på en gang basert på et tilfeldig utvalg innenfor et forhåndsdefinert intervall.

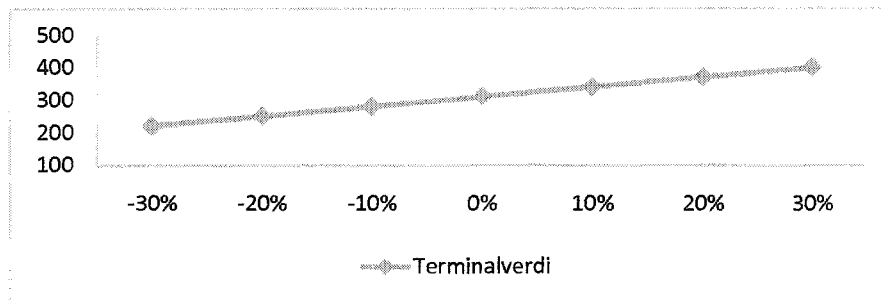
10.1.1.1 Ceteris Paribus

Jeg vil først teste alle faktorene i det vektete gjennomsnittlige avkastningskravet. Alle faktorer i avkastningskravet er testet med $\pm 30\%$. Jeg har i figuren under testet alle faktorene samt totalkravet. En kan se at det er den risikofrie renten som er den mest påvirkende enkeltkomponenten, mens endring i totalkravet gir den største endringen totalt sett.



Figur 10-1 Sensitivitetsanalyse wacc

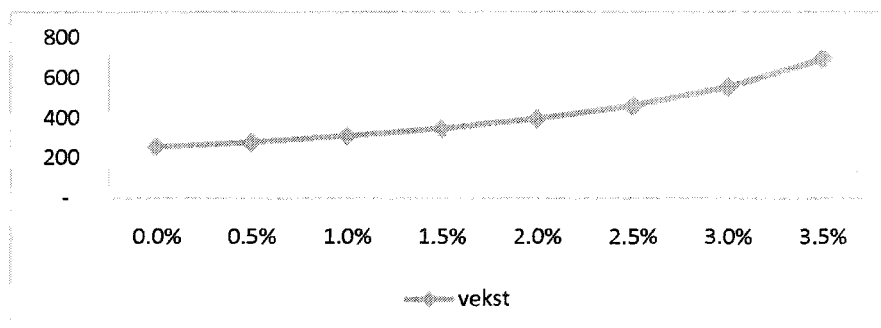
Den andre faktoren jeg velger å teste er endringer i terminalverdien, også her er endringen holdt til +/- 30 %.



Figur 10-2 endring i terminalverdi

Som en kan se av figuren over kan endringer i terminalverdien føre til signifikante endringer i aksjeprisen. En 10 % endring opp medfører 30 kroner opp i aksjeverdi.

Den siste faktoren jeg vil teste er veksten i terminalverdien. Jeg har forutsatt en vekst på 1 % i min beregning.



Figur 10-3 endring i vekst

Som en kan se vil en endring i vekstraten ha stor betydning for aksjekursen til FOE. En endring til 3 % vil doble aksjeverdien.

10.1.1.2 Monte Carlo simulering

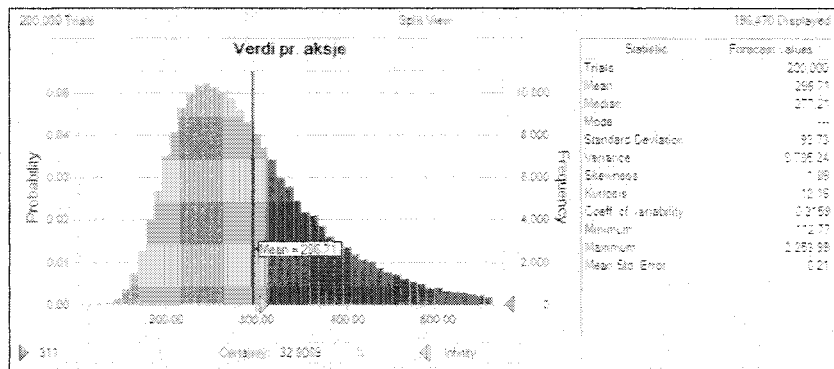
Som en del av sensitivitetsanalysen ønsker jeg å utføre en såkalt Monte Carlo simulering. En slik simulering går ut på å teste alle variablene i analysen samtidig basert på et random utvalg innenfor

Strategisk analyse og verdsettelse av Fred. Olsen Energy 2010

Tord Øverås

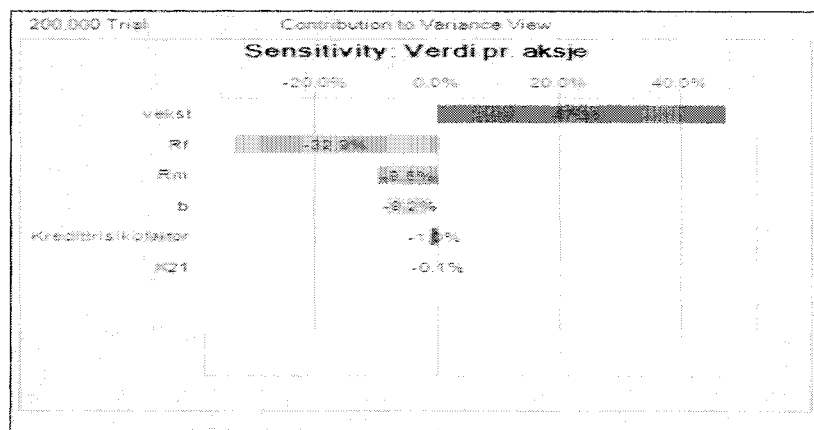
forhåndsdefinerte parametre. Jeg har valgt å teste alle variablene i avkastningskravet, veksten i terminalperioden og skattesatsen.

Risikofri rente har jeg latt være normalfordelt med et gjennomsnitt på 2,31 % og et standardavvik på 0,5 %. Markedspremien er også normalfordelt med et gjennomsnitt på 5 % og et standardavvik på 1 %. Betaverdien i egenkapitalkravet har et gjennomsnitt på 0,82 og et standardavvik på 0,08. Kredittrisikopremien i gjeldskraet har jeg valgt å fordele uniformt innen intervallet 0,1 og 0,5. Skatten og veksten i terminalverdien er normalfordelte med et gjennomsnitt på henholdsvis 1 % og 6 %.



Figur 10-4 sensitivitet i verdiestimatet

Som en ser av figuren over er sannsynligheten for at estimatet skal ligge over 311 kroner 32 %.



Figur 10-5 bidrag til varians

Som en kan se av figuren over er det risikofri rente og veksten i terminalverdien som gir de største bidragene til variansen i verdiestimatet. (K7 er skattesatsen)

10.2 Komparativ verdsettelse

I tillegg til den fundamentale verdsettelsen ønsker jeg å gjøre en komparativ verdsettelse.

I følge Penman (2010:76) foregår metoden for komparativ verdsettelse i tre steg, disse er:

- Identifiser sammenlignbare bedrifter
- Identifiser måleenheter og kalkuler multiplikatorer av disse.
- Gang sammen et gjennomsnitt av disse multiplikatorene med multiplikatorene fra selskapet som skal verdsettes for å finne verdien.

I kapittel 3.1.2 trakk jeg frem 6 selskaper som konkurrenter i bransjen og det er disse jeg nå ønsker å utføre den komparative verdsettelsen imot. Selskapene var som følger: Seadrill, Transocean, Pride, Northern, Noble og Diamond.

De multiplikatorer jeg benytter er P/E, P/B og EV/EBIT. Disse blir forklart under.

P/E er en mye brukt multiplikator innen finans. P står for price og er aksjeprisen for den aksjen du ønsker å kalkulere multiplikatoren for. E står for earnings og er resultat pr aksje. Måten en verdsetter ved hjelp av P/E er å multiplisere FOE sitt resultat pr aksje med bransjen sin P/E verdi. Aksjer med høy P/E verdi har store andeler av sin aksjepris i fremtidig inntjening.

P/B er også en mye brukt multiplikator. P er det samme som over og B er balanseført egenkapital. Denne kan kalkuleres på to forskjellige måter. En pr aksje og en med den totale markedsverdien av selskapet. Metodene gir lik verdi.

EV/EBIT er litt mer komplisert å kalkulere. EV står for enterprise value og er markedsverdi av egenkapital pluss markedsverdi av gjelden. EBIT er earnings before interest and taxes og er selskapets driftsresultat.

I tabellen under har jeg oppsummert utregningen for alle selskapene.

Strategisk analyse og verdsettelse av Fred. Olsen Energy 2010

Tord Øverås

Tabell 10-2 Komparative verdsettelsesfaktorer

Selskap	Earnings	mcap	EPS	P/E	EV/EBIT	P/B	Antall aksjer	Aksjepris
Noble	6,726,600,000	54,060,480,000	26.9	8.0	9.9	1.3	250,280,000	216
Northern	427,818,000	2,254,575,245	2.8	5.3	6.3	0.9	154,422,962	14.6
Seadrill	7,749,600,000	67,086,958,440	21.3	8.7	13.6	2.4	364,603,035	184
Pride	805,200,000	33,740,160,000	4.6	41.9	45.9	1.3	175,730,000	192
Transocean	14,898,000,000	126,331,920,000	46.7	8.5	6.0	1.0	319,020,000	396
Diamond	5,938,920,000	58,392,600,000	42.7	9.8	13.7	2.6	139,030,000	420
FOE	1,796,700,000	14,229,765,006	27.0	7.9	10.1	2.2	66,494,229	214

Ved å kombinere flere multiplikatorer vil en få en mer nyansert verdsettelse som fokuserer både på inntjening, egenkapitalverdi og resultat. Jeg har valgt å vekte multiplikatorene likt i min verdsettelse. Tabell 10-2 oppsummerer resultatet av verdsettelsen.

Tabell 10-3 Komparativ verdsettelse resultat

	P/E	Verdi FOE	EV/EBIT	Verdi FOE	P/B	Verdi FOE	Vektet verdi
snitt bransje	13.7	370.1	15.9	392.7	1.6	154.1	305.6
vekt		0.333		0.333		0.333	

I tabellen over har jeg summert verdiene (utenom FOE) og kalkulert aksjeverdiene. Det komplette snittet kalkulert med en vekt på 1/3 gir en aksjepris på FOE på **305,6** kroner. Denne verdien differerer med 4 kroner og 55 øre pr aksje fra den fundamentale verdsettelsen.

11 Konklusjon

Jeg har gjennom oppgaven analysert FOE med tanke på strategi, avkastningskrav, regnskap og lønnsomhet og det helle bunner ut i et fremtidsregnskap som igjen legger grunnlaget for verdsettelsen. Verdsettelsen resulterte i et resultat på **311** kroner pr aksje noe som er betraktelig høyere en hva markedet verdsetter FOE til (230 kroner). Grunnlaget for denne differansen er nok i stor grad forutsetningen om kontrakter for riggene. Hvis en opplever lengre perioder uten kontrakt vil det påvirke aksjekursen negativt. Jeg har dog sett på sensitiviteten til utvalgte faktorer og en må huske at det alltid er usikkerhet i et estimat.

Jeg har også utført en komparativ verdsettelse som resulterte i en aksjepris på **305** kroner pr aksje og dette er relativt nært mitt estimat.

Jeg velger med bakgrunn i både den fundamentale verdsettelsen og den komparative verdsettelsen å gi en kjøpsanbefaling av FOE aksjen.

Litteraturliste

Bøker

Bodie, Z., A. Kane og A. J. Marcus (2009). Investments. Boston, Mass., McGraw-Hill.

Boye, K. (2007). "Rabatt ved omsetning av aksjer i ikke- børsnoterte selskaper." Praktisk økonomi og finans, 3: 79-83.

Boye, K. og S. Koekebakker (2009). Kapitalverdimodellen – tips til praktisk implementering.

Brealey, R. A., S. C. Myers og F. Allen (2008). Principles of corporate finance. Boston, Mass., McGraw-Hill/Irwin.

Cooper, D. R. og P. S. Schindler (2008). Business Research Methods. New York.

Damodaran, A. (2002). Investment valuation: tools and techniques for determining the value of any asset. New York, Wiley.

Flatebø, S. og Ø. Haveland (2006). Oljepris og Oslo Børs: Kan endringer i oljepris forklare utviklingen på Oslo Børs? Bergen, Norges Handelshøyskole.

Gjesdal, F. (2007). "Regnskapsanalyse: Omgruppering av regnskapet for eierkontroll og verdsettelse." Praktisk økonomi og finans, 2: 3-17.

Gjesdal, F. og T. Johnsen (1999). Kravsetting, lønnsomhetsmåling og verdivurdering. Oslo, Cappelen akademisk forl.

Hill, C. W. L. og G. R. Jones (2006). Theory of Strategic Management. Boston, Houghton Mifflin Co.

Jakobsen, E. W. og L. B. Lien (2001). Ekspansjon: strategi for forretningsutvikling. Oslo, Gyldendal fakta.

Johannessen, A., P. A. Tufte og L. Kristoffersen (2004). Forskningsmetode for økonomisk-administrative fag. Oslo, Abstrakt forl.

Johnson, P. og J. Duberly (2000). Understanding management research. London, SAGE Publications.

Koller, T., D. Wessels og M. Goedhart (2005). Valuation: measuring and managing the value of companies. Hoboken, N.J., John Wiley and Sons Ltd.

Penman, S. H. (2010). Financial statement analysis and security valuation. Boston, Mass., McGraw-Hill/Irwin.

Porter, M. E. (1998b). Competitive strategy: techniques for analyzing industries and competitors : with a new introduction. New York, Free Press.

Porter, M. E. (2008). "The five competitive forces that shape strategy." Harvard Business Review 86(1): 78-93.

Roos, G., G. v. Krogh, J. Roos og L. Fernström (2005). Strategi: en innføring. Bergen, Fagbokforl.

Soffer, L. C. og R. J. Soffer (2003). Financial statement analysis: a valuation approach. Upper Saddle River, N.J., Prentice Hall.

Sørensen, H. og K. Skjerve (2010). Oljepris og riggrater - En empirisk analyse. Bergen, Norges Handelshøyskole.

Steigum, E. (2004). Moderne Makroøkonomi. Oslo, Gyldendal Akademiske.

Årsrapporter

Fred. Olsen Energy ASA 2005-2009

Transocean 2005-2009

Diamon Offshore 2005-2009

Northern Offshore 2005-2009

Pride 2005-2009

Noble Corporation 2005-2009

Seadrill 2005-2009

Kvartalsrapporter og kvartalspresentasjoner

Fred. Olsen Energy ASA 4 kvartal 2009 – 3 kvartal 2010

Transocean 2005-2009 4 kvartal 2009 – 3 kvartal 2010

Diamon Offshore 2005-2009 4 kvartal 2009 – 3 kvartal 2010

Northern Offshore 2005-2009 4 kvartal 2009 – 3 kvartal 2010

Pride 2005-2009 4 kvartal 2009 – 3 kvartal 2010

Noble Corporation 2005-2009 4 kvartal 2009 – 3 kvartal 2010

Seadrill 2005-2009 3 kvartal 2009 – 2 kvartal 2010

Nettsider

Oljedirektoratet:

<http://www.npd.no/no/Nyheter/Nyheter/2010/Stor-interesse-for-21-konsesjonsrunde/> Lastet ned
05.11.2011

<http://www.npd.no/Global/Norsk/3%20-%20Publikasjoner/Faktahefter/Fakta2009.pdf> Lastet ned
03.11.2011

<http://www.npd.no/Nyheter/Nyheter/2010/Petroleumsressurser-utenfor-Lofoten-Vesteralen-og-Senja/>
Lastet ned 09.10.2010

Transeocean:

<http://www.deepwater.com/fw/main/Our-History-3.html>. Lastet ned: 03.11.2010

Rigzone:

http://www.rigzone.com/news/article.asp?a_id=85247. Lastet ned: 02.11.2010

http://www.rigzone.com/news/article.asp?a_id=87487. Lastet ned: 03.11.2010

Norges Bank

Strategisk analyse og verdsettelse av Fred. Olsen Energy 2010

Tord Øverås

http://www.norges-bank.no/templates/article___48208.aspx. Lastet ned: 23.10.2010

http://www.norges-bank.no/templates/article___12123.aspx. Lastet ned: 04.11.2010

U.S. Energy Information Administration (EIA)

<http://www.eia.doe.gov/cabs/China/Full.html> Lastet ned: 13.10.2010

<http://www.eia.doe.gov/oiaf/forecasting.html>. Lastet ned: 25.10.2010

Liborated

http://www.liborated.com/historic_libor_rates.asp. Lastet ned 13.09.2010

Reuters

<http://www.reuters.com/article/idUSTRE65D56I20100614> Lastet ned 09.10.2010

OECD.org

<http://stats.oecd.org/Index.aspx?QueryName=427&QueryType=View&Lang=en> Lastet ned: 23.10.2010

NRK

<http://www.nrk.no/nyheter/verden/1.7333346> lastet ned: 15.10.2010

Hegnar Online

<http://www.hegnar.no/bors/energi/article425391.ece> Lastet ned: 10.10.2010

<http://www.hegnar.no/bors/energi/article425391.ece> lastet ned 10.09.2010

Dagens Næringsliv

<http://www.dn.no/forsiden/politikkSamfunn/article1877496.ece> Lastet ned 10.10.2010

www.wtrg.com

http://www.wtrg.com/oil_graphs/oilprice1947.gif Lastet ned:21.10.2010

www.fredolsen.no

Strategisk analyse og verdsettelse av Fred. Olsen Energy 2010

Tord Øverås

www.fredolsen-energy.no

www.prideinternational.com

www.seadrill.com

www.northernoffshorelimited.com

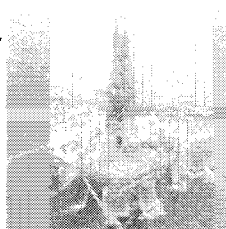
www.deepwater.com (Transeocean)

www.noblecorp.com

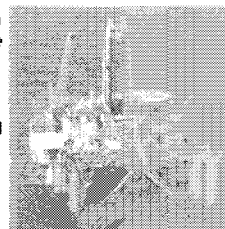
www.diamondoffshore.com

Vedlegg 1 Oversikt over rigger

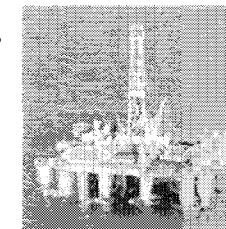
Navn: Borgny Dolphin
Type: Semi-Submersible
Bygget år: 1977
Oppgradert år: 1997
Max vanndybde: 355ft (108,2 m)
Max drilldybde: 25000ft (7600m)



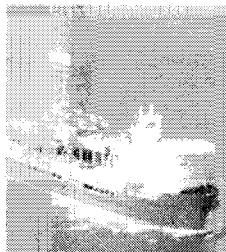
Navn: Borgland Dolphin
Type: Semi-submersible
Bygget år: 1977
Oppgradert år: 1998/1999
Max vanndybde: 1476 ft (450m)
Max drilldybde: 20,000 ft (6096 m)



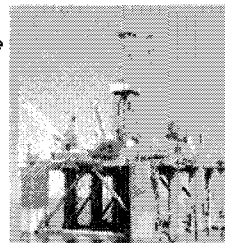
Navn: Borgsten Dolphin
Type: Semi-submersible
Bygget år: 1975
Oppgradert år: *
Max vanndybde: 1500 ft (457,2 m)
Max drilldybde: 20,000 ft (6097 m)



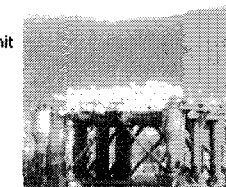
Navn: Belford Dolphin
Type: Drilling Vessel
Bygget år: 2000
Oppgradert år: *
Max vanndybde: 10,000 ft (3048 m)
Max drilldybde: 39,370 ft (12,000 m)



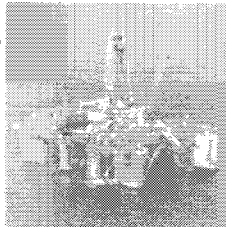
Navn: Bredford Dolphin
Type: Semi-submersible
Bygget år: 1976
Oppgradert år: *
Max vanndybde: 1476 ft (450m)
Max drilldybde: 25000ft (7600m)



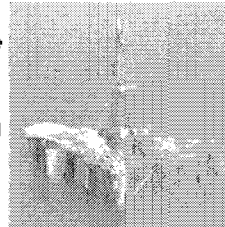
Navn: Borgholm Dolphin
Type: Accommodation Unit
Bygget år: 1975
Oppgradert år: *
Max vanndybde: *
Max drilldybde: *



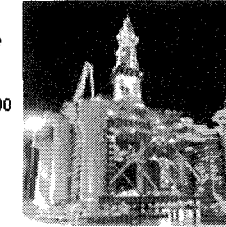
Navn: Bideford Dolphin
Type: Semi-Submersible
Bygget år: 1975
Oppgradert år: 1997/1999
Max vanndybde: 1500 ft (450m)
Max drilldybde: 20,000 ft (6096 m)



Navn: Bjfjord Dolphin
Type: Semi-submersible
Bygget år: 1974
Oppgradert år: *
Max vanndybde: 1500 ft (458 m)
Max drilldybde: 20,000 ft (6096 m)



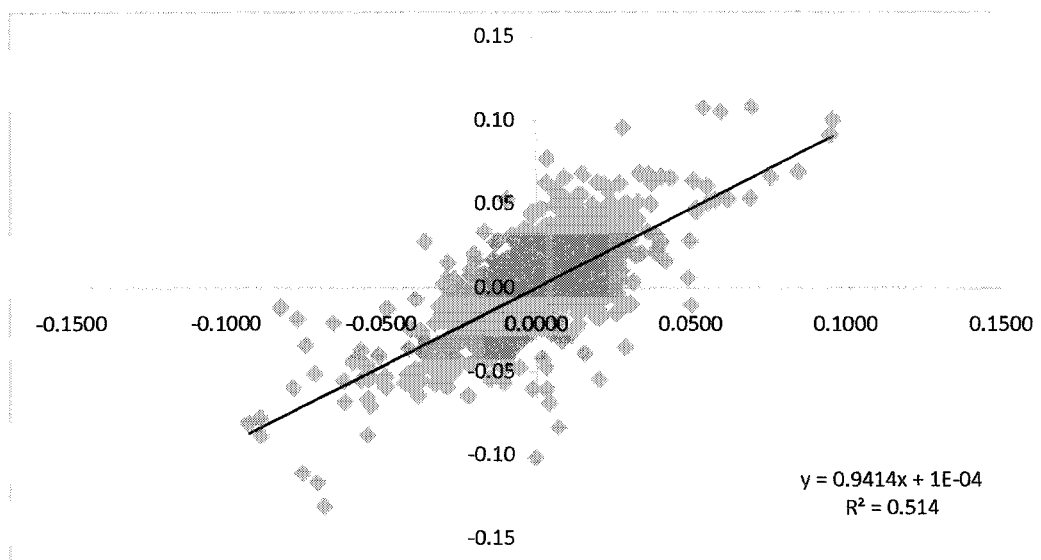
Navn: Blackford Dolphin
Type: Semi-submersible
Bygget år: 1974
Oppgradert år: 2006/2007
Max vanndybde: 7000 ft utstyrt til 6000
Max drilldybde: 30000 ft (9144 m)



Kilde: www.fredolsen-energy.no

Vedlegg 2 Resultat av regresjonsanalyse Betaestimering

Dag



Dependent Variable: FOE_STX

Method: Least Squares

Date: 11/10/10 Time: 09:18

Sample: 1 1251

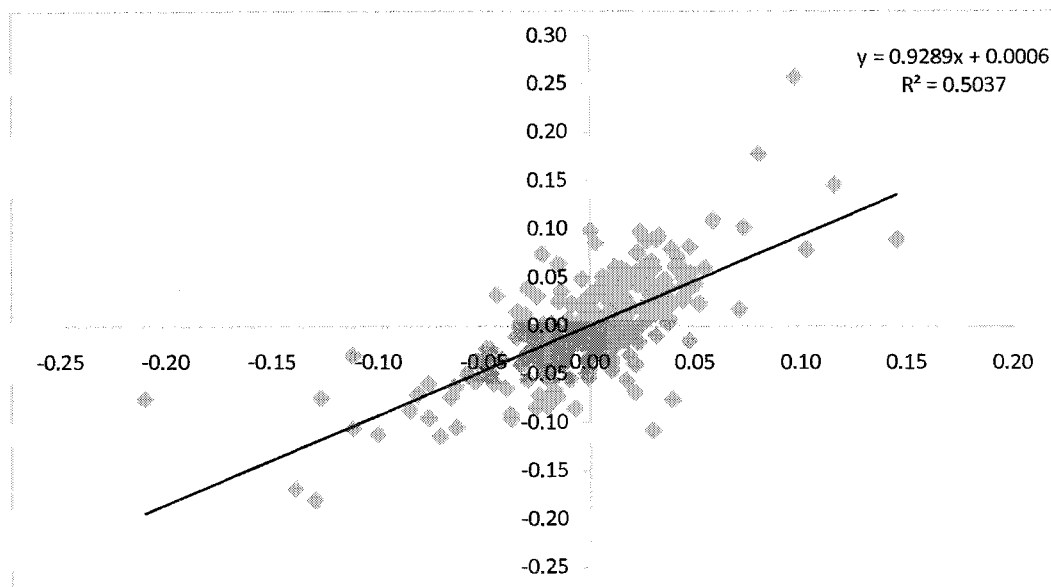
Included observations: 1251

	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	9.99E-05	0.000496	0.201344	0.8405
OSEAX_STX	0.941363	0.025899	36.34749	0.0000
R-squared	0.514034	Mean dependent var		0.000346
Adjusted R-squared	0.513645	S.D. dependent var		0.025162
S.E. of regression	0.017548	Akaike info criterion		-5.246193
Sum squared resid	0.384593	Schwarz criterion		-5.237989
Log likelihood	3283.494	Hannan-Quinn criter.		-5.243109
F-statistic	1321.140	Durbin-Watson stat		2.153031
Prob(F-statistic)	0.000000			

Strategisk analyse og verdsettelse av Fred. Olsen Energy 2010

Tord Øverås

Uke



Dependent Variable: UKEFOE_STX

Method: Least Squares

Date: 11/10/10 Time: 09:20

Sample (adjusted): 1 261

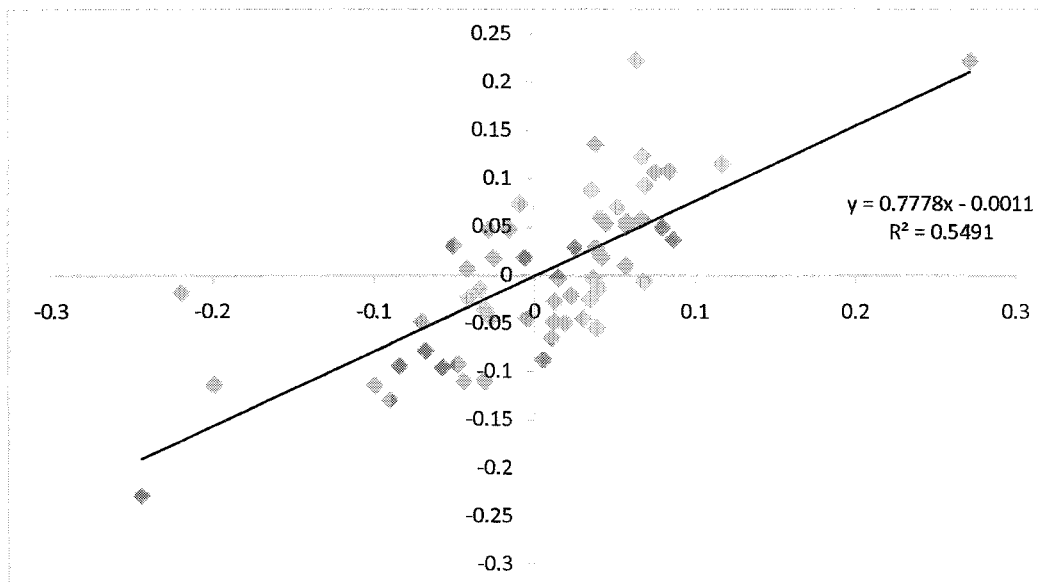
Included observations: 260 after adjustments

	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.000637	0.002256	0.282392	0.7779
UKEOSEAX_STX	0.928905	0.057400	16.18288	0.0000
R-squared	0.503737	Mean dependent var		0.001636
Adjusted R-squared	0.501814	S.D. dependent var		0.051529
S.E. of regression	0.036371	Akaike info criterion		-3.782447
Sum squared resid	0.341289	Schwarz criterion		-3.755057
Log likelihood	493.7181	Hannan-Quinn criter.		-3.771436
F-statistic	261.8857	Durbin-Watson stat		2.252279
Prob(F-statistic)	0.000000			

Strategisk analyse og verdsettelse av Fred. Olsen Energy 2010

Tord Øverås

Måned



Dependent Variable: MNDFOE_STX
 Method: Least Squares
 Date: 11/10/10 Time: 09:20
 Sample (adjusted): 1 58
 Included observations: 58 after adjustments

	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.001080	0.007519	-0.143597	0.8863
MNDOSEAX_STX	0.777808	0.094178	8.258903	0.0000
R-squared	0.549149	Mean dependent var		0.002335
Adjusted R-squared	0.541098	S.D. dependent var		0.084397
S.E. of regression	0.057173	Akaike info criterion		-2.851603
Sum squared resid	0.183049	Schwarz criterion		-2.780553
Log likelihood	84.69648	Hannan-Quinn criter.		-2.823928
F-statistic	68.20948	Durbin-Watson stat		2.036514
Prob(F-statistic)	0.000000			

Vedlegg 3 Syntetisk ratingskala

Syntetisk rating	lg1	rdg	ekp	ndr	Årlig konkurs-sannsynlighet	Kreditt-risikofaktor	Grade
AAA	11,60	16,90	0,94	0,35	0,0001	0,10	Investment grade
	8,90	11,60	0,90	0,31			
AAA	6,20	6,30	0,85	0,27	0,0012	0,50	
	4,60	4,83	0,76	0,22			
AAA	3,00	3,35	0,66	0,17	0,0024	0,25	
	2,35	2,76	0,55	0,13			
BBB	1,70	2,16	0,44	0,10	0,0037	0,40	
	1,45	1,69	0,38	0,82			
BB	1,20	1,22	0,32	0,07	0,0136	0,60	Speculative
	1,05	1,06	0,27	0,05			
B	0,90	0,90	0,22	0,04	0,0608	1,00	
	0,75	0,49	0,18	0,03			
CCC	0,60	0,07	0,13	0,01	0,3085	3,00	
	0,55	-0,35	0,11	-0,00			
CC	0,50	-0,76	0,08	-0,02	0,5410	89,00	
	0,45	-1,17	0,03	-0,03			
C	0,40	-1,58	-0,02	-0,04	0,7752	27,00	Junk
	0,35	-2,00	-0,10	-0,06			
D	0,30	-2,41	-0,18	-0,07	0,9999	1 000,00	

Kilde: www.Standardandpoors.com