

Universitetet i Stavanger
Stavanger, Våren 2012



Verdivurdering av Songa Offshore SE

Daniel Anthony Samuelsen og Stian Tunge



Veileder: Klaus Mohn
Masteroppgave innen anvendt finans
Det samfunnsvitenskapelige fakultet

Universitetet i Stavanger



Universitetet
i Stavanger

**DET SAMFUNNSVITENSKAPELIGE FAKULTET,
HANDELSHØGSKOLEN VED UIS
MASTEROPPGAVE**

STUDIEPROGRAM:
Økonomisk administrative fag

OPPGAVEN ER SKREVET INNEN FØLGENDE
SPESIALISERINGSRETNING: Anvendt finans

ER OPPGAVEN KONFIDENSIELL? Nei
(NB! Bruk rødt skjema ved konfidensiell oppgave)

TITTEL: Verdivurdering av Songa Offshore SE

ENGELSK TITTEL: Valuation of Songa Offshore SE

FORFATTER(E)

VEILEDER: Klaus Mohn

Studentnummer:

Navn:

895782

Daniel Anthony Samuelsen

.....

.....

895747

Stian Tunge

.....

.....

OPPGAVEN ER MOTTATT I TO - 2 - INNBUNDNE EKSEMPLARER

Stavanger,/..... 2012

Underskrift administrasjon:.....

Sammendrag

I denne masterutredningen blir det foretatt en verdsettelse av Songa Offshore SE. Tidspunktet for verdsettelsen er 31.12.2011. Første del av utredningen vil bestå av en gjennomgang av teori, som vil bli anvendt senere i oppgaven. Vi har valgt å gjennomføre en fundamental verdsettelse ettersom denne metoden gir best grunnlag for et relevant verdiestimat.

Videre kommer en gjennomgang av makro og markedsutsikter, som skal sørge for at leseren vil få et innblikk i hvordan offshore riggbransjen fungerer. Her går vi igjennom makroøkonomi, oljemarkedet og riggmarkedet. I den tredje delen av utredningen kommer en presentasjon av selskapet Songa Offshore, fulgt av en regnskaps og risikoanalyse basert på det omgrupperte regnskapet.

Fjerde del av utredningen består av den fundamentale verdsettelsen som baserer seg på analysene tidligere i utredningen. Den fundamentale verdsettelsen veier tyngst i utredningen og priser Songa Offshore til 52,69 kr pr aksje.

For å støtte opp om den fundamentale verdsettelsen ble det i del fem gjennomført en supplerende verdsettelse. Den komparative verdsettelsen gav et gjennomsnittlig verdi estimat på 58 kr pr aksje. Realopsjonene for salg av ultra dypvanns riggen Songa Eclipse eller kjøp av en tilsvarende rigg, gav en tilleggsverdi til den fundamentale verdsettelsen pr aksje. Verdien på opsjonene ble henholdsvis 0,64 kr for put opsjonen og 2,14 kr for call opsjonen.

Vi vil på bakgrunn av denne utredningen anbefale kjøp av Songa Offshore aksjen på Oslo børs.

Innholdsfortegnelse

SAMMENDRAG	3
FIGUR OVERSIKT	5
TABELL OVERSIKT	6
FORORD	8
1.0 INNLEDNING	9
2.0 METODE	11
2.1 OVERSIKT OVER VERDSETTELSESMETODER	11
2.2 FUNDAMENTAL VERDSETTELSE	11
2.2.1 Historisk avkastningskrav	12
2.2.2 CAPM (Re)	12
2.2.3 Avkastningskrav til gjeld (Rd)	14
2.2.4 Risikofri rente	14
2.2.5 Markedets risikopremie	14
2.2.6 WACC	15
2.2.7 Beta til egenkapital	16
2.2.8 Beta til gjeld	16
2.2.9 Terminalverdi	16
2.3 KOMPARATIV VERDSETTELSE	17
2.3.1 Multiplikatormetoden	17
2.3.2 Substansverdimetoden	19
2.4 OPSJONSBASERT VERDSETTELSE	20
2.5 VALG AV VERDSETTELSESMETODE OG RAMMEVERK	23
3.0 MAKRO OG MARKEDSUTSIKTER	25
3.1 MAKROØKONOMI	25
3.2 OLJEMARKEDET	28
3.2.1 Oljepris	28
3.2.2 E&P investeringer	31
3.2.3 Tilbud og etterspørsel av rigger	33
3.3 RIGGMARKEDET	37
4.0 SONGA OFFSHORE SE	40
4.1 SELSKAPET SONGA	40
4.2 REGNSKAPSANALYSE	47
4.2.1 Rammeverk	47
4.2.2 Presentasjon av tall	49
4.2.3 Omgruppering for analyse	52
4.2.4 Analyse av målefeil og justering	57
4.3 RISIKOANALYSE	58
4.3.1 Kortsiktig risikoanalyse – likviditetsanalyse	58
4.3.2 Langsiktig risikoanalyse – soliditetsanalyse	60
4.3.3 Syntetisk rating	62
5.0 FUNDAMENTAL VERDSETTELSE	64
5.1 RAMMEVERK OG FORUTSETNINGER FOR VERDSETTELSEN	64
5.2 AVKASTNINGSKRAV	67
5.3 FREMSKRIVING ETTER BUDSJETTHORISONTEN	71
5.4 FRI KONTANTSTRØM FRA DRIFT	73
5.5 VERDSETTELSE AV SONGA OFFSHORE SE	73
5.6 SENSITIVITETSANALYSER	74
6.0 SUPPLERENDE VERDSETTELSE	77

6.1 KOMPARATIV MULTIPLIKATOR	77
6.1.1 P/E (pris/netto inntekt)	78
6.1.2 P/B (pris/bok)	79
6.1.3 EV/BITDA	79
6.1.4 Oppsummering komparativ verdsettelse	80
6.2 REALOPSJONER	81
6.2.1 Put opsjon	82
6.2.2 Call opsjon	84
6.2.3 Oppsummering realopsjoner og strategiske ettertanker	85
7.0 KONKLUSJON	86
LITTERATURLISTE	87

Figur oversikt

Figur 2.1 Rammeverk fundamental verdsettelse, kilde: Penman (2010)	s.24
Figur 3.1 Anslag i BNP- vekst utlandet, kilde: Norges Bank (2012)	s.27
Figur 3.2 Energi etterspørsel på verdensbasis, kilde: ExxonMobil (2012)	s.29
Figur 3.3 Gjennomsnittlig oljepris jan. 2012, kilde: US Energy Information Administration (EIA)	s.30
Figur 3.4 Anslag globale E&P investeringer, kilde: Barclays Captial (2011)	s.31
Figur 3.5 Historiske globale E&P investeringer vs inflasjonsjustert oljepris, kilde: Barclays Capital (2011)	s.32
Figur 3.6 Petroleumsinvesteringer på norsk sokkel. Faste 2009- priser. Milliarder norske kroner, kilde: Norges Bank (2012)	s.33
Figur 3.7 Historisk global utvikling for flyterigger i 2012, kilde: Swedbank First Securities (2012)	s.33
Figur 3.8 Globalt tilbud og etterspørsel av flytere, kilde: RS Platou (2011)	s.34
Figur 3.9 Gjennomsnittlig dagrate på mellomdypt vann, kilde: First Securities (2012)	s.35
Figur 3.10 Gjennomsnittlig dagrate på ultra- dypvann, kilde Pareto (2012)	s.36
Figur 3.11 Olje og gass verdikjede, kilde: Petrostrategies.org	s.37
Figur 3.12 Kategorisering av borerigger, kilde: Seadrill.com	s.38
Figur 4.1 Kontrakts oversikt, kilde: Songaoffshore.no	s.42
Figur 4.2 Rebasert aksjekursutvikling, kilde: Datastream	s.43
Figur 4.3 Prosentvis fordeling av de 20 største aksjonærene, kilde: Songaoffshore.no	s.45

Figur 5.1 WACC Sensitivitet.....	s.75
Figur 5.2 Dollar sensitivitet.....	s.75
Figur 5.3 Dagrater sensitivitet.....	s.76
Figur 6.1 Verdi av Amerikansk put opsjon for salg av Songa Eclipse. Tall i mill. USD.....	s.82
Figur 6.2 Volatilitet sensitivitet, Amerikansk put.....	s.83
Figur 6.3 Verdi av Amerikansk call opsjon for kjøp av rigg i UDW segmentet Tall i mill. USD.....	s.84
Figur 6.4 Volatilitet sensitivitet, Amerikansk call.....	s.85

Tabell oversikt

Tabell 4.1 Oversikt av Songa sine borerigger.....	s.42
Tabell 4.2 Aksjonæroversikt, kilde: Songaoffshore.no.....	s.46
Tabell 4.3 Rapportert resultatregnskap, kilde: songaoffshore.no.....	s.49
Tabell 4.4 Rapportert balanse, kilde: Songaoffshore.no.....	s.51
Tabell 4.5 Omgruppert endring egenkapital.....	s.53
Tabell 4.6 Unormalt resultat.....	s.54
Tabell 4.7 Reformulert resultatregnskap.....	s.55
Tabell 4.8 Reformulert balanse.....	s.56
Tabell 4.9 likviditetsgrad 1.....	s.59
Tabell 4.10 Egenkapitalandel.....	s.60
Tabell 4.11 Rentedeckningsgrad.....	s.61
Tabell 4.12 Netto driftsrentabilitet.....	s.62
Tabell 4.13 Standard & Poors Ratingklasser.....	s.62
Tabell 4.14 Syntetisk Rating Songa og Bransjen.....	s.63
Tabell 5.1 Resultat regresjonsanalyse.....	s.68
Tabell 5.2 Aritmetisk gjennomsnitt til risikopremie, kilde: http://www.damodaran.com	s.69
Tabell 5.3 Geometrisk gjennomsnitt til risikopremie, kilde: http://www.damodaran.com	s.69
Tabell 5.4 Avkastningskrav til egenkapitalen (Re).....	s.70
Tabell 5.5 Avkastningskrav til gjeld (Rd).....	s.70
Tabell 5.6 Kapitalstruktur 31.12.11.....	s.70

Tabell 5.7 Substansverdi etter budsjettthorisont.....	s.72
Tabell 5.8 Fri kontantstrøm fra drift, årene 2012-2017.....	s.73
Tabell 5.9 Fundamental verdsettelse av Songa Offshore SE.....	s.74
Tabell 6.1 P/E beregning for bransjeutvalget.....	s.78
Tabell 6.2 Verdsettelse av Songa ved bruk av P/E multippel.....	s.78
Tabell 6.3 P/B beregning for bransjeutvalget.....	s.79
Tabell 6.4 Verdsettelse av Songa ved bruk av P/B multippel.....	s.79
Tabell 6.5 EV/EBITDA beregning for bransjeutvalget.....	s.79
Tabell 6.6 Verdsettelse av Songa ved bruk av EV/EBITDA multippel.....	s.80
Tabell 6.7 Opsjonsverdi pr aksje, Amerikansk put.....	s.82
Tabell 6.8 Opsjonsverdi pr aksje, Amerikansk call.....	s.84

Forord

Denne utredningen er siste del av vårt mastergrad studie i økonomi og administrasjon ved Handelshøyskolen ved Universitetet i Stavanger. Vi er begge interessert i olje og gass bransjen, og bestemte oss tidlig for å skrive masteroppgave om et selskap innenfor denne bransjen. Verdsettelse var et fag som vi begge opplevde som utfordrende og spennende, og på bakgrunn av det ønsket vi å analysere et selskap, hvor vi kunne komme frem til et troverdig verdiestimat.

Vi bestemte oss for å skrive om et selskap i riggbransjen, og hadde Songa Offshore og Fred Olsen Energy som alternativ. Etersom Fred Olsen Energy er et veletablert og modent selskap, hvor mange har skrevet lignende utredninger valgte vi Songa Offshore. Å analysere et ungt vekstselskap som Songa har både vært krevende og utfordrende.

Vi ønsker å takke Klaus Mohn for god og konstruktiv veiledning gjennom arbeidet med oppgaven.

Stavanger, Juni 2012

Stian Tunge

Daniel Anthony Samuelsen

1.0 Innledning

I vår masterutredning stiller problemstillingen følgende spørsmål:

- **Hva er egenkapital verdien til Songa Offshore?**

På grunnlag av verdivurderingen til egenkapitalen vil en etter vår oppfatning kunne si om aksjen er riktig priset på børsen. Songa Offshore er et vekstselskap i en syklisk bransje som er relativt nystartet. Disse karakteristikaene danner grunnlaget for en spennende og utfordrende verdivurdering.

Oppgaven starter med en metodedel som gjennomgår teori som senere vil anvendes i selve verdsettelsen av selskapet. Kapittel tre omhandler makro og markedsutsikter, hvor vi har valgt å dele kapittelet i tre deler. Del en tar for seg makroøkonomi i vid forstand. Videre gjennomgås oljemarkedet basert på nøkkeldrivere, og til slutt ser vi på offshore riggmarkedet. Vi har bevisst valgt denne strukturen for å gi leseren en bredere forståelse av offshore bransjen, for så å rette søkelyset på riggmarkedet.

Kapittel fire starter med en presentasjon av selskapet Songa Offshore. Her presenteres Songa sin historie, flåte og liste over hovedaksjonærer. Videre presenteres og analyseres Songa sine rapporterte regnskapstall i regnskapsanalysen. Regnskapstallene omgrupperes for en investororientert analyse. Siste del av kapittelet inneholder en risikoanalyse basert på de omgrupperte tallene. Resultatet av risikoanalysen viser årlig konkurssannsynlighet, som senere blir anvendt ved estimering av avkastningskrav til gjeld.

Hoveddelen av oppgaven er den fundamentale verdsettelsen av Songa Offshore, og forutsetningene i overnevnte kapitler vil danne grunnlaget for en fundamental verdivurdering av selskapet. I tillegg har vi utført en sensitivitetsanalyse som viser hvor følsom verdierstatimatet er for endringer i viktige variabler.

Kapittel seks inneholder en supplerende verdsettelse delt i to deler. Første del tar for seg en komparativ verdsettelse basert på multipler fra et relevant bransjeutvalg. Andre del består av en realopsjonsdel, der vi ønsker å verdsette ulike strategiske veivalg. Realopsjonene vil gi en tilleggsverdi til den fundamentale verdien i kapittel fem. Oppgaven avsluttes med en konklusjon og investeringsanbefaling.

Vi har bevisst valgt å ikke følge en typisk ”fastsatt” strategisk analyse. Etter vår vurdering har vi ikke nok informasjon til å utføre en strategisk analyse som baserer seg på typiske analyse verktøy(SWOT, VRIO og Porters five forces). Disse modellene er i utgangspunktet ment for interne analyser, og for å utføre slike analyser trenger man informasjon som ikke er kjent for allmenheten.

Medio april besluttet vi å stoppe innhenting av informasjon til oppgaven.

2.0 Metode

Ved utarbeidelsen av vår verdsettelse av Songa Offshore er det tre forskjellige verdsettelsesteknikker som blir anvendt. Fundamental, komparativ og opsjonsbasert verdsettelse. Valg av teknikk skal tilpasses en rekke kriterier, som er avgjørende for hvilken metode som blir anvendt. Slike kriterier kan være: livssyklusen til selskapet, omgivelser, bransje og analyseselskapets natur. Verdsettelsesteknikkene brukes i næringslivet, i forbindelse med blant annet fusjoner, fisjoner, oppkjøp og kredittvurderinger.

2.1 Oversikt over verdsettelsesmetoder

Nedenfor vil vi definere hovedtrekkene, samt presentere styrker og svakheter ved de tre verdsettelsesmetodene. De ulike metodene er ikke gjensidig utelukkende, men kan brukes som supplement for å kvalitetssikre resultatet av verdsettelsen.

2.2 Fundamental verdsettelse

Fundamental verdsettelse er den mest tids- og kostnadskrevende verdsettelsesmetoden å bruke. Et fremtidsregnskap blir konstruert etter at man tar i bruk historiske data og ser på de underliggende økonomiske forholdene. Selve målet med analysen er å få et estimat på aksjeverdien til selskapet. Det finnes to alternativ for fundamental verdsettelse, egenkapitalmetoden og total kapitalmetoden. Egenkapitalmetoden innebærer en diskontering av egenkapitalens kontantstrøm på egenkapitalens avkastningskrav. Anvendelsen av total kapitalmetoden innebærer å utarbeide nåverdien av total kapitalen og deretter subtrahere netto finansiell gjeld og minoritetsinteresser for å finne verdien av egenkapitalen.

Innenfor hver av disse metodene finnes det tre ulike verdsettelsesmodeller (Penman 2010).

1. Dividendemodellen/fri kontantstrøm modellen. Fri kontantstrøm vil si , kontantstrøm fra drift med fratrekk for investeringer i drift, diskontert med tilhørende avkastningskrav. Den frie kontantstrømmen blir funnet ved hjelp av følgende formel (Damodaran, 2002).

$$(1) \quad FCFF = EBIT \cdot (1 - \text{skattesats}) + \text{Avskrivninger} - \text{CAPEX} - \Delta \text{Arbeidskapital}$$

FCFF = Fri kontantstrøm til selskapet *EBIT = Fortjeneste før finansposter og skatt*
CAPEX = Utgifter til investeringer/nyutvikling

2. Superprofittmodellen(RE-modellen) baserer verdsettelsen på profitt utover avkastningskravet.
3. Superprofitt vekstmodellen(AEG-modellen) innebærer verdsettelse basert på veksten i superprofitt med påfølgende kapitalisering.

Ved konsistent bruk av modellene vil egenkapitalmetoden og totalkapitalmetoden gi samme verdiesimat, men allikevel strides det om hvilken metode som er den beste. I Koller et al. 2010 anbefales totalkapitalmetoden fremfor egenkapitalmetoden.

De fundamentale teknikkene baserer seg på historiske data, noe som gjør at selskaper som har kommet seg forbi vekstfasen og inn i en mer stabil del av livssyklusen vil ha størst nytte av de fundamentale teknikkene. Nystartede selskap har ofte store investeringer i oppstartsfasen som ikke er representativ for resten av livssyklusen, herunder investeringer i eksempelvis bygg og anlegg, maskiner og diverse. Det er derfor lite hensiktsmessig å vektlegge tallene fra en slik oppstartsfase for mye. Historiske data fra vekstfasen til selskap bør heller ikke tillegges for mye vekt i en fundamental analyse. Etter hvert vil selskaper i vekstfasen gå inn i en mer stabil livssyklus som egner seg bedre for analyse .

2.2.1 Historisk avkastningskrav

Avkastningskravet er avkastningen en investor krever for å kompensere for risikoen ved en investering (Penman 2010). Et selskap genererer superprofitt hvis avkastningen på investeringene er større enn avkastningskravet. Det finnes forskjellige modeller for å beregne et avkastningskrav. CAPM, ICAPM, arbitrasjepreisingsmodeller og Fama&Frenchs fler faktor modell er eksempler på slike modeller (Koller et al. 2010).

2.2.2 CAPM (Re)

CAPM står for capital asset pricing model, og er den mest benyttede modellen for å komme frem til et avkastningskrav på egenkapitalen. CAPM modellen har en rekke forutsetninger. Modellen forutsetter at markedet er effisient. Et marked er effisient når prisene på verdipapirene reflekterer all tilgjengelig informasjon. Det forutsettes også at:

- Investorene er rasjonelle og risikoaverse
- Det er ingen mulighet for arbitrasje
- Avkastningen er normalfordelt

- Kapitalmarkedet er perfekt
- Risikofri rente eksisterer med ubegrensede utlånsmuligheter

Investorer får kun betalt for systematisk risiko. Ifølge modellen er dette den eneste risikoen man trenger å ta ettersom den usystematiske risikoen lett kan diversifiseres bort. Premien på risikoen til markedsporteføljen, og investeringens sensitivitet ovenfor denne risikoen utgjør risikopremien til en investering. CAPM uttrykkes på følgende måte:

$$(2) \quad R_e = R_f + \beta_e \cdot (R_m - R_f)$$

$$R = \text{Avkastningskrav til ek}, \quad R_f = \text{Risikofri rente}, \quad (R_m - R_f) = \text{Risikopremie}$$

$$\beta_e = \text{Forventet beta verdi } \beta_e = \frac{\text{COV}(R_e, R_m)}{\text{VAR}(R_m)}$$

CAPM modellen er som nevnt ovenfor den mest brukte, og er i tillegg lett å anvende. I Damadoran (2002) hevdes det at de mer komplekse modellene ikke gir signifikant bedre resultater ved å estimere forventet avkastning. CAPM modellen vil dog kunne gi et dårligere estimat for oljerelaterte selskaper. Risikoen til disse selskapene er veldig avhengig av svingninger i oljeprisen, noe som ikke blir hensyntatt i tilstrekkelig grad i CAPM modellen.

Andre modeller hvor oljepris og råvarepriser blir hensyntatt vil gi et bedre estimat på risikoen ved prissvingninger og forventet avkastning (Damodaran 2002). Empiriske undersøkelser utført av Sadorsky (2001) og Aleisa, Dibooglu og Hammoudeh (2003) viser at svingninger i oljeprisen har en signifikant innvirkning på aksje avkastningen til olje og gass selskap. Som nevnt hensyn tas ikke denne faktoren i CAPM modellen og det kan derfor argumenteres for at Fama&Frenchs fler faktor modell vil kunne gi et bedre estimat. Forskere har blant annet brukt denne modellen til å forklare årsaker til uregelmessigheter i prisingen av eiendeler i 1980 og 1990 årene (Mohn, Misund 2008). De alternative modellene til CAPM gjør en bedre jobb i å forklare historisk avkastning ettersom de baserer seg på flere faktorer, men det er større utfordringer ved bruk av fler faktor modeller når vi skal estimere fremtidig avkastning. Betaen og premien til hver faktor må estimeres, noe som er ekstremt krevende ettersom betaen og premien til de ulike faktorene er veldig volatile. I følge Damadoran (2002) kan estimeringsfeil i mange tilfeller eliminere fordelene ved å benytte seg av en mer komplekse modeller enn CAPM.

2.2.3 Avkastningskrav til gjeld (Rd)

Avkastningskravet til gjeld representerer kravet til selskapets långivere. Ved utlån krever kreditorene å få dekket risikofri rente, risikopremie for systematisk risiko og kredittrisikopremie. Kredittrisikopremien finnes ved å multiplisere risikofri rente med en kredittrisikofaktor. Formelen for avkastningskravet til gjeld uttrykkes ved:

$$(3) \quad R_d = R_f + (\beta d \cdot r_m) + K r_p$$

R_d = Avkastningskrav til gjeld, $(\beta d \cdot r_m)$ = risikopremie for systematisk risiko

$K r_p$ = Kredittrisikopremie ($R_f \cdot$ kredittrisikofaktor)

2.2.4 Risikofri rente

Avkastningen en investor kan oppnå uten å ta risiko blir kalt risikofri rente. Det er to kriterier som må være oppfylt for en risikofri rente, 1) ingen konkursrisiko, 2) ingen risiko ved reinvestering (Damadoran 2002). I følge Koller et al. 2010 skal man bruke statsobligasjoner eller såkalte "default-free government bonds" til å estimere risikofri rente. Ideelt sett skal fremtidige kontantstrømmer diskonteres med statsobligasjoner med samme løpetid, men dette blir sjeldent utført i praksis. Det vanligste er å anvende amerikanske statsobligasjoner med 10 års løpetid (Koller et al. 2010).

2.2.5 Markedets risikopremie

Risikopremie er tillegget en investor krever i kompensasjon for å bære risiko ut over den risikofrie renten. Etersom investorer er risikoaverse krever de en ekstra premie for å sitte på aksjer fremfor statsobligasjoner. Differansen mellom markedets forventede avkastning og risikofri rente utgjør markedets risikopremie.

Den vanligste metoden for å estimere markedets risikopremie er å se på historisk meravkastning. Ved anvendelse av denne metoden er det optimalt å bruke historiske observasjoner langt tilbake i tid for å unngå estimeringsfeil. Ved å bruke historiske observasjoner over en kort tidsperiode på for eksempel 10-20 år vil en kunne få et dårligere estimat på grunn av "støy". Aksjepremiemysteriet som er det norske ordet for "The equity premium puzzle" forklares med at aksjer har gitt en meravkastning sammenlignet med alternative investeringer (obligasjoner) som overskrider det man teoretisk burde forvente. Med andre ord har aksjer historisk sett gitt en større verdistigning enn det som var forventet

på investeringstidspunktet. En av flere mulige forklaringer på fenomenet er at investorer kan være mindre villige til å ta på seg risiko enn det man tidligere antok. Investorene har en tendens til å fokusere mer på risikoen for tap enn for muligheten til gevinst (Mehra, Prescott 1985).

Ingen av dagens modeller estimerer markedets risikopremie helt presist, noe som er årsaken til at det er et av de mest debatterte temaene i finans (Koller et al. 2010). En analyse av NHH professor Thore Johnsen viser at meravkastningen i aksjemarkedet ligger på 5 prosent. Johnsen brukte tall fra perioden 1900-2005 i sine beregninger (Øksnes 2010). Koller et al. 2010 opererer med et lignende estimat, som varierer mellom 4,5-5,5 prosent.

2.2.6 WACC

I en verdsettelse er det den frie kontantstrømmen fra netto driftseiendeler som neddiskonteres til et verdiestimat. WACC står for vektet gjennomsnittlig kapitalkostnad og blir benyttet som et avkastningskrav i fundamental verdsettelse. WACC tar hensyn til både egenkapital- og gjeldsfinansiering, og representerer dermed den gjennomsnittlige kapitalkostnaden. Avkastningskravet fremkommer gjennom en markedsbasert vektning av egenkapitalkrav og netto gjeldskrav. (Koller et al. 2010).

$$(4) \quad WACC = \frac{E}{V} \cdot Re + \frac{D}{V} \cdot Rd \cdot (1 - Tc)$$

$$\begin{array}{ll} E = \text{Markedsverdi av egenkapital} & D = \text{Markedsverdi av gjeld} \\ V = E + D & Re = \text{Avkastningskravet til egenkapital} \\ Rd = \text{Avkastningskravet til gjeld} & Tc = \text{Skattesats} \end{array}$$

Formelen ovenfor viser sammenhengen etter skatt, noe som er naturlig ettersom kontantstrømmene som benyttes i fundamental verdsettelse også er etter skatt.

2.2.7 Beta til egenkapital

Beta er korrelasjonen mellom avkastningen til en gitt investering og avkastningen i markedet. Enklere forklart er betaen et mål på den markedsrelaterte risikoen. Beta blir beregnet ved å dividere kovariansen mellom selskapets avkastning og avkastningen til markedsporteføljen, på variansen til markedsporteføljen. Beta er gitt ved følgende formel:

$$(5) \quad \beta_i = \frac{COV(R_i, R_m)}{VAR(R_m)}$$

Beta for markedsporteføljen er lik 1. Selskaper med beta under 1 svinger mindre i forhold til markedet og motsatt for selskaper med beta større enn 1. Dersom et selskap har en beta på 0,5 innebærer det at selskapet forventes å falle med 5 prosent når markedet faller med 10 prosent, og å stige med 5 prosent når markedet stiger med 10 prosent.

2.2.8 Beta til gjeld

Det er vanlig å gå ut ifra at betaen til gjeld er lik 0. Den systematiske risikoen til gjeld blir balansert med den systematiske risikoen til finansielle eiendeler. Gjeldsbetaen kan estimeres på samme måte som egenkapitalbetaen, men er gjenstand for mye støy og vil ofte kunne gi et urimelig estimat til gjelds beta (Knivsflå 2006).

2.2.9 Terminalverdi

I en fundamental verdsettelse er det mest vanlig å estimere kontantstrømmer for de neste årene for så å legge til en terminalverdi som tilnærming til vekstverdien utover år 7. Det finnes flere måter å estimere en terminalverdi på, men det mest utbredte metoden er å anta at selskapet vil ha en konstant vekstrate i evig tid (Damodaran 2002). For å estimere terminalverdien tar man den frie kontantstrømmen fra terminalåret og dividerer denne på avkastningskravet (WACC) fratrukket vekstraten. Forklart med formel uttrykkes det på følgende måte:

$$(6) \quad \text{Terminalverdi} = \frac{FCFF}{WACC - \text{Vekstrate}}$$

Ved denne beregningen forutsettes det at selskapet vil fortsette driften og ha en konstant vekst i kontantstrømmene etter terminalåret. Selskapsverdien blir beregnet ved å ta de fremtidige

frie kontantstrømmene til selskapet, legge til terminalverdien, for så å neddiskontere disse med et avkastningskrav (WACC). Damodaran definerer estimering av selskapsverdi med denne formelen:

$$(7) \text{ Selskapsverdi} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{FCFF_t}{(1+WACC)^t} + \frac{\text{Terminalverdi}}{(1+WACC)^n}$$

Avkastningskravet og vekstraten er to avgjørende faktorer ved verdsettelse med denne metoden. Små endringer i disse faktorene kan gi store utslag i estimert terminal og selskapsverdi. Selskaper som opererer internasjonalt kan ikke ha en vekstrate på lang sikt som er høyere enn BNP på lang sikt (Damodaran 2002).

2.3 Komparativ Verdsettelse

Den metoden som blir mest brukt i praksis er komparativ verdsettelse. Hovedårsakene til det er at metoden er lett å bruke, har lav kostnad og krever minimalt med tid. Vi har to typer komparativ verdsettelse, multiplikator- og substansverdimetoden.

2.3.1 Multiplikatormetoden

For å finne verdien på et selskap ved å bruke en multiplikator verdsettelse anvender man forholdstall hentet fra sammenlignbare selskaper eller et bransjegenomsnitt. De vanligste multiplene er P/B (pris/bok), P/E (pris/inntekt), P/S (pris/salg). Vi har også EV/EBITDA¹ (Selskapsverdi/ Fortjeneste før finanskostnader, skatt, avskrivninger og nedskrivninger) multiplene som er spesielt godt egnet for industri og sektorer som krever store investeringer over lang tid, en betegnelse oljeservice sektoren går inn under (Damodaran 2002).

EV/EBITDA

De siste to tiårene har EV/EBITDA multiplene fått mer anerkjennelse. Hovedårsaken til dette er at denne multiplene er lettere å anvende i flere tilfeller enn andre multipler som for eksempel P/E. Hvis et selskap rapporterer negativ EPS (fortjeneste per aksje) kan ikke P/E brukes, men ofte kan EV/EBITDA multiplene anvendes ettersom det er færre selskaper som rapporterer negativ EBITDA. Som nevnt ovenfor står EBITDA for fortjeneste før finanskostnader, skatt, avskrivninger og nedskrivninger. Det blir lettere å sammenligne

¹ EBITDA = Earnings before interest, taxes, depreciation & amortization

selskaper med ulik kapitalstruktur når disse elementene blir ekskludert. Multiplene blir definert av Damodaran på følgende måte:

$$(8) \quad \frac{EV}{EBITDA} = \frac{\text{Markedsverdi EK} + \text{Markedsverdi gjed} - \text{kontanter}}{EBITDA}$$

P/B (pris/bok)

P/B tallet blir definert som aksjekurs dividert med bokført verdi av egenkapitalen pr. aksje. Denne multiplene gir intuitivt et stabilt verdierestimert som kan sammenlignes med andre verdierestimert basert på markedsverdi. Gitt at regnskapsstandardene til de sammenlignbare selskapene er rimelig konsistente, så vil P/B tallet kunne anvendes til å avdekke tegn på under og overprising (Damodaran 2002). Nedenfor ser du definisjonen på P/B tallet.

$$(9) \quad \frac{P}{B} = \frac{\text{Markedspris pr aksje}}{\text{Bokført verdi av EK pr aksje}}$$

P/E (pris/ netto inntekt)

De fleste analytikere vil definere P/E tallet som aksjekurs dividert med selskapets fortjeneste per aksje (EPS). Det finnes forskjellige varianter av P/E multipler, men den vanligste er P/E uten ekstraordinære poster. Intuitivt vil en sammenligning av to selskaper vise at det selskapet med lavest P/E er priset lavest. Dette trenger ikke nødvendigvis være tilfelle hvis selskapet med lavest P/E har høyere vekstrate. Selve regnskapsføringen til det aktuelle selskapet og hvor selskapet er i sin livssyklus har også en direkte innvirkning på P/E tallet. Hvis selskaper opererer med forskjellige regnskapsprinsipper kan det gi store utslag på EPS og P/E ettersom selskapene ikke behandler skatt, avskrivninger og kostander på samme måte. Et selskap helt i starten av livssyklusen har ofte større investeringer enn et veletablert selskap og vil derfor ofte også ha større avskrivninger (Damodaran 2002). Under følger definisjonen av P/E.

$$(10) \quad \frac{P}{E} = \frac{\text{Markedspris pr aksje}}{\text{Fortjeneste pr aksje}}$$

P/S (pris/salg)

P/S er en inntektsmultiplum som kan være bedre egnet å anvende på nystartede selskaper, ettersom de ofte har negative fortjeneste de første årene. Fortjenestemultipler er mye mer volatile enn inntektsmultipler fordi de som regel har mindre svingninger i salgsinntekter på en årlig basis, enn i fortjeneste. Ifølge Damodaran er inntektsmultipler veldig anvendelige og P/S er den best egnede multiplum til å sammenligne selskaper på tvers av sektorer. Formelen for P/S er:

$$(11) \quad \frac{P}{S} = \frac{\text{Markedspris pr aksje}}{\text{Salgsinntekt pr aksje}}$$

Oppsummering:

For å bestemme hvilke/hvilket forholdstall som skal benyttes må man ta et valg ut ifra selskapets natur og bransje. Det at denne metoden er lett å anvende gjør også at den er lett å misbruke. Det finnes en rekke svakheter med multiplikator metoden: Selskapene man sammenligner vil aldri være perfekt sammenlignbare og det kan være spesielle forhold i et selskap, som gjør metoden sterkt misvisende. Forskjellige verdier vil kunne oppstå ved bruk av forholdstall i beregningene, noe som bidrar til at bruk av multipler i verdsettelse vil gi subjektive resultater. Bruk av multipler i verdsettelse er basert på et effisient marked, hvor feilprising ikke forekommer, noe som ikke alltid er tilfelle (Penman 2010).

2.3.2 Substansverdimetoden

Den andre metoden innenfor komparativ verdsettelse er substansverdimetoden. I substansverdimetoden sammenligner en selskapets eiendeler med markedsværdien av tilsvarende eiendeler for sammenlignbare selskaper, for deretter å trekke fra værdien på gjelden. Det en da står igjen med er værdien på egenkapitalen til selskapet. En forutsetning for substansverdimetoden er at det finnes ”aktive markeder²” der en kan drive handel av eiendeler. Denne metoden har også flere svakheter: Det kan være vanskelig å finne markedsværdien hvis det ikke er likviditet i markedet. Værdien av eiendelen reflekterer ikke dens posisjon eller bruk i selskapet. Værdsettning av en immateriell eiendel kan være svært vanskelig. Synergieffektene blir ikke fanget opp ved bruk av denne metoden. Substansverdien er ikke særlig utbredt, men blir brukt i sammenheng med å finne et selskaps likvideringsverdi, selskaper knyttet til primærindustrien, samt rigg og shipping bransjen.

²Et aktiv marked kjennetegnes av at det er stort volum og høy likviditet ved handel av verdipapirer.

2.4 Opsjonsbasert Verdsettelse

Et derivat blir definert som et finansielt instrument der verdien er avledet av et mer grunnleggende og underliggende aktiva. En av de mest vanlige derivatene er aksjeopsjoner, som altså verdsettes ut fra underleggende verdi til den aktuelle aksjen (Hull 2012).

Underliggende aktiva i denne sammenheng har i senere tid utvidet seg til å bli et bredt spekter av fenomener, nevnte fenomener kan være pris på kobber, råolje, forsikring og værphenomener. I vår sammenheng er det relevant å avgrense opsjonsteorien til aksjeopsjoner og realopsjoner, og vi går derfor ikke mer inn på de andre typer av derivater og opsjoner som eksisterer. En realopsjon er verdsettingen av et foretaks valgmuligheter relatert til kapital prosjekter. Den viktigste forskjellen mellom realopsjoner og andre opsjoner blir da at en realopsjons verdi ikke avledes av et underliggende aktivum i samme forstand, men fleksibiliteten til en investering.

Det finnes to typer opsjoner, såkalt put og call opsjoner. En call opsjon gir eieren en rett, men ikke plikt til å kjøpe underliggende for en viss pris om et visst utløpstidspunkt i fremtiden. En put opsjon er en salgsopsjon, og gir eieren rett, men ikke plikt til å selge underliggende aktiva for en viss pris på et visst utløpstidspunkt i fremtiden. Investorer som ønsker å kjøpe opsjoner må betale en Premium, som da er kostnaden for rettigheten til å kjøpe eller selge underliggende. Betingelsene i opsjonskontraktene kan variere i stor grad, varierende betingelser for utøvelsestidspunkt er et eksempel på det.

Amerikansk opsjon er det vanligste opsjonsformatet, man har da rett til å selge/ kjøpe underliggende helt til utløpsdatoen. Europeiske opsjoner har ikke de samme betingelsene som den amerikanske, og man kan bare selge/kjøpe underliggende på selve utløpsdatoen (Hull 2012).

I tradisjonelle investeringsanalyser er det vanlig å gjennomføre en investering hvis NNV(netto nåverdi) er positiv forutsatt at investeringene er uavhengige, og da heller ikke å investere hvis NNV er negativ. Ulempen med slike tradisjonelle analyser er at de ikke klarer å fange opp usikkerheten som skapes av konjunktur og makro forhold. Makro og konjunkturforhold er meget vanskelig å estimere ex ante. I tradisjonell NNV metode er nåverdien beregnet slik at hvert enkelt prosjekt går nøyaktig slik som tenkt, og det tilhørende problemet er da følgelig at slik fungerer ikke den virkelige verden. For å kompensere for denne skjevheten har det i senere tid blitt vanlig å supplere verdsettingen med realopsjoner.

Teori for realopsjoner kan benyttes for å verdsette fleksibiliteten selskaper har rundt sine investeringer. Teoretisk verdsettes realopsjoner ved at man benytter seg av sammenliknbarheten mellom finansielle opsjoner og investeringer, og da kan fleksibiliteten i hele prosjektet betraktes som en opsjon på de underliggende kontantstrømmene. Sødal (2004) forklarer det så enkelt som at kjernen i realopsjonsteorien er å få fram konsekvenser av realinvesteringer med liten alternativ verdi den dagen markedet ikke utvikler seg slik som forventet.

Fleksibilitet i realopsjons kontekst er selskapets mulighet til å eventuelt utsette produksjon, reduser/ øke produksjon og mulighet for utvidelse av produksjonen, samt muligheter for å avslutte prosjekter.

Mer presist kan realopsjonene deles inn i fem forskjellige typer (Hull 2012):

1. *Opsjonen til å forlate.* Denne opsjonen beskriver fleksibiliteten til å selge eller legge ned prosjekter.
2. *Opsjonen til ekspandere.* Dette er en opsjon på å utvide produksjonen med større grad av investeringer hvis forholdene ligger til rette for det.
3. *Opsjonen til å sammentrekke.* Denne opsjonen omhandler en eventuell reduisering av en produksjon.
4. *Opsjonen til å utsette.* Opsjonen til å utsette et prosjekt kan være meget verdifullt. Særlig i oljebransjen er denne opsjonen viktig, siden oljepris er en sterk driver i prosjektbeslutninger.
5. *Opsjonen til å utvide/forlenge.* Noen ganger er det verdifullt å utvide livshorisonten til prosjekter ved å ta en fast investering.

Som tidligere nevnt kan realopsjoner sammenliknes med finansielle opsjoner grunnet liknende egenskaper. Positiv gevinst på kjøpsopsjoner (call) oppstår når innløsningskurs(strikeprice, K), som er den avtalte salgsprisen i den inngåtte opsjonskontrakten er lavere enn prisen på underliggende på eksersis tidspunktet(St) minus prisen på opsjonen. Verdien av en kjøpsopsjon kan da skrives som $V_0 = \max(St - K, 0)$. For å illustrere litt bedre viser vi et enkelt regnestykke. Prisen på underliggende (St) er 1150, prisen inngått i kontrakten (K) er 1000 og prisen for å kjøpe opsjonen er 50. Gevinsten vil da være $1150 - 1000 - 50 = 100$. Hvis St var mindre enn K , ville en investor ikke velge å benytte seg av

opsjonen og det totale tapet ville begrenset seg til kostnaden av opsjonen på 50. En salgsoption (put) vil ha motsatt profittprofil med en formel som er $V_0 = \max(K - S_t, 0)$.

Realopsjoner kan sees på som en rettighet, men ikke en forpliktelse til å ta verdiskapende beslutninger. Avhengig av de forskjellige typene realopsjoner vil man kunne sette profittprofil som en kjøpsopsjon eller en salgsoption. Eksempelvis er opsjonen til å "forlate" en Amerikansk put opsjon.

Når realopsjoner og opsjoner verdsettes er det viktig å kartlegge risikomomenter og verdidrivere. I hovedsak kan det deles inn i seks variabler som påvirker opsjonsverdien.

1. *Verdien av underliggende.* Når underliggende øker i verdi vil også verdien av en kjøpsopsjon øke, mens salgsoptioner vil minke i verdi. I realopsjonstermer vil en økning i verdien av for eksempel rigger øke verdien av en realopsjon til et riggprosjekt.
2. *Variansen i underliggende eiendels verdi.* For både salg og kjøpsopsjoner vil økende varians være positivt for verdien av opsjonen. At høyere varians, som da impliserer høyere risiko vil gi opsjonen høyere verdi kan virke kontraintuitivt. Siden eieren av opsjonen ikke kan tape mer enn investert, og bare vil utøve hvis opsjonen har verdi, vil man ha stort verdi potensiale av store svingninger i underliggende eiendel.
3. *Dividende fra underliggende eiendel.* Utbytte eller dividende fra underliggende eiendel, for eksempel aksjer, vil redusere verdien av kjøpsopsjoner. En eiendel vil på sikt krympe i verdi etter dividende utbetalinger. Salgsoptioner vil da følgelig øke i verdi etter utbytte.
4. *Innløsningskursen.* Forandringer i innløsningskursen vil påvirke salg og kjøpsopsjoner motsatt av hverandre. En økning av innløsningskursen vil gi mindre profitt til en kjøpsopsjon, gitt prisen på underliggende ikke forandres.
5. *Tidshorisonten.* Lengre tidshorisont påvirker både salg og kjøpsopsjoner positivt, lengre tid betyr mer tid for kursen til underliggende å bevege seg på.
6. *Risikofri rente som korresponderer til opsjonens livshorisont.* Høyere risikofri rente vil øke verdien på en kjøpsopsjon, mens en økning vil redusere verdien av en salgsoption. Den risikofrie renten reflekteres av tidsverdien av penger, og når den risikofrie renten økes vil det gjøre at pengene i dag er mer verdt i morgen (Damodaran 2002).

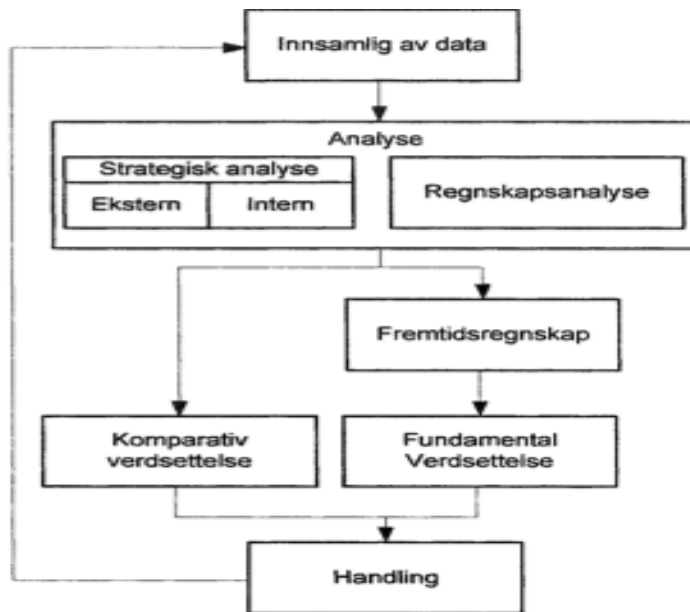
2.5 Valg av verdsettelses metode og rammeverk

Vi velger fundamental verdsettelse som utgangspunkt for vår oppgave, og komplementerer denne med komparativ og opsjonsbasert verdsettelse. I en fundamental verdsettelse kan en som nevnt ovenfor velge mellom total kapitalmetoden og egenkapitalmetoden. Vi har valgt total kapitalmetoden og verdsetter egenkapitalen gjennom å diskontere den frie kontantstrømmen fra drift (FCFF) med avkastningskravet (WACC). Netto finansielle eiendeler og gjeld blir fratrukket.

Ettersom Songa Offshore er børsnotert er den nødvendige informasjonen lett tilgjengelig. Vi anvender regnskap fra 4.kvartal 2006 frem til 4.kvartal 2011. Songa er et relativt nystartet selskap og det kan derfor diskuteres om fundamental verdsettelse er den beste metoden ettersom fundamental verdsettelse baserer seg på historiske regnskap. Nystartede selskap har ofte høye investeringskostnader i oppstartsfasen. Disse investeringskostnadene vil sannsynligvis ikke opprettholdes i overskuelig fremtid.

Selskapet er etter vår oppfatning likevel oversiktlig nok til at vi kan utføre en fundamental verdsettelse. Et dilemma i den fundamentale verdsettelsen når en skal estimere terminalverdien til et selskap, er om man skal forutsette ”steady state”³ eller benytte en substansverdi som verdiestimat. Det vil etter hvert være behov for fornyelser i Songa ettersom en del av den nåværende flåten er relativt gammel. Songa har våren 2012 fire rigger under konstruksjon. Selve prosessen ved fundamental verdsettelse kan beskrives gjennom et rammeverk basert på Penman (2010), utvidet med en opsjonsbasert verdsettelse.

³ En antakelse om at driften når en stabil tilstand, hvor både driftsresultat og investeringer vokser med den samme konstante raten i all fremtid (Penman 2010).



Figur 2.1, Rammeverk fundamental verdsettelse, kilde: Penman (2010)

En fundamental verdsettelse er mer kompleks og tidkrevende enn det kan se ut som ved første øyekast. Den fundamentale analysen består av 5 steg. Steg 1 innebærer å sette seg inn i bransjen og få rede på de gjeldende faktorene i bransjen(lovverk, omgivelser, konkurrenter). Videre må det foretas en intern analyse hvor en kartlegger selskapets styrker, svakheter og om det er mulig for selskapet å oppnå en strategisk fordel. Steg 2 er analyse av historiske regnskaper. Her blir det foretatt en omgruppering av regnskapene etter drift og finansielle poster. Unormale poster blir fjernet fra regnskapet og videre finner en og justerer for målefeil. Etter denne prosessen utarbeider en og analyserer forholdstall. Steg 3 bygger på informasjon hentet fra de to foregående stegene. Informasjonen anvendes og det blir utarbeidet et fremtidsregnskap som er grunnlaget for verdsettelsen i steg 4. Kontantstrømmen fra fremtidsregnskapet diskonteres med et avkastningskrav og resultatet er et fundamentalt verdiestimat. Det vil videre foretas en sensitivitetsanalyse for å få en forståelse av betydningen til de ulike faktorene. Steg 5 og siste del i analysen er å vurdere om de underliggende økonomiske forholdene i selskapet er reflektert av verdsettelsen.

3.0 Makro og markedsutsikter

I dette kapitlet går vi først gjennom generell makroøkonomi etterfulgt av en gjennomgang av oljemarkedet og riggmarkedet.

3.1 Makroøkonomi

Den globale veksten i 2011 endte på 3,6 prosent. Gjennomsnittstallet skjuler at veksten i industrilandene kun var på 1,6 prosent, noe som er lavere enn det mange antok på forhånd. Derimot overrasket den fremvoksende halvdel av verden, og da spesielt Kina. Den svake veksten i industrilandene kan forklares med at de i fjor ble utsatt for tre uventede ”sjokk” (DNB Markets 2012).

Den første av disse var den såkalte ”arabiske våren”, med folkeopprør som spredde seg fra Tunisia til Egypt og videre til oljeprodusenten Libya. Dette fikk en umiddelbar effekt på oljeprisen som i april var oppe i hele 126 dollar fatet. Fasit for den gjennomsnittlige oljeprisen for 2011 ble 112 dollar fatet, noe som var høyere enn det DNB Markets og andre finansinstitusjoner spådde på forhånd. Den ”arabiske våren” bidro helt klart til å drive oljeprisen opp. Jordkjelvet i Japan 11. mars førte til den såkalte ”trippelkatastrofen” – jordkjelvet, tsunamien og nedsmeltingen på kjernekraftverket i Fukushima. Japan er verdens tredje største økonomi og er en viktig leverandør av høyteknologisk vareinnsats til mange industriland. Forsyningslinjene ble brutt og dette skapte ringvirkninger til mange av de største industrilandene.

Statsgjeldskrisen i eurosonen sto for det tredje og minst overraskende ”sjokket”. Krisen gikk over i en ny og mer dramatisk fase, da krisen fikk innvirkning på større, og viktigere land. Frykten for hva som skjer med Italia er særlig stor, og mange mener at Italia er for stort til å la det gå konkurs, men også for stort til å reddes. Bankenes situasjon er forverret og de stiller strengere krav for å låne ut penger. Flere land sliter med høye statslånsrenter, nivåer som over tid ikke er bærekraftige. Effekten av de to første sjokkene er allerede tatt ut. Oljeprisen har holdt seg på et stabilt nivå mellom 110-120 dollar fatet siden mai 2011. Situasjonen i Japan bedret seg relativt raskt og allerede over sommeren var vareproduksjonen omtrent tilbake på nivået før krisen. Selv om mange tiltak er gjennomført, er virkningene av det tredje sjokket sannsynligvis ikke eliminert. Risikoen knyttet til bankkrise ved mislighold av statsgjeld virker å være redusert. Særlig Hellas har vist tegn til forbedring ved at de har kommet til enighet med sine private kreditorer om en gjeldssanering. Villigheten til å sanere gjeld har gjort at

statsledere har vedtatt en ny lånepakke til Hellas. Også i de internasjonale finansmarkedene har vi sett lyspunkter etter årsskiftet. Store langsiktige lån fra den europeiske sentralbanken til bankene har bidratt til å øke likviditeten og redusere risikopremiene i det europeiske banksystemet og i markedet for statsgjeld. Likevel er langsiktige renter for Italia og Spania på samme nivåer som i oktober i fjor (Norges Bank 2012).

Verdens største økonomi, den amerikanske, har vist tegn til bedring det siste halvåret etter et skuffende første halvår. Tall fra fjerde kvartal viser at den annualiserte veksten for USA endte på relativt solide 3 prosent (bea.gov).

Det er flere risikofaktorer globalt det kommende året. Den viktigste risikofaktoren er uten tvil den pågående krisen i eurosonen. Som tidligere nevnt er det hva som kan skje med de såkalte PIIGS⁴ landene, mange bekymrer seg for. En kombinert statsgjeldskrise, bankkrise og valutakrise kan være med på å gi et globalt tilbakeslag som både er dypere og har lengre varighet enn i 2008-2009. Forskning gjort av Carmen Reinhart og Kenneth Rogoff i 2010 styrker frykten for kriser i land med høy andel gjeld. Deres forskning viser at land med over 90 prosent gjeld vil ha en mindre vekst i BNP enn land med mindre enn 90 prosent gjeld. Reinhart og Rogoff kommer frem til at land med mer enn 90 prosent gjeld, vil i snitt ha 4 prosent lavere vekst i BNP enn land med mindre enn 90 prosent gjeld. Forskningsresultatene er meget relevante for dagens situasjon i eurosonen, der flere land har langt over 90 prosent gjeld/BNP.

Det ser ut som om medlemslandene vil gjøre hva de kan for å avverge at noen av de store eurosone landene går konkurs, men det er fortsatt en risiko for at ting kan gå galt. Frykten for lavkonjunktur og høy kronekurs medførte at sentralbankens sjef, Øystein Olsen den 14 mars, besluttet å senke styringsrenten med 0,25 prosent. Andre sentralbanker har også gjennomført ytterlige lettelser i deres pengepolitikk. Den Svenske og den europeiske sentralbanken har senket styringsrenten 0,5 prosentenheter den siste tiden. I USA indikeres det at styringsrenten skal holdes på svært lave nivåer fram til utgangen av 2014.

⁴ Akronymet PIIGS beskriver økonomiene til Portugal, Irland, Italia, Hellas og Spania.

Makroforholdene i verden generelt viser tegn til forbedring, dette sees tydelig i anslag for brutto nasjonal-produkt (BNP) fremover. Tabellen under indikerer en høyere BNP-vekst enn antatt i høst.

Prosentvis endring fra foregående år.
Endring i anslag fra PPR 3/11 parentes

	Andel av verdens BNP ¹⁾ (prosent)	2012	2013	2014 – 2015 ²⁾
USA	20	2 (¼)	2½ (-¼)	2¾
Euroområdet	15	-½ (-1)	¾ (-½)	2
Storbritannia	3	¾ (-½)	1¾ (-½)	2½
Sverige	0,5	¾ (-¾)	1½ (-¼)	2¾
Kina	13	8 (-½)	8 (-½)	8½
Norges handelspartnere ³⁾	65	1 (-¾)	2 (-¼)	2¾
Verden (PPP) ⁴⁾	100	3¼ (-½)	4 (-¼)	4½
Verden (markedscurser) ⁴⁾	100	2½ (-½)	3¼ (-¼)	3¾

¹⁾ Kjøpekraftsjustert BNP (PPP) i 2010

²⁾ Gjennomsnittlig vekst per år

³⁾ Eksportvekter, 26 viktige handelspartnere

⁴⁾ BNP-vekter. Norges Banks anslag for 26 handelspartnere, øvrige anslag fra IMF og Consensus Economics

Figur 3.1, Anslag i BNP- vekst utlandet, kilde: Norges Bank 2012.

Ingen land har tidligere hatt en tilsvarende investeringsboom som Kina har hatt de siste årene. Kinas ubalanserte vekst nevnes av DNB Markets som bekymringsfull. Halvparten av veksten i BNP har kommet fra økte investeringer. Japan(80-tallet), Øst-Asia(90-tallet) og en rekke vestlige land(2000-tallet) er eksempler på at kraftig vekst i BNP forårsaket av investeringsboom nesten utelukkende ender i krise og vekstsvikt. For å unngå at det samme skjer i Kina må myndighetene på lengre sikt vri veksten over mot forbruk. En betydelig nedgang i den kinesiske økonomien vil sende kraftige sjokkbølger gjennom råvaremarkedene.

Faren for mer uro i Nord-Afrika og Midt-Østen, og da spesielt oljeproduiserende land er en annen risikofaktor. Nye uroligheter kan være med på å løfte oljeprisen slik tilfelle var under den ”arabiske våren” i fjor. Reaksjonene på Irans trusler om å stenge Hormuz-stredet er betegnende. Det er uvisst hvor mye oljeprisen kan stige, og det kommer helt an på hvilke land som eventuelt blir dratt inn.

Den polariserte amerikanske kongressen kan også være en mulig risikofaktor. Politisk krangling fram mot valget i november kan stå i veien for nødvendige stimulanser, som igjen kan føre til redusert kjøpekraft for husholdningene. I tillegg vil det så tvil om USAs evne til å få statsfinansene på rett kjøp. Veksten kan trues hvis dette fører til ytterligere nedgraderinger og økte statslånsrenter.

3.2 Oljemarkedet

Sammen med oljeservice industrien er riggsektoren veldig avhengig av etterspørselen etter deres tjenester fra oljeselskapene. Nøkkeldriverene for riggsektoren hvor Songa opererer er oljeprisen, E&P investeringer, og tilbud og etterspørsel av rigger.

3.2.1 Oljepris

Oljeprisen har stor innvirkning på investeringene til lete og produksjonsprosjektene(E&P) for de forskjellige oljeselskapene. Høy oljepris vil gi høyere avkastning og dermed ha en positiv innvirkning på denne type investeringer. Prosessen fra leting til produksjon er omfattende og tar ofte lang tid, noe som vil si at de fremtidige oljepriser er viktigere enn dagens. Oljeprisen har i det siste tiåret vært svært volatil og har variert mellom 40 dollar – 140 dollar pr. fat. Som nevnt ovenfor har oljeprisen holdt seg stabilt mellom 110-120 dollar pr. fat siden mai 2011. Den totale etterspørselen og tilbudet etter olje vil skape prisdannelsen til oljen.

Etterspørsel av olje

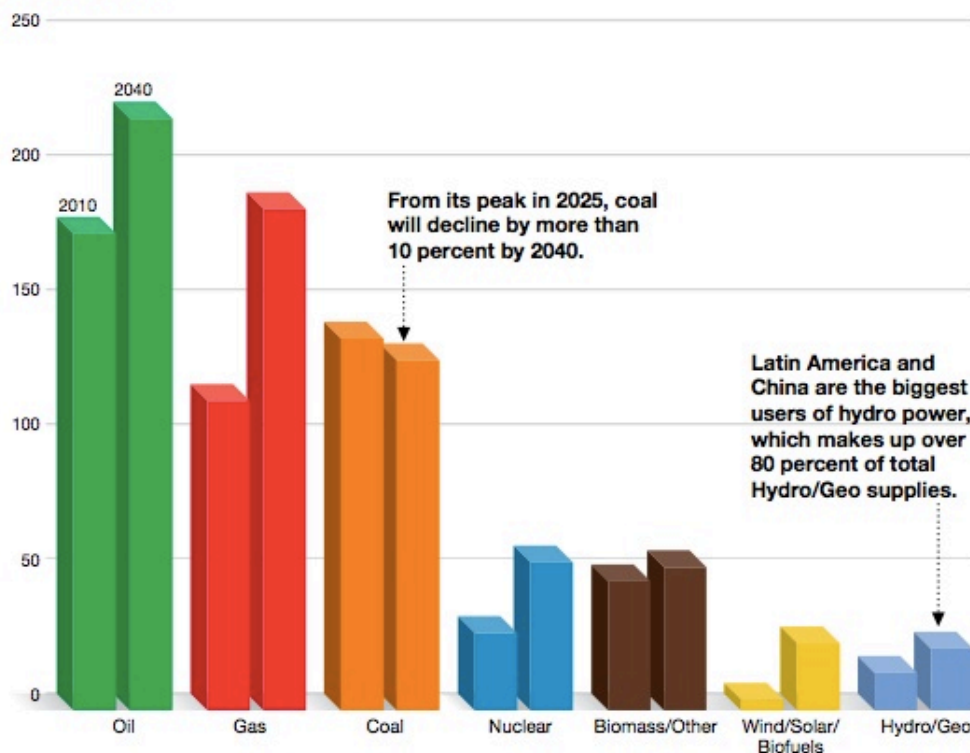
Konjunkturer og økonomisk klima generelt vil påvirke etterspørselen etter olje. Høy økonomisk velstand vil blant annet medføre at man at flere mennesker i snitt vil benytte seg av transportmidler samt økning av varer som blir transportert.

Fremover er det ventet at det globale energibehovet vil være 30 prosent høyere i 2040 enn i 2010 (ExxonMobil 2012). Den økonomiske veksten målt i BNP for OECD landene anslås å vokse med 2 prosent per år frem til 2040 , mot 4,5 prosent for ikke OECD land. OECD landene vil sammen med Nord Amerika og andre land i Europa ha et relativt stabilt energibehov i samme tidsperiode. Energibehovet i OECD landene er stigende, men økt energi effektivitet vil veie opp for dette behovet (ExxonMobil 2012). Ikke OECD land vil ifølge ExxonMobil oppleve at energibehovet vil stige med 60% og store deler av det fremtidige energibehovet kommer fra ikke OECD land. En av hovedårsakene til dette er den store befolkningsveksten utenfor OECD landene og det er ventet at verdens befolkning vil vokse til

9 milliarder i løpet av 2040 (ExxonMobil 2012). Det er verdt å nevne at de fleste OECD landene allerede er utviklet og det er derfor helt naturlig at veksten er betydelig lavere enn hva tilfellet er i ikke OECD land. Olje tett fulgt av gass vil fortsette å være verdens største energikilder frem til 2040, noe som figuren under illustrerer. Det er vanskelig å se hvilke energikilder som kan ta over for de nåværende ledende energikildene de neste tiårene. Det vil kreve en utrolig utvikling samt enorme investeringer de neste tiårene for å utvikle alternative energikilder som kan ta over.

Global energy demand by fuel type

Quadrillion BTUs



Figur 3.2, Energi etterspørsel på verdensbasis, kilde: ExxonMobil (2012).

Tilbudssiden til olje

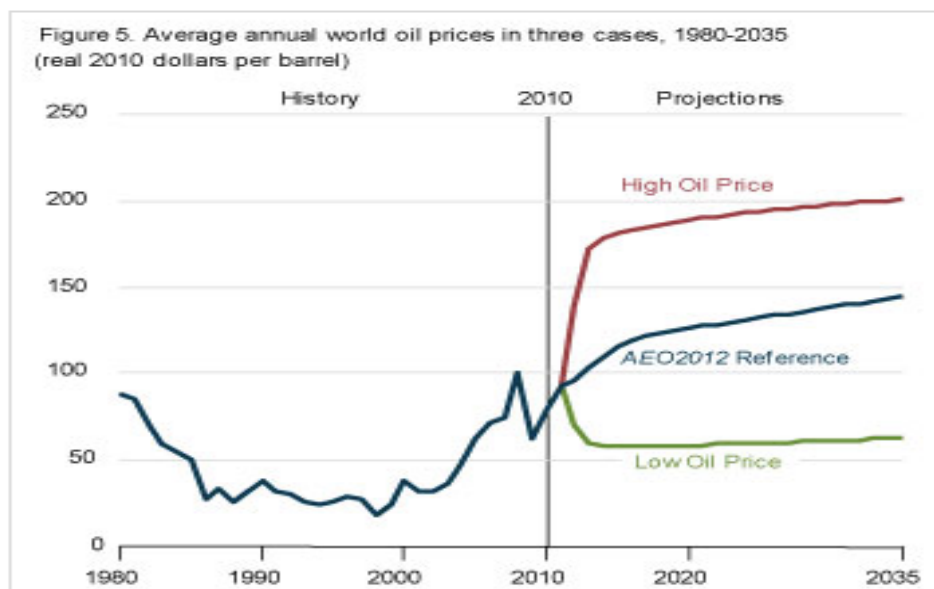
Den andre faktoren i prisdannelsen av olje er tilbudet. Tilbudet bestemmes av den totale produksjonen. I nyere tid har situasjonen i Iran skapt uro på tilbudssiden. De har blant annet truet med å stenge ned deler av sin egen produksjon samt blokade av det strategisk viktige Hormuz- stredet. En stor mengde olje transporteres gjennom dette stredet, og en blokade ville gitt et stort utslag på tilbudssiden. Frykten for at den situasjonen skal utspille seg er tilstedeværende og reflekteres gjennom en ”geopolitisk risikopremie” i oljeprisen.

Organisasjonen av oljeeksporterende land(OPEC) utøver stor makt over tilbudssiden til olje. OPEC består av 12 land som kontrollerer cirka 81 prosent av totale oljereserver på verdensbasis (opec.org). I 1973 utløste OPEC krise i energi markedene ved at de nektet å transportere olje til vestlige stater som hadde støttet Israel i Jom Kippur- krigen. OPEC har mistet noe av sin innflytelse siden da, etter store oljefunn fra land som ikke er med i OPEC.

Dagens oljemarked er svært robust og på tross av resesjon og uro i eurosonen har oljeprisen holdt seg på et stabilt høyt nivå. Industrilandene opplevde i 2008-2009 den største resesjonen siden 1930-årene, men den globale oljeetterspørselen ble bare redusert med 2 prosent. Til sammenligning falt global oljeetterspørsel med 10 prosent i forbindelse med det globale tilbakeslaget i 1980-1982, som for industrilandenenes vedkommende var mye mildere enn den store resesjonen (DNB 2012).

Historisk sett har oljeprisen vært svært volatil og uforutsette hendelser kan få umiddelbare og store utslag i oljeprisen. Ulike ”sjokk” på tilbud og etterspørselssiden er veldig vanskelige å forutse og gjør at det på kort sikt er krevende å estimere oljeprisen. International Energy Agency (IEA) sine beregninger viser at gjennomsnittlig oljepris i perioden 2012-2016 vil være 103 dollar per fat. Som figuren under viser opererer US Energy Information Administration (EIA) med et noe høyere anslag.

Crude Oil



Figur 3.3 Gjennomsnittlig oljepris jan. 2012, kilde: US Energy Information Administration (EIA).

3.2.2 E&P investeringer

Inntjeningen og aktiviteten til riggselskapene er avhengig av lete og produksjonsinvesteringene (E&P) til oljeselskapene. Historisk har E&P investeringer vært korrelert med oljeprisen og oljeprisens stigende trend etter finanskrisen indikerer at E&P investeringer vil øke fremover (Barclays Capital 2011).

E&P globalt

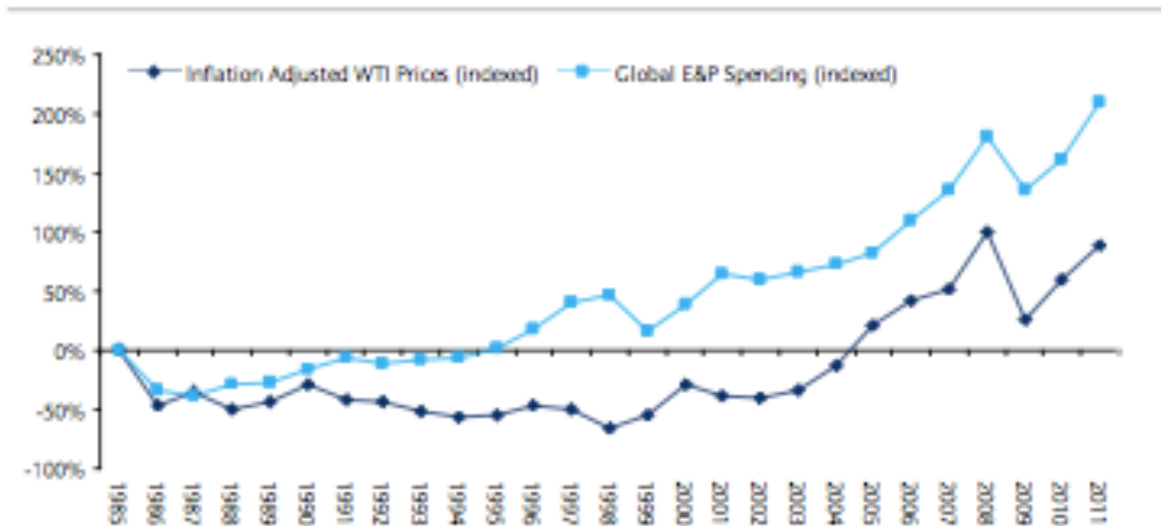
Barclays Capital utførte i 2011 en omfattende undersøkelse om forventede E&P investeringer for 2012, hvor 350 av de største olje og gass selskapene deltok. Global E&P investeringer i 2012 vil nærme seg 600 milliarder dollar, en økning på 10 prosent fra 544 milliarder dollar i 2011 til 598 milliarder dollar i 2012 (Barclays Capital 2011).

(\$ in Millions)	2011E	2012E	% Change
North America			
US Spending	111,735	122,444	10%
Canada Spending	36,076	37,260	3%
Total North America:	\$147,811	\$159,704	8%
International			
Supermajors (Int'l Spending)	88,750	97,500	10%
Latam	63,261	76,453	21%
Africa	26,338	29,941	14%
Europe	36,187	40,976	13%
Middle East	21,548	24,220	12%
Russia	38,675	43,374	12%
India, Asia & Australia	90,565	97,243	7%
North American Independents (Int'l Spending)	20,402	20,971	3%
FSU/CIS	1,288	1,835	42%
Other	9,694	6,307	-35%
Total International:	\$396,707	\$438,819	11%
Worldwide E&P Spending	\$544,518	\$598,523	9.9%

Figur 3.4, Anslag globale E&P investeringer, kilde: Barclays Captial 2011.

Hoved- driverne for E&P investeringer de kommende årene er oljepriser, gasspriser og kontantstrømmer. Fremover tillegges oljeprisen størst vekt tett fulgt av gasspriser og kontantstrømmer. I undersøkelsen opererer selskapene med en gjennomsnittlig oljepris på 98 dollar per fat når de estimerer E&P budsjettene for 2012. Barclays mener dette er et konservativt anslag og dagens oljepris (hvis vedvarende) skulle tilsi en betydelig oppside etter nåværende prognoser for det kommende året. Barclays har flere argumenter for at oljeprisen skal holde seg på et høyt nivå de neste årene.

Blant disse er kontinuerlige problemer med å finne og utvikle store reserver, økt etterspørsel fra ”emerging markets”, stram ledig kapasitet og risikoen for reduksjon i tilbudet på grunn av potensielle geopolitiske hendelser (Barclays Capital 2011). Den betydelige korrelasjon mellom faktiske E&P utgifter og inflasjonsjusterte oljepriser er illustrert i figuren under.

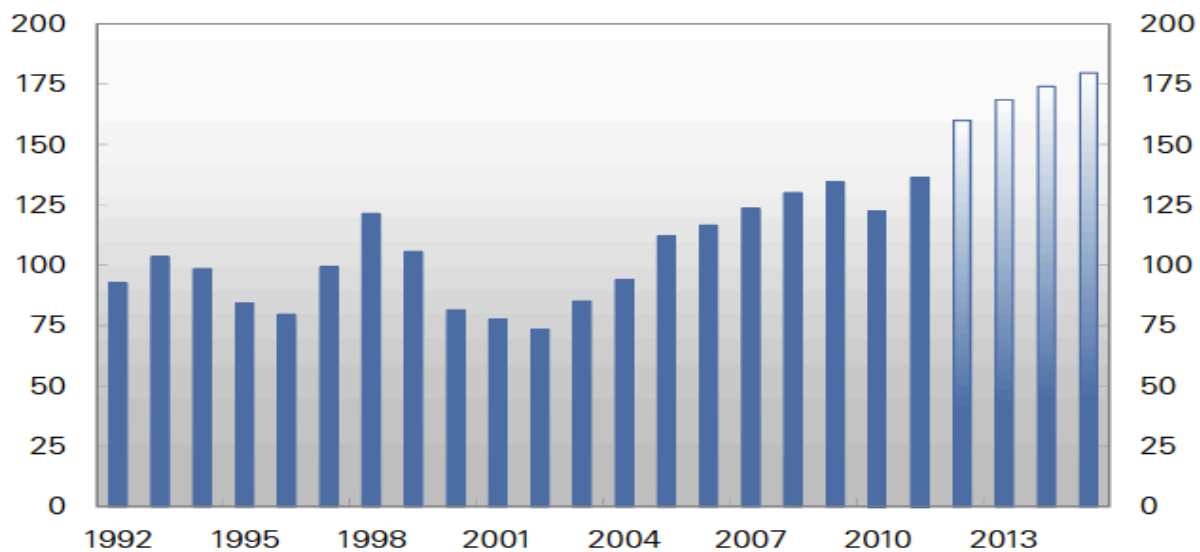


Figur 3.5, Historiske globale E&P investeringer vs inflasjonsjustert oljepris, kilde: Barclays Capital 2011.

Den globale økningen i E&P investeringer er avhengig av hva som skjer med de internasjonale markedene, og det er som nevnt ovenfor flere risikofaktorer som krisen i eurosone og nye utbrudd av geopolitiske hendelser. Utsiktene for E&P investeringer er for øyeblikket positive, noe Barclays årlige undersøkelse viser. 42 prosent av respondentene svarte at de forventet å øke E&P investeringene i 2012 mot 38 prosent i 2011 og 32 prosent i 2010 (Barclays Capital 2011).

E&P norsk sokkel

Utsiktene på norsk sokkel ser også lyse ut. Investeringene til olje og gassvirksomheten for 2012 blir nå anslått til rekordhøye 186 milliarder kroner, en økning på mer enn 44,9 milliarder kroner i forhold til tilsvarende tall i 2011. (ssb.no/oljeinv). Norges Bank har estimert lignende størrelser for investeringer petroleumindustrien, illustrert i figuren nedenfor.



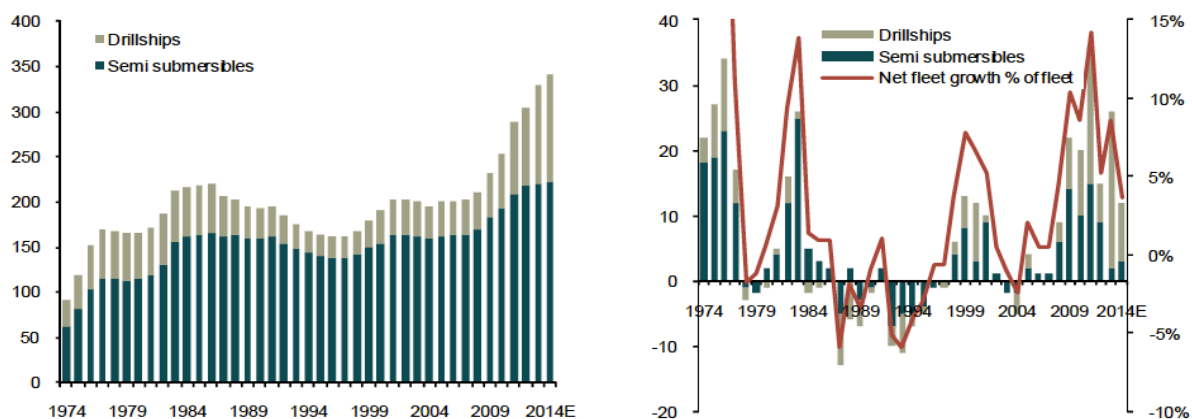
1) Anslag for 2012 – 2015

Figur 3.6, Petroleumsinvesteringer på norsk sokkel. Faste 2009- priser. Milliarder norske kroner, kilde: Norges Bank 2012.

3.2.3 Tilbud og etterspørsel av rigger

Tilbud og etterspørsel av rigger er en viktig variabel for inntjeningen til offshore drilling selskaper. Dagraten til riggene påvirkes av markedslivekten og spiller følgelig en stor rolle i riggselskapenes inntjening. Ser vi på den historiske utviklingen, ser vi at det aldri før har vært flere drillships og semisubmersibles enn nå. Grafen under viser også at det ventes en markant økning av drillships og semisubmersibles i årene som kommer. Isolert sett vil dette være negativt for dagratene, men som vi senere skal se vil etterspørselen være meget høy på lengre sikt og forventes å overstige tilbudet.

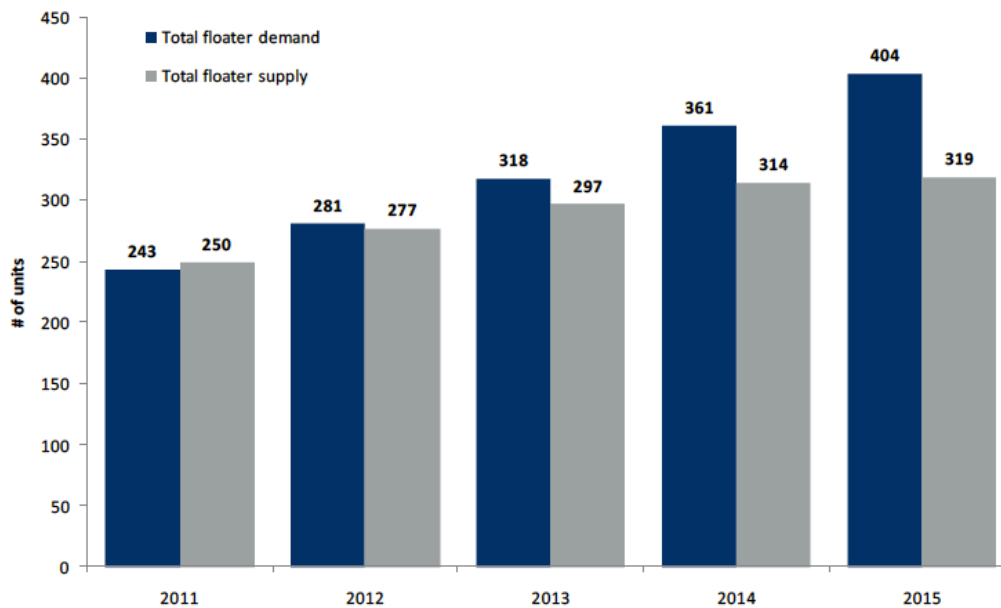
Historical floater fleet development (# rigs, left) and fleet growth (# rigs, right)



Figur 3.7, Historisk global utvikling for flyterigger i 2012, kilde: Swedbank First Securities (2012).

Et større tilbud enn etterspørsel, altså en overkapasitet fra drilling selskapenes side vil presse dagratene nedover. En større etterspørsel enn tilbud vil føre til høyere dagrater. Figuren nedenfor viser at i 2011 var det en periode der tilbudet var noe høyere enn etterspørselen. Ser vi på søylene for 2012 og videre til 2015 er det ventet at etterspørselen vil stige jevnt og overstige tilbudet. Dette indikerer at dagratene skal opp på høyere nivåer på lengre sikt.

Floater fleet supply and demand



Figur 3.8, Globalt tilbud og etterspørsel av flytere, kilde: RS Platou (2011)

Det er spesielt forventet at det er dypvann og Ultra- dypvann segmentene som skal ekspandere fremover. Alt tyder på at de enkleste oljefunnene på grunt vann allerede er utvunnet, og mellom 2006 og 2009 var 42- 54 prosent av alle oljefunn i verden på dypt vann. Flere og flere av de store internasjonale oljefirmaene satser nå i dypt- vanns sektoren. Antall brønner i dypt vanns sektoren ventes å ha en kraftig økning på 20- 25 prosent årlig de neste årene. Det er derfor grunn til å tro at dette bare er starten på en høykonjunktur i Ultra- dypvanns og dypvanns sektoren (RS Platou 2011). Ettersom Songa kun har rigger som opererer på mellomdyptvann og dypvanns/ ultra-dyptvann har vi valgt å ikke gå videre inn på jack-up markedet i denne sammenhengen.

Dybdebegrensinger:

I tillegg til å kategorisere riggene etter konstruksjonsmessig forskjeller deler bransjen inn etter hvor dypt riggene kan bore.

- Ultra- dypvann(Ultra-deepwater (UDW)) rigger er boreenheter som kan bore på vanddybder mer en 2300 meter. UDW segmentet opplever for tiden den kraftigste veksten i tillegg til å ha de høyeste dagratene. På grunn av nyvinninger i teknologien åpnes det nå opp for at oljefelt som tidligere ble sett på som utilgjengelige kan utvinnes. Dette merkes i stor grad i etterspørselen for UDW rigger.

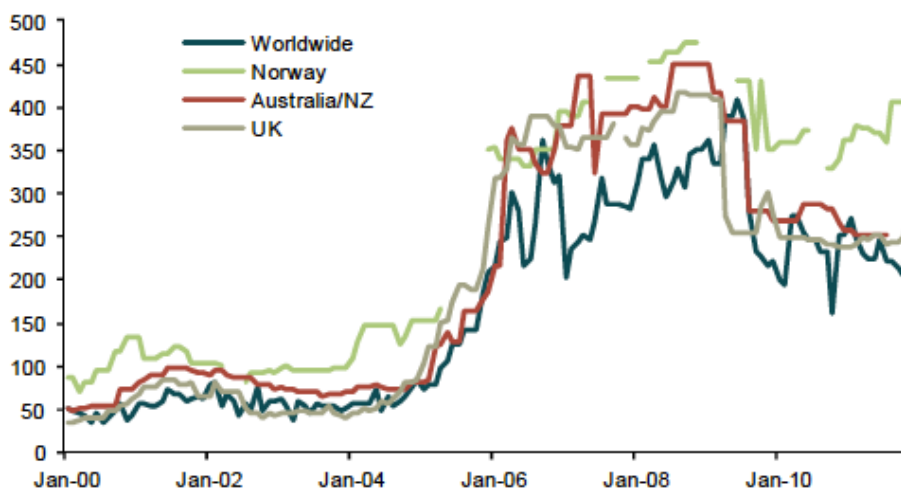
- Dypvann (Deepwater (DW)) boreenheter borer mellom 900 og 2300 meter dybde.

- Midtvann (Midwater (MW)) rigger borer opptil 900 meters dybde.

Mellomdypt vann:

Utnyttelsesgraden viser hvor stor del av flåten som er i drift til et spesifikt segment.

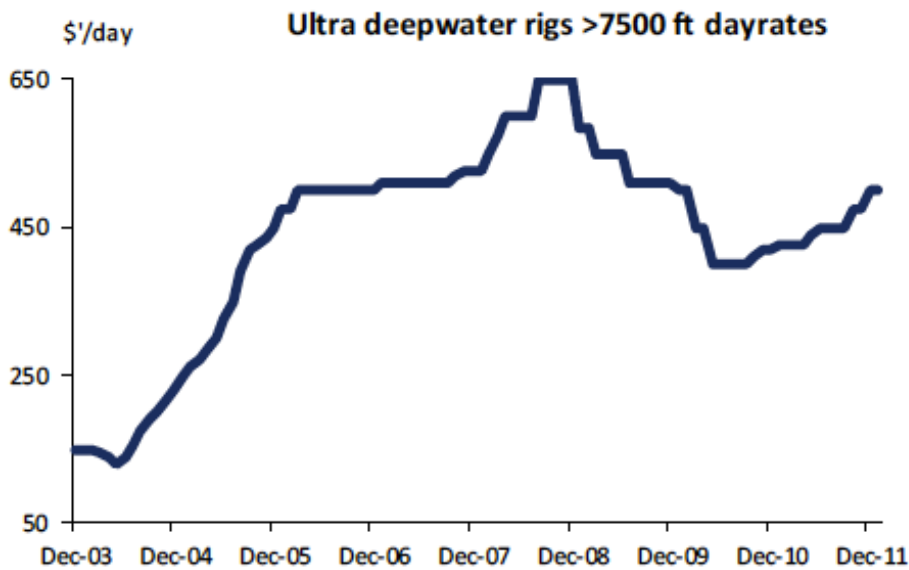
Utnyttelsesgraden for mellomdypt vanns segmentet er på 80 prosent, og viser for øyeblikket en synkende trend. Dette er betraktelig lavere nivåer enn før finanskrisen. Dagratene til riggene som operer i mellomdypt vann er lavere enn de er i dypvanns sektoren. Etter finanskrisen har dagratene flatet ut på ca. 250 000 dollar/dag på verdensbasis, men det er kraftig varians avhengig av hvor riggen opererer. Norge har de høyeste dagratene på 400 000 dollar/dag. (Swedbank First securities, 2012). Grafen under illustrer de gjennomsnittlige dagratene i tusen dollar, på mellomdypt vann.



Figur 3.9 Gjennomsnittlig dagrate på mellomdypt vann, kilde: First Securities 2012.

Dypvann og Ultra- dypvann:

Som tidligere nevnt er dette segmentet i en positiv utvikling, en av grunnene er at teknologiske nyvinninger har åpnet for å bore på mye dypere samt vanskeligere havdybder. Etterspørselen etter DW og UDW rigger er stor og derfor er det en utnyttelsesgrad nærmere 100 prosent for disse riggene. Foreløpig er det ingenting som tilsier at utnyttelsesgraden skal synke fra disse nivåene. Dagraterne er også mye høyere enn i andre segmenter. På verdensbasis er dagratene i overkant av 500 000 dollar/dag. Grafen under viser utviklingen til UDW dagratene de siste 8 årene.



Figur 3.10 Gjennomsnittlig dagrate på ultra- dypvann, kilde: Pareto (2012).

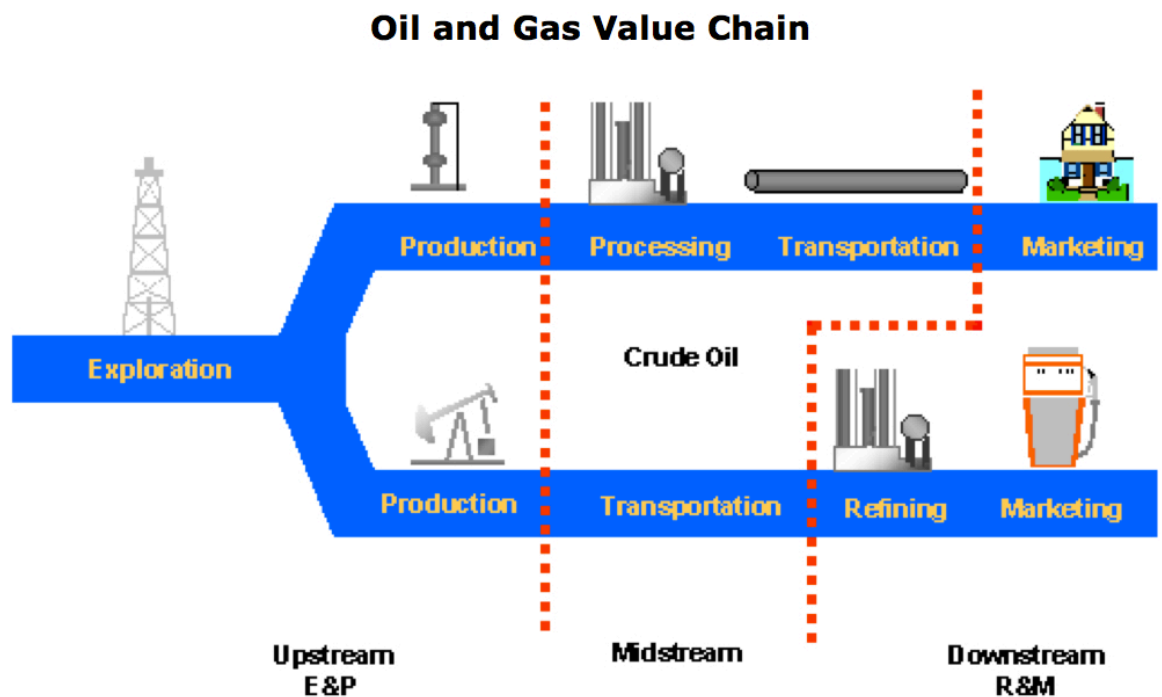
3.3 Riggmarkedet

I petroleumsindustrien deler man ofte inn industrien i tre hoveddeler, såkalt upstream, midstream og downstream.

Upstream tar for seg delene av industrien som omfatter E&P(exploration and production), som da er leting og innhenting av olje og gass.

Midstream beskriver prosessene der råolje og gas blir transportert fra oljefelt og videre til raffinerier og utsalg. Midstream blir ofte inkludert i downstream segmentet, men regnes av mange i industrien som et eget segment.

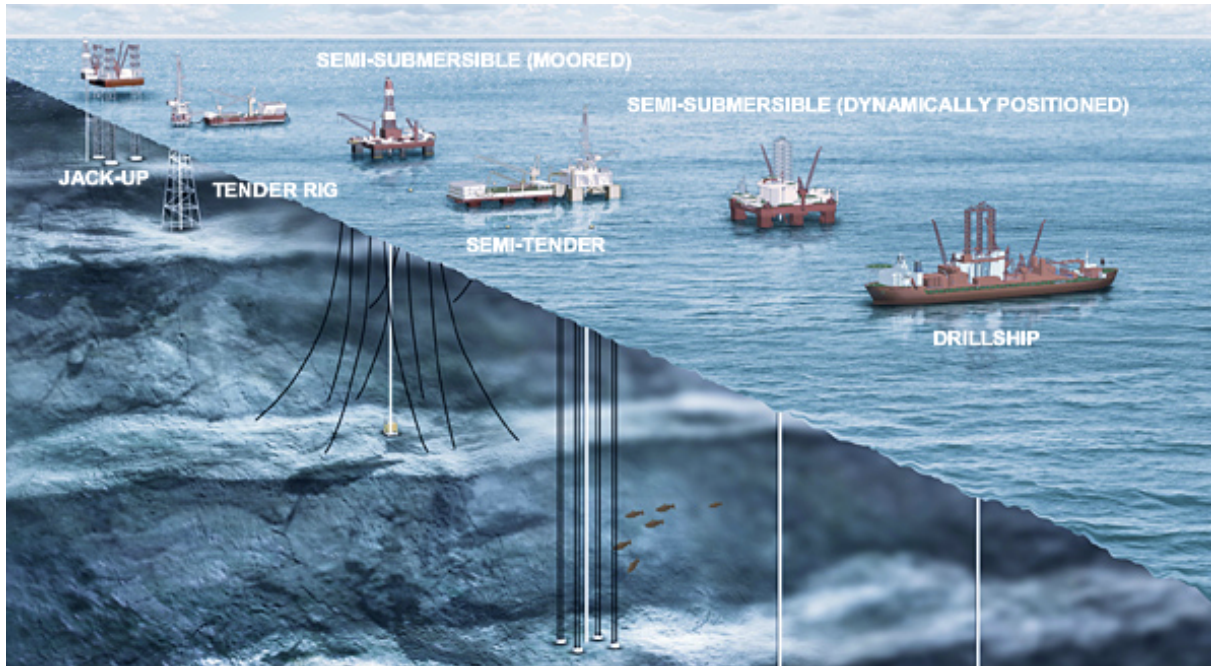
Downstream innebærer raffinering samt salg og distribusjon av olje og gas relaterte produkter. Produkter som distribueres er eksempelvis bensin, diesel, propan og asfalt.



Figur 3.11, Olje og gass verdikjede, kilde: Petrostrategies.org.

Offshore drilling eller offshore riggbransjen, som Songa går inn under, hører til i upstream sektoren av petroleumsindustrien. Selskaper i offshore riggbransjen eier plattformer som leies ut på kontrakter til operatører. Operatører er oljeselskaper som eier rettigheter til å utforske og å hente ut olje fra spesifikke felt. Disse operatørene skaper da en etterspørsel i markedet etter mobile riggenheter som skal brukes til både å lete etter olje, samt utvikle funn.

Det finnes flere typer rigger beregnet på forskjellige typer klimatiske forhold, evne til å flyttes, nivå av stabilitet og havdybdekapasitet. De aller fleste riggene er konstruert slik at de kan forflyttes mellom forskjellige destinasjoner på grunn av stor varierende grad av arbeidsmengde på oljefeltene.



Figur 3.12, Kategorisering av borerigger, kilde: Seadrill.com.

Oppjekkable rigger:

Oppjekkable eller på fagspråket kalt Jack- up rigger er jekkbare rigger, som taues av taubåter til den geografiske posisjonen til oljefeltet. Når riggen er plassert over borelokasjonen senkes tre til fire stålkonstruksjoner som da fungerer som ben, ned til havbunnen. Selve boredekket er flere meter over havoverflaten samtidig som bena står stødig og sikret på havbunnen. Disse konstruksjonene egner seg til bruk på relativt rolig og grunt vann, fra 6 meter opptil 120 meters dybde.

Halvt nedsenkbare rigger:

Hovedforskjellen på halvt nedsenkbare⁵ og oppjekkable rigger er at halvt nedsenkbare ikke står med ben på bunnen. Halvt nedsenkbare rigger har hule skrog som er fulle av luft når de taues til oljefeltet. Når det skal bores fylles det vann i skroget, og riggen blir halvt nedsenket og holdes meget stabil ved hjelp av åtte til tolv ankere. Nyere halvt nedsenkbare rigger har GPS systemer og motorer som holder riggen i posisjon. Disse egenskapene betyr at semisubmersibele er bedre egnet for røff sjø enn andre riggtyper og er et foretrukket valg i Nordsjøen. Halvt nedsenkbare rigger kan bore på vesentlig dypere dybder enn oppjekkable rigger, helt opptil 3000 meter.

Boreskip:

Boreskip er spesielt konstruerte skip som kan bore på ekstreme havdyp, helt opptil 3600 meter. De er de mest dynamiske av alle boreenheter, og brukes ofte til å bore utforskningsbrønner. Skipene bruker egen motorkraft og GPS systemer for å beholde posisjonen over brønnen.

Fastmonterte plattformer:

Disse konstruksjonene blir designet for spesifikke oljefelt, og egner seg i liten grad for andre felt. Denne typen plattform krever felt av en viss størrelse og tidshorison for at de skal være lønnsomme. I tillegg kan ikke disse plattformene flyttes på samme måte som de andre typer installasjoner som beskrevet ovenfor, og blir da lite fordelaktig for riggselskaper som har varierende lengde på sine kontrakter. En typisk konstruksjon for en permanent plattform kan være lange betong ben som står fastmontert på havbunnen. Fordelene med slike plattformer er at de er meget stabile, men krever relativt grunt vann.

Innenfor rammen av de fire primærtypene av borerigger må det sies at det eksisterer flere forskjellige konstruksjoner av hver primærtype. Et eksempel på dette er tender eller lekterrigger, der riggen er sammenkopleet til en lekter som virker som et ekstra lagringsområde. På verdensbasis er oppjekkable den mest populære riggtypen, med 558 rigger. Plattformer og halvt nedsenkbare er mindre populære med henholdsvis 250 og 228 konstruksjoner. Av hovedtypene er det boreskip som er minst populære med 127 skip (rigzone.com).

⁵ Halvt nedsenkbare rigger kalles også Semisubmersibles eller semis

4.0 Songa offshore SE

I dette kapittelet vil vi først gi en presentasjon av Songa. Videre kommer en gjennomgang av regnskapsanalysen. I siste del vil vi foreta en risikoanalyse som gir et estimat på Songa Offshore sin konkurssansynlighet. Risikoanalysen er basert på tall fra omgrupperingen av regnskapene som ble foretatt i regnskapsanalysen.

4.1 Selskapet Songa

Songa offshore SE er et riggselskap som viss hovedvirksomhet er utleie av forskjellige typer borerigger til oljeselskaper. Selskapet eier for øyeblikket fem halvt nedsenkbare borerigger som operer i midtvanns segmentet av offshore olje og gass drilling industrien, og har i tillegg akkurat fått en ny borerigg som operer i UDW(ultra- dypvanns) segmentet. Med kjøpet av UDW riggen Songa Eclipse har selskapet tatt steget inn i det raskest voksende og mest lovende delen av riggmarkedet. Den totale flåten består i øyeblikket altså av seks borerigger, men Songa har også bestilt fire nye rigger som ventes ferdigstilt i 2014 og 2015. Disse riggene har fått langsiktige kontrakter til Statoils CAT-D felt, og ventes fullt nedbetalt etter 8 år.

Ledelsen i Songa ser viktigheten av å vokse, og har i lengre tid utforsket markedet etter brukte rigger, men har ikke klart å finne noen som sees på som attraktive. Songa anslår at deres minimum i kritisk masse for å overleve på lengre sikt ligger ved 10-12 rigger (1.kvartal, 2010). Sammenliknet med de største riggselskapene blir Songa regnet som små. På verdensbasis er Transocean den desidert største tilbyderer av offshore rigger, med totalt 142 rigger. I Norge er det John Fredriksen kontrollerte selskapet Seadrill største aktør, med totalt 60 forskjellige rigger (rigzone.com).

Kundemassen til Songa består av internasjonale statseide og uavhengige olje og gass selskaper, der dagratene vanligvis inkluderer rigger, mannskap og utstyr relatert til driften. Det er vanlig at kundene tar over ansvaret når riggen er oppankret på arbeidsstedet og klar til å bore. Mange av de største oljeselskapene i verden er statligeide, som for eksempel Petrobras, ONGC og Pemex. Andre betydelige aktører som Statoil og Gazprom er delvis statseide. Av de privat eide oljeselskapene er Exxon Mobil, Total, Conoco Phillips blant de større aktørene. Enkelte av de statlige oljeselskapene eier også egne borerigger, og ofte er det da snakk om fastmonterte plattformer som står på oljefelt med lang tidshorison. Oljeselskapene velger investeringsprosjekter basert på estimerte inntekter fra prosjektet,

herunder oljeprisen, og kostnadene knyttet til det enkelte produksjonsfelt. Man velger altså prosjekter ut ifra om prosjektene forventes å være lønnsomme. Utviklingen de senere årene viser at oljeselskapene er avhengige av en stadig høyere oljepris for at prosjektene skal være lønnsomme. En viktig grunn til dette er at brønnene blir mindre, og ligger på mer utfordrende områder, noe som har gjort at kostnadene ved utviklingen av prosjekter har gått opp.

Historikk

Etter initiativ fra investoren Arne Blystad ble Songa offshore AS opprettet januar 2005, i sammenheng med at to semisubmersible borerigger ble kjøpt fra det meksikanske selskapet IPC. Riggene fikk navnene Songa Venus og Songa Mercur. I april samme år ble Songa offshore ASA opprettet, og aksjene ble listet på den norske OTC børsen med tickeren SONG. Innen september 2005 hadde selskapet en svært kompetent og erfaringsrik ledelse på plass i hovedkvarteret i Houston, Texas.

26.01.2006 ble Songa offshore listet på Oslo børs, OSE.

I perioden januar 2005 til andre kvartal 2008 ble det gjort avtaler om kjøp av totalt 5 borerigger.

I september 2008 ble et nytt hovedkontor etablert i Limassol, Kypros. Songa offshore ASA fusjonerte 12.12.2008 med Songa Offshore Cyprus PLC, og som en følge av fusjonen ble selskapet omdannet til et europeisk PLC, Societas Europaea. I anledning fusjonen ble selskapet også redomilisert⁶ til Kypros.

Per 2012 sitter den finansielle ledelsen fortsatt i Oslo, mens den operasjonelle delen drives fra Perth i Australia og Tripoli i Libya, samt Stavanger og Bergen i Norge. (songaoffshore.no)

⁶ Selskapets stiftelsesdato, selskapsavtale, vedtekter etc. endres oftest ikke ved redomilisering. Selskapet som selvstendig rettssubjekt endrer heller ikke identitet, men det blir hjemmehørende i en annen jurisdiksjon og underlegges andre myndigheter og domstoler (regjeringen.no).

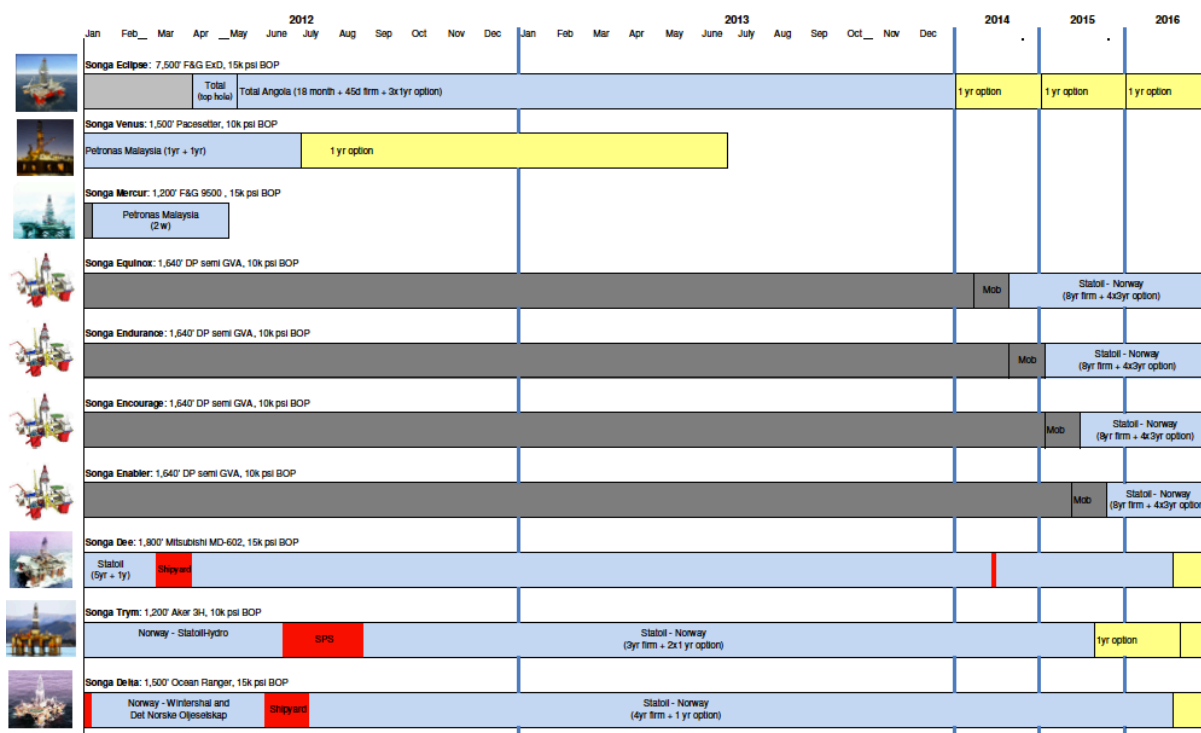
Borerigger

	Konstruert	Oppgraderings år	Type	Max. vandyb
Songa Delta	1981	1996	"Ocean Ranger" konstruksjon, semi	2300 fot
Songa	2011	-	"F&G ExD" konstruksjon, semi	7500 fot
Eclipse				
Songa	1989	1999 og 06/07	"F&G 9500 design" konstruksjon, semi	1200 fot
Mercur				
Songa Venus	1975	05/06	"F&G L-900 design" konstruksjon, semi	1500 fot
Songa Dee	1984	2004	"Mitsubishi type MD-602", semi	1800 fot
Songa Trym	1981	1996- 2002- 2005	"Aker H-3", konstruksjon, semi	2300 fot

Tabell 4.1 Oversikt av Songa sine borerigger, kilde: Songaoffshore.no.

Som det fremkommer av tabellen er riggene forholdsvis gamle, men samtlige har også gjennomført vedlikehold og oppgraderinger i nyere tid.

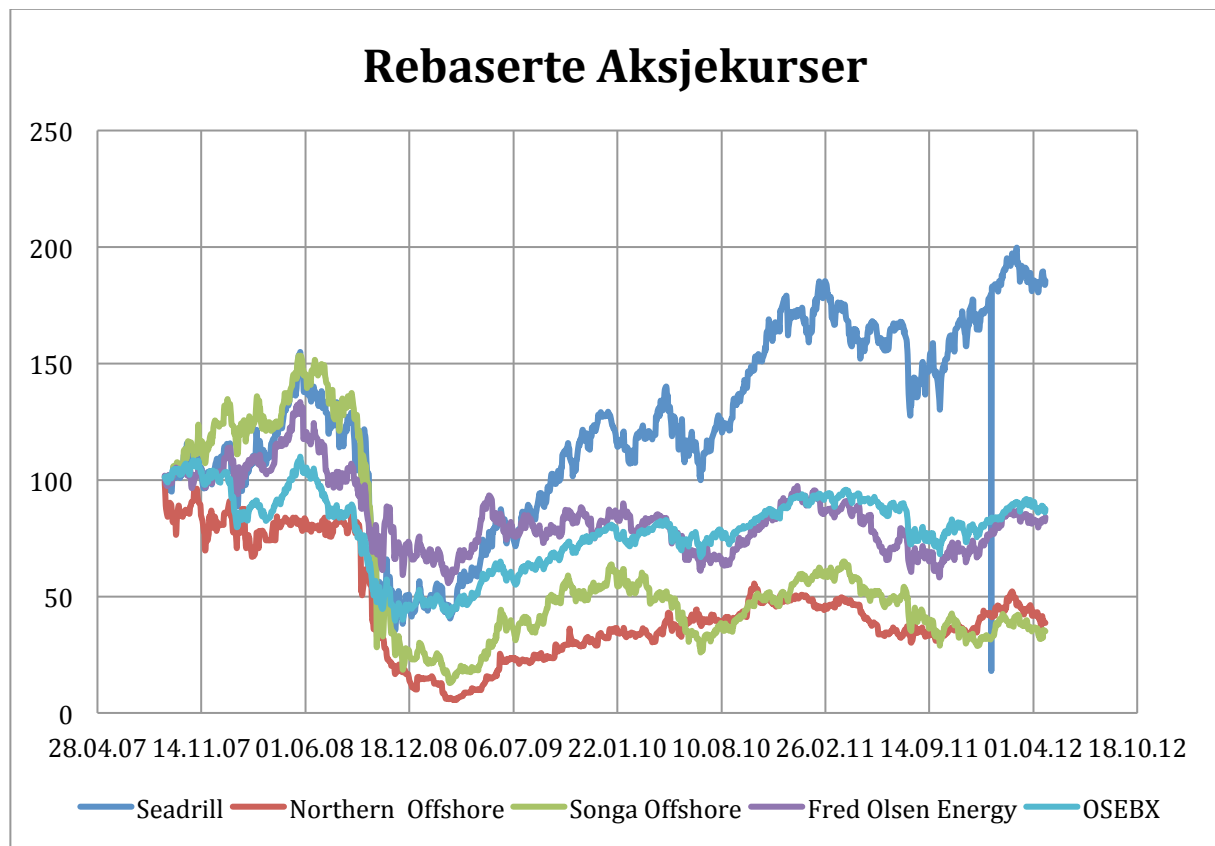
For øyeblikket er det kun Songa Mercur og Songa Venus som har utgående kontrakt i 2012. De fire andre riggene har langsiktige kontrakter, i tillegg til opsjoner for videre kontrakt.



Figur 4.1 Kontrakts oversikt, kilde: Songaoffshore.no.

Aksjekursutvikling

Siden børsnoteringen i januar 2006 har aksjekursen til Songa vært relativt volatil. Fra et toppnivå i mai 2008 på 85,50 kr, til et bunnivå på 7,81 i begynnelsen av mars vitner om en aksje som har store svingninger.



Figur 4.2 Rebasert aksjekursutvikling, kilde: Datastream.

Grafen over viser tydelig det kraftige fallet aksjen opplevde i finanskrisen, og at aksjen på langt nær er ved samme nivåer. Det fremkommer også fra grafen at kursen har stabilisert seg noe, men at det "svinger" mellom 15- 30 kr for aksjen. For å få et sammenlignbart bilde av Songa sin aksjekursutvikling har vi sammenliknet aksjekursutvikling med OSEBX(oslo stock exchange benchmark index) i samme periode og de tre andre aksjene i bransjeutvalget. Northern, Songa og Fred Olsen har hatt en nokså jevn utvikling den siste tiden. Seadrill har imidlertid hatt en eventyrlig vekst siden bunnpunktet på ca. 50 kr pr aksje i slutten av 2008. Mye skyldes nok at Seadrill utnyttet de svake tidene til å gjøre flere strategiske oppkjøp, samt bestilling av flere relativt billige nybygg.

OSEBX er en indeks som inneholder et representativt utvalg av alle aksjene som er noterte på Oslo Børs. At indeksen skal være investerbar betyr blant annet at aksjene som inkluderes i indeksen til en hver tid skal være lett omsettelige i markedet. I skrivende stund inneholder indeksen totalt 59 aksjer (oslobors.no).

I sammenlikningen ser vi at Songa har prestert vesentlig svakere enn indeksen. Vi tror at Songa sin belåning kan være medvirkende til den lave aksjekursen i forhold til indeksen. Flere av lånene til Songa har etter vår vurdering meget høye renteutgifter (NIBOR + 10%). NIBOR⁷ er for tiden lav og ved en renteøkning vil utgiftene til lånene øke betraktelig. Det eksisterer fare for likvidasjonsskvis i Songa. Andre forhold som kan være med på å holde kursen nede etter finanskrisen kan være den relativt beskjedne utviklingen i ratene for rigger på mellomdypt vann, jamfør figur 3.9. Fra børsnoteringen i 2006 frem til i dag er selskapet ned ca 60 prosent, kontra hovedindeksens ca 17 prosent ned. Fremover vil aksjekursen til Songa avhenge av om de kan klare å få bedre likviditet samt det generelle økonomiske klimaet, med euro krisen som største risikomoment.

Dividende

Siden opprettelsen i 2006 har Songa ikke betalt ut utbytte. I selskapets årsrapport for 2008 begrunner styret at tilbakebetalinger til aksjonærene vil bli holdt igjen for at selskapet skal kunne fokusere på å redusere gjelden og fortsette med å levere tjenester av høy kvalitet (songaoffshore.no). I utgangspunktet vil det være positivt for aksjekursen til Songa når det ikke betales ut utbytte, siden den finansielle situasjonen da vil styrke seg. På den andre siden kan det argumenteres for at dette vil gjøre aksjen mindre attraktiv for eksterne investorer. I dagens marked som er dominert av mye usikkerhet kan en investor være mer opptatt å få utbytte istedenfor å sitte langsiktig i aksjen. Seadrill har en typisk utbyttestrategi som etter vår oppfatning appellerer til investorer i dagens marked.

⁷ Norwegian interbank offered rate (NIBOR)

Aksjonærer

I Songa er største eier Spencer energy AS som har en aksjeandel på ca. 16 prosent, med andre ord er det ingen enkelt aksjonær som kontrollerer selskapet. I stedet er det flere små aksjonærer med forholdsvis små aksjeposter. Spencer energy AS er kontrollert av Nordmannen Arne Blystad, og han fungerer i tillegg til å være største aksjonær som styrets leder av Songa offshore SE. Blystad opprettet Songa Offshore og det kan trekkes paralleller til John Fredriksen og Seadrill. Begge er norske skipsredere som har beveget seg inn i riggmarkedet i nyere tid. Blystad og Fredriksen sin lange erfaring fra shipping bransjen vil være fordelaktig i riggbransjen, siden det er flere likheter mellom de to bransjene. Andre og tredje plassen okkuperes av Mohn familien, med til sammen ca. 14 prosent av aksjene. Mohn familien er kjent for å være en langsiktig og verdibasert investor.



Figur 4.3 Prosentvis fordeling av de 20 største aksjonærene, kilde: Songaoffshore.no.

Figuren ovenfor illustrerer at Songa er eksponert ovenfor utenlandske investorer. Under fremkommer en liste over de 20 største aksjonærene i selskapet, og det er verdt å merke seg at de kontrollerer over 50 prosent av aksjene til sammen. Ergo kontrollerer de 20 største aksjonærene stemmerettighetene for de viktigste beslutningene i selskapet.

SONGA OFFSHORE SE				
Number of shares	%	Name	Account type	Citizenship
26 758 922	15,96	SPENCER ENERGY AS HAAKON VII GATE 1		NOR
16 038 000	9,56	PERESTROIKA AS		NOR
7 371 863	4,4	FRANK MOHN A/S AKSJER		NOR
4 590 393	2,74	JPMORGAN CHASE BANK SPECIAL TREATY LENDI	NOM	GBR
3 694 557	2,2	BANK OF NEW YORK MEL S/A MELLON NOMINEE 1	NOM	USA
3 503 369	2,09	NORDEA BANK NORGE AS SECURITIES OPERATION		NOR
3 251 751	1,94	DNB NOR NORGE SELEKT VPF		NOR
3 211 043	1,91	Citibank NA New York S/A DFA-INTL SML CAP	NOM	USA
3 028 145	1,81	STATE STREET BANK & A/C CLIENT FUND NUMB	NOM	USA
2 991 000	1,78	MOHN FREDERIK WILHELM		NOR
2 817 457	1,68	SHB STOCKHOLM CLIENT C/O HANDELSBANKEN AS	NOM	SWE
2 250 000	1,34	FONDSFINANS SPAR		NOR
2 173 130	1,3	EUROCLEAR BANK S.A./ 25% CLIENTS	NOM	BEL
1 942 730	1,16	VPF NORDEA KAPITAL C/O JPMORGAN EUROPE		NOR
1 924 194	1,15	STATE STREET BANK AN A/C CLIENT OMNIBUS F	NOM	USA
1 794 000	1,07	HOLBERG NORGE VERDIPAPIRFONDET V/HOLBERG FONDSFORVA		NOR
1 787 965	1,07	CREDIT SUISSE SECURI (EUROPE) LTD./FIRMS		GBR
1 588 129	0,95	JPMORGAN CHASE BANK A/C US RESIDENT NON	NOM	USA
1 541 206	0,92	OZ MASTER FUND LTD c/o BANK OF NEW YORK		GUM
1 539 899	0,92	KLP AKSJE NORGE VPF		NOR
93 797 753	55,93 %	20 LARGEST OWNERS		
73 914 791	44,07 %	OTHER		
167 712 544	100,00 %	TOTAL		

Tabell 4.2, Aksjonærversikt, kilde: Songaoffshore.no.

Aksjonærlisten gir også en pekepinn på hvor investorene i selskapet kommer fra. Som det fremkommer fra listen er det en stor del investorer med utenlandsk opprinnelse. I praksis betyr dette at vår videre analyse vil ta hensyn til at det er en stor del utenlandske investorer.

Konkurrenter og sammenliknbare selskaper

I selve verdsettingen av oppgaven vil vi se nærmere på tre andre selskaper i samme bransje. Disse selskapene skal være et representativt utvalg for bransjen, og vil bli brukt som et sammenligningsgrunnlag. Seadrill, Fred. Olsen Energy ASA og Norhern Offshore Limited er selskapene vi vurderer til å være de mest egnede til bransjeutvalget i analysen.

Fred. Olsen Energy ASA ble etablert og notert på Oslo Børs i 1997. Fred. Olsen & Co har lang og bred erfaring innenfor shipping- og offshoreindustrien. Fred. Olsen & Co har vært med siden begynnelsen på oljeeventyret i Nordsjøen, og har bygget opp en solid offshoredivisjon med bred erfaring internasjonalt i over 35 år. I 1997 gjennomførte man en aksjeemisjon, og samlet offshore og energiaktivitetene i Fred. Olsen Energy ASA. FOE er i dag det nest største riggselskapet på Oslo Børs. Flåten består pr i dag av totalt 9 rigger (fredolsen-energy.com).

Northern Offshore Limited er et Bermuda Holding selskap. Selskapet ble etablert i 2000, og notert på Oslo Børs i 2007. Selskapets flåte består av to halvt nedsenkbare, tre oppjekkbare og et drillskip. Northern Offshore Limited er et lite selskap målt i markedsandel(northernoffshorelimited.com).

Seadrill ble etablert i 2005. Selskapet er eid av den kjente skipsrederen John Fredriksen, og det var en samling hans oppjekkbare rigger og oljeproduksjonsskip som dannet grunnlaget for Seadrill. Selskapet har ekspandert i et hurtig tempo, blant annet gjennom en rekke oppkjøp. Selskapets aksjekurs har hatt en rivende utvikling og har mer enn firedoblet seg siden børsnoteringen i 2005. Selskapet eier tolv halvt nedsenkbare, 21 oppjekkbare, syv drillskip, åtte semi-tender og tolv tenderrigger. Selskapet er det største riggselskapet som er notert på Oslo Børs, og det tredje største på verdensbasis (seadrill.com).

4.2 Regnskapsanalyse

På bakgrunn av regnskapsinformasjon fra selskapet vil vi i dette kapitlet vurdere Songa sin økonomiske stilling. Det vil videre bli foretatt en omgruppering og en sammenligning av bransjen basert på en forholdstallanalyse.

4.2.1 Rammeverk

Offisielle års og kvartalsrapporter hentet fra selskapet vil danne grunnlaget for analysen. Regnskapsanalysen kan deles opp i tre steg, hvor man starter med trailing og omgruppering for en investororientert analyse. Selve omgrupperingen danner grunnlaget for den videre analysen hvor det skal justeres for målefeil knyttet til regnskapstallene. Til slutt foretas det en forholdstallanalyse basert på det omgrupperte regnskapet.

I utarbeidelsen av regnskapsanalysen er det fire faktorer som man må ta hensyn til. Analysefokus, analysenivå, periode som blir analysert og hvilke selskap som inngår i bransjeutvalget, er faktorer som er avgjørende for å oppnå en troverdig og relevant regnskapsanalyse. De rapporterte regnskapene til Songa er i nåværende form tilrettelagt for en kreditororientert analyse for å tilfredsstille långivere og andre interessenter. Vi vil som nevnt omgruppere regnskapet for å tilfredsstille behovene til egenkapital investorer. Egenkapitalinvestorer ønsker gode estimat på verdien av og inntjeningen til egenkapitalen i framtida for å kunne fatte effektive økonomiske beslutninger og ha kontroll over ledelsen i selskapet (Knivsflå 2006).

Analysenivået knytter seg til avgrensning av forretningsområder. Med mindre det er mulig å skille kontantstrømmene fra hverandre, vil ikke analysen være relevant for større selskaper med eierinteresser i forskjellige bransjer. Forretningsområdet til Songa er kun utleie av rigger og det er derfor ikke nødvendig å dele opp kontantstrømmene. Analysen av Songa vil bli utført på konsernnivå.

Det er ikke et fasitsvar på hvor lang analyseperioden skal være, men den bør være relevant for selskapets nåværende posisjon. Analyseperioden er i tillegg bransjeavhengig og riggbransjen hvor Songa opererer er som påpekt tidligere i oppgaven konjunkturutsatt. Det vil være en fordel å få en hel syklus med i analyseperioden ettersom en da vil se hvordan selskapet håndterer gode og dårlige tider. Songa Offshore ble børsnotert i begynnelsen av 2006 som var en periode med høykonjunktur. Ikke lenge etter kom finanskrisen, som gav utslag i inntjeningen. Offshorebransjen klarte seg under omstendighetene bra sammenlignet med andre bransjer og overlevde finanskrisen uten store skader. En medvirkende årsak til dette er en relativt stabil og høy oljepris. Som nærmere omtalt i makrokapittelet knyttet det stor spenning til uroen i eurosonen, men for øyeblikket ser det ikke ut til å påvirke dagratene og investeringsviljen i riggbransjen nevneverdig. Songa er et selskap i vekst og karakteriseres ikke som et stabilt selskap. Vi har valgt 1.1.2007 -31.12.2011 som grunnlag for vår analyseperiode. Regnskapet til oppstartsåret i 2006 er etter vår oppfatning ikke relevant for analyseperioden. På dette tidspunktet hadde ikke selskapet en forsvarlig drift og vi har derfor bevisst utelatt regnskapstallene fra denne perioden i vår analyse. Ved å sammenligne forholdstallene med komparative selskaper i bransjen vil vi få en pekepinn på Songa sin økonomiske posisjon i markedet. Selskapene Fred Olsen Energy, Seadrill og Northern Offshore Limited vil inngå i vårt bransjeutvalg.

4.2.2 Presentasjon av tall

Kort oppsummert har Songa levert et positivt resultat hvert år i perioden 2007-2011. Tallene fra 2011 er ikke godkjent av revisor og er hentet fra den siste tilgjengelige kvartalsrapporten (4.kvartal 2011). Resultatet i 2008 er betydelig lavere enn i de andre årene, og skyldes i stor grad tap på finansielle instrumenter. I 2009 skyldes det høye resultatet at riggratene var tilnærmet på topp når kontraktene ble inngått. Videre i 2010 ser vi at driftskostnadene har en betydelig økning, mens driftsinntektene faller fra 784 682 til 649 908 tusen dollar fra 2009 nivåer. Fallet i driftsinntekter skyldes kraftig fall i riggmarkedet. De relativt høye driftskostnadene i 2010 skyldes uforutsette kraftige oppgraderingskostnader(jmf årsrapport 2010). Boreskipet Songa Saturn ble i 2010 solgt og inntektene av dette står oppført i annen tap og gevinst. Inntektsskatten i 2010 viser effekten av redomisleringen til Kypros fullt ut. Året etter rapporterer selskapet positiv inntektsskatt, noe som skyldes at de får penger igjen for tidligere tap.

Resultat rapporterte tall	1000 USD				
År	2007	2008	2009	2010	2011
Driftsinntekter	304 860	381 532	784 682	649 908	522 116
Driftskostnader	-94 566	-137 702	-276 273	-327 846	-278 779
Administrasjonskostnader	-28 698	-34 589	-47 846	-47 404	-44 610
Tilbakebetalinger	-4 905	-11 005	-37 361	-6001	0
annen tap og gevinst	-1285	-63 215	947	58 048	-2 261
EBITDA	175 406	135 021	424 149	326 705	196 466
Avskrivninger	-54 666	-60 838	-87 000	-101 649	-92 758
EBIT	120 740	74 183	337 149	225 056	103 708
Finansinntekt	2 220	1 784	403	630	929
Finanskostnad	-61 020	-62 046	-52 214	-36 184	-29 731
Profitt før skatt	62 940	13 921	285 338	189 502	74 906
Inntektsskatt	-13 730	-3 825	-24 628	-1 672	42 620
Resultat	48 210	10 096	260 710	187 830	117 526

Tabell 4.3 Rapportert resultatregnskap, kilde: songaoffshore.no

Økningen fra 2010 til 2011 i anleggsmidler skyldes investeringen i riggen Songa Eclipse, og investeringen i Eclipse har også hatt en stor effekt på økningen i totale langsiktige forpliktelser.

Rapporterte tall balanse	1000 USD				
Anleggsmidler	2007	2008	2009	2010	2011
Andre anleggsmidler	174	48			
Investering i fremtidig DM				50000	
Rigger, maskiner og utstyr	981894	1403197	1410312	1180684	2078416
Utsatt skatt	13900	14385	46722	59142	102916
Totale anleggsmidler	995968	1417630	1457034	1289826	2181332
Omløpsmidler					
Kontanter	64207	58501	87957	132015	79307
Kundefordringer	33943	44489	148404	99835	63940
Opptjent inntekt	29199	11130	13019	1385	4970
Forskuddsbetalt utgift	4154	18547	6145	4130	6120
Andre omløpsmidler	911	4410	7638	15227	96397
Driftsmidler tilgjengelig for salg				4368	3328
Finansielle instrumenter	6107				
Utsatt kostnader		2515			
Totale omløpsmidler	138521	139592	263163	256960	254062
Totale eiendeler	1134489	1557222	1720197	1546785	2435393
Langsiktige forpliktelser					
Obligasjonslån, langsiktig	186453	139441	87488	47508	234778
Banklån, langsiktig	465565	755708	537639	288088	666869
Annen langsiktig gjeld	467	713	2933	6650	4038
Utsatt skatt	1105				
Totale langsiktige forpliktelser	653590	895862	628060	342246	905685

Kortsiktig forpliktelse					
Lev.gjeld ikke-rentebærende	34344	10394	25688	19570	45907
Påløpt kostnad					
Betalbar skatt		2167	35424	21321	11505
Utsatt inntekt	7815		9546	5602	4598
Banklån, kortsiktig	150248	266992	264466	73600	155756
Påløpte renter				549	47513
Annen driftsgjeld	7927	19934	37548	32209	100436
Derivat	3327	26584	10938	9287	4066
Totale kortsiktige forpliktelser	203661	326071	383610	162138	369781
Totale forpliktelser	857251	1221933	1011670	504384	1275466
Egenkapital					
	277238	335289	708527	1042401	1159927

Tabell 4.4, Rapportert balanse, kilde: Songaoffshore.no.

4.2.3 Omgruppering for analyse

Omgrupperingen er det første steget i rammeverket for regnskapsanalysen og danner grunnlaget for den videre analysen av lønnsomhet og risiko. Målet ved omgrupperingen er å skille drift og finansiering, samt å fjerne ekstraordinære poster.

Omgrupperingen har tre steg (Penman 2010):

1. Inkludere poster tillagt egenkapitalen (dirty surplus)
2. Skille ut unormale poster fra regnskapet
3. Skille mellom drifts- og finansposter

Skatt er et viktig moment knyttet til omgrupperingen. Omgrupperingen av skatt tar utgangspunkt i rapportert skattekostnad og skal fordeles på drifts- og finansposter, samt normale og unormale poster. Ved omgrupperingen av skatt tar man utgangspunkt i rapportert skattekostnad. Videre har vi brukt effektiv skattesats til å fordele skattekostnaden på de ulike postene. Resultatregnskapet viser at skattekostnaden gikk ned i 2009 til tross for en økning i resultatet. Årsaken til dette er flytting av Songa sitt hovedkontor til Kypros hvor skattesatsen er 10 prosent. Ettersom vi baserer omgrupperingen for 2011 på tallene fra 4.kvartal vil det på grunn av mangel på informasjon være avvik fra det endelige regnskapet for 2011.

Steg 1: Fullstendig nettoresultat til egenkapital

Det følger av kongruensprinsippet at alle inntekter og kostnader skal resultatføres jf. Regnskapsloven §4-3, første ledd. Korrigering av feil i tidligere års regnskap og virkningen av endring i regnskapsprinsipp medfører en direkteføring mot egenkapitalen. Det har ikke vært utført korrigering av feil fra tidligere årsregnskap eller endring av regnskapsprinsipper i Songa. ”Dirty surplus” postene er knyttet til kursdifferanser fra utenlandske datterselskaper. Siste steg i kartleggingen av fullstendig nettoresultat er å innarbeide ”korridoren” som er den delen av pensjonsforpliktelsen som ikke er regnskapsført. Ettersom Songa i all hovedsak har ytelsesbaserte pensjonsordninger for sine ansatte åpner IFRS⁸ for en såkalt ”korridorløsning”, som innebærer at selskapet kan la være å resultatføre inntil 10 prosent av den største av pensjonsforpliktelsen og pensjonsmidlene (Johnsen, 2010).

⁸ International financial reporting standard (IFRS)

Det er kun ”aktuarielle gevinster og tap”⁹ som kan plasseres i ”korridoren”. Dette er faktiske inntekter og kostnader for selskapet. De nødvendige opplysningene finnes i pensjonsnoten i årsregnskapene til Songa.

Under følger en tabell som viser den omgrupperte oppstillingen av endringen i egenkapitalen. Netto kapitalinnskudd består av utstedelse av aksjekapital, og konvertering av opsjoner, tegningsretter og gjeld.

Endring	2007	2008	2009	2010	2011
Egenkapital					
EK 1.1	1 61 580	277 217	335 139	708 170	1041563
Årsresultat	48 210	10 096	260 710	187 830	117 526
+ Dirty surplus	-3 259	216	-7	0	0
+Endring korridor	-15	-126	-78	-272	-1163
=Fullstendig nettoresultat	44 948	10 183	260 496	187 558	117 526
Netto					
kapitalinnskudd	70 689	47 739	112 535	146 043	0
+Egne aksjer					
=Netto betalt					
utbytte	70 689	47 739	112 535	146 043	0
EK 31.12	277 235	335 160	708 320	1041771	1157926

Tabell 4.5, Omgruppert endring egenkapital.

⁹ Konsekvens av differanser mellom de tidligere aktuarielle forutsetningene og det som faktisk skjedde, og virkningen av forandringer i de aktuarielle forutsetningene. En aktuariell forutsetning er en forutsetning om forventet avkastning på pensjonsmidlene (Revisorforeningen 2008).

Steg 2: Skille ut unormale poster

Unormale poster defineres som poster knyttet til spesielle hendelser med uregelmessige intervaller, eller av uregelmessig størrelse (Penman 2010). Slike poster bør normaliseres¹⁰ og tas med i omgrupperingen. For at en post skal regnes som unormal eller ekstraordinær må den være vesentlig. I det ligger det at posten er i posisjon til å forringe informasjonsverdien til regnskapet. Poenget med normaliseringen er å få fram trender som er reflektert av de underliggende økonomiske forholdene. Dette blir brukt senere i oppgaven til budsjettering og fremtidsregnskap.

Songa solgte drillskipet Songa Saturn i oktober 2010. Dette gav en gevinst på 66,3 millioner USD, som vi har valgt å fjerne fra regnskapet. Det er mulig at Songa kommer til å selge en eller flere av riggene sine i fremtiden, men dette er ikke en hendelse som vil gjentas årlig. Salgsgevinsten er etter vår oppfatning av en slik karakter at informasjonsverdien blir svekket hvis den ikke blir skilt ut. Endringen i virkelig verdi av finansielle instrumenter for 2008 og 2009 er fjernet fra regnskapet. I 2008 tapte Songa 66,2 millioner USD på finansielle instrumenter. Finanskrisen var hovedårsaken til dette og vi har derfor valgt å fjerne korrigeringen på 66,2 og 8,5 millioner USD som ble foretatt i 2008 og 2009. Etter vår vurdering er det ingen unormale og ekstraordinære hendelser i 2011 og vi vil på bakgrunn av denne vurderingen ikke gjøre noen endringer.

Unormalt resultat	2007	2008	2009	2010	2011
Rapporterte tall	48210	10 096	260 710	187 830	117 526
Omgruppert	44930	58 359	252 948	115 529	117 526
Differanse	3280	-48 263	7 762	72 301	0
Dirty surplus	-3 259	216	-7	0	0
Resultat unormale poster	21	-48 047	7 755	72 301	0

Tabell 4.6 Unormalt resultat.

¹⁰ Normalisering innebærer å fordele skattekostnaden på de normale og unormale postene.

Steg 3: Skille mellom drifts-og finansposter

Det siste steget i omgrupperingsprosessen er å skille mellom driftsrelaterte og finansielle poster. Videre fordeles skattekostnaden på driftsresultat, finansinntekter og finanskostnader. Ifølge Penman (2010) er dette den mest sentrale delen i omgrupperingen.

Det omgrupperte resultatregnskapet og balansen nedenfor viser at det er driften som er kilden til verdiskapningen til selskapet.

Omgruppert resultatregnskap					
Beløp i 1000 USD	2007	2008	2009	2010	2011
Driftsinntekter	304860	381 532	784 682	649 907	522 116
Kostnader ved inntekt	-99471	-148 707	-313 634	-333 847	-278 779
Bruttofortjeneste	205389	232 825	471 048	310 060	243 337
Driftskostnader					
Administrasjonskostnader	-28698	-34 589	-47 846	-47 404	-44 610
Annen driftsinntekt	-2069	3 061	-7 635	-8 252	-1 285
Avskrivninger	-54666	-60 838	-87 000	-101 649	-92 758
Driftsresultat	119956	140 459	328 567	152 755	104 684
Dirty surplus	-3 259	216	-7	0	0
Skatt på drift	-26630	-38 626	-28 257	-5 227	39740
Netto Driftsresultat	90067	102 049	300 303	151 411	143 448
Finansinntekt	3004	1 784	403	630	929
Finanskostnad	-61020	-62 046	-52 214	-36 184	-29 731
Skatt, finans	12880	16 572	4 456	3555	2880
Total resultat	44930	58 359	252 948	115 529	117 526

Tabell 4.7, Reformulert resultatregnskap.

Reformulert Balanse	1000 USD				
	2007	2008	2009	2010	2011
Driftsrelaterte anleggsmidler	995 969	1 417 679	1 457 054	1 227 406	2 181 332
Langsiktig driftsrelatert gjeld	1 109	178	227	525	0
Netto anleggsmidler	994 860	1 417 501	1 456 827	1 226 881	2 181 332
Driftsrelaterte omløpsmidler	103 155	77 422	194 321	166 094	170 329
Kortsiktig driftsrelatert gjeld	50 086	31 745	108 206	78 072	110 096
Driftsrelatert arbeidskapital	53 069	45 677	86 115	87 392	60 233
Netto Driftsmidler	1 047 929	1 463 178	1 542 942	1 313 643	2 239 889
Langsiktig finansiell gjeld	652 485	895 862	628 060	342 246	905 685
Finansielle anleggsmidler	0	0	0	50 000	0
Langsiktig netto finansiell gjeld	652 485	895 862	628 060	292 246	905 685
Kortsiktig finansiell gjeld	153 575	293 576	275 404	86 689	258 009
Finansielle omløpsmidler	35 366	61 420	68 842	107 693	82 570
Kortsiktig netto finansiell gjeld	118 209	232 156	206 562	-21 004	175 438
Netto finansiell gjeld	770 694	1 128 018	834 622	271 872	1 081 963
Egenkapital	277 235	335 160	708 320	1 041 771	1 157 926
Netto driftskapital	1 047 929	1 463 178	1 542 942	1 313 643	2 239 889

Tabell 4.8, Reformulert balanse.

4.2.4 Analyse av målefeil og justering

Andre steg i regnskapsanalysens rammeverk er å foreta justeringer av eventuelle målefeil i regnskapet. Rapporterte regnskapstall kan avvike fra virkelige verdier og da kan det være aktuelt å justere disse målefeilene.

I følge Knivsflå (2011) deles det inn i tre typer målefeil. Type 1 målefeil omhandler situasjoner der lovgiver eller standard- setter har et annet hoved- ideal for rapportering enn ”virkelig verdi”, for eksempel historisk kost eller salgsverdi. En målefeil der vi har et avvik mellom historisk kost og virkelig verdi vil i de fleste situasjoner knytte seg til finansielle instrumenter.

Den andre typen målefeil tar for seg problemer relatert til feilperiodisering av salgsverdi eller historisk kost etter rammeverket til god regnskapsskikk. En internrentebasert avskrivningsplan vil på best måte reflektere driftsmiddelets fremtidige inntjening, men det betyr ikke at det er ulovlig å benytte seg av lineære avskrivninger. Ukritisk bruk av lineære avskrivninger er en av de største kildene til målefeil, og over 90% av Norske og internasjonale virksomheter benytter seg av lineære avskrivninger, nesten ukritisk. Kravet fra regnskapsloven er imidlertid at anleggsmidler med begrenset økonomisk levetid skal avskrives etter en fornuftig avskrivningsplan, som da sees i sammenheng med ”sammenstillings prinsippet”¹¹. Regnskapene til Songa kan være utsatt for målefeil relatert til avskrivninger på grunn av stor grad av investeringer i rigger til markedspris.

Målefeil type 3 dreier seg om ”kreativ regnskapsføring”. Målefeil som oppstår ved kreativ regnskapsføring er at de rapporterte regnskapstallene avviker fra tallene som skulle vært rapportert etter god regnskapsskikk. Incentiver for kreativ regnskapsføring er i hovedsak å maksimere verdi for eiere eller maksimere slik at det medfører en personlig vinning for ledelsen. Kreativ regnskapsføring kan være svært vanskelig å oppdage, og blir i mange tilfeller avdekket lang tid etter den opprinnelige manipulasjonen.

Målet med å justere for målefeil er å skape et bedre bilde av den underliggende økonomiske situasjonen i selskapet. Vi som er eksterne analytikere har dårligere informasjon om underliggende økonomiske forhold enn de som arbeider med utarbeiding av de offentlige

¹¹ Sammenstillings prinsippet er hentet fra regnskapsloven § 4-1 nr 3 som sier at ”utgifter skal kostnadsføres i samme periode som tilhørende inntekt” (Norges lover, 2006).

regnskapene til Songa. For det første vil justering av målefeil i dette tilfellet sannsynligvis bare skape mer ”støy” i regnskapene og i tillegg har målefeil en tendens til over tid viske hverandre ut (Drange 2011). Vi vurderte å justere for målefeil, men mangel på relevant informasjon i regnskapene gjorde at vi falt ned på at i Songas tilfelle anser vi justering for målefeil som unødvendig. På grunnlag av egne vurderinger og støtte fra litteraturen konkluderer vi derfor med at vi ikke justerer for målefeil i denne oppgaven.

4.3 Risikoanalyse

I dette kapitlet vil vi analysere den selskapsspesifikke risikoen til Songa ved å vurdere kortsiktig og langsiktig risiko. Formålet med denne analysen er å komme fram til en konkurssannsynlighet som vil bli brukt i beregningen av avkastningskravet til gjeld. Den syntetiske ratingen vil gi oss en pekepinn på hvilken risikoklasse selskapet er i sammenlignet med Standard & Poors ratingklasser.

4.3.1 Kortsiktig risikoanalyse – likviditetsanalyse

I likviditetsanalysen vil vi se på selskapets evne til å møte sine kortsiktige forpliktelser. Likviditesanalysen vil utforske om virksomheten har nok likvide midler til å dekke krav som etterhvert forfaller til betaling. Analysen vil avdekke om det er fare for at selskapet kommer i en likviditesskiv, og da potensielt en konkurs. Vår likviditesanalyse vil bestå av forholdstallene likviditetsgrad 1 og 2. Vurdering av utvikling i forholdstallene, samt en sammenlikning av bransjens likviditesgrad, er også en naturlig del av likviditesanalysen.

Likviditesgrad 1

Likviditetsgrad 1 er et mål på selskapets evne til å dekke sine kortsiktige forpliktelser med likvide eiendeler. Mer presist er likvide eiendeler en eiendel som kan omdannes til kontanter på kort sikt. Likviditetsgrad 1 finnes ved å dividere de mest likvide eiendelene på kortsiktig gjeld. Typiske likvide eiendeler kan være korte 3 måneders statsobligasjoner.

Formelt skrives formelen for likviditetsgrad 1 slik:

$$(12) \quad \text{Likviditetsgrad 1} = \frac{\text{omløpsmidler (DOM + FOM)}}{\text{kortsiktig gjeld (KDG + KFG)}}$$

Omløpsmidler er summen av driftsrelaterte omløpsmidler (DOM) og finansielle omløpsmidler (FOM) dividert på kortsiktig gjeld, der kortsiktig gjeld er summen av kortsiktig driftsrelatert gjeld (KDG) og kortsiktig finansiell gjeld (KFG). Et forholdstall lavere enn 1 betyr at virksomheten har flere forpliktelser enn likvide eiendeler. En generell tommelfingerregel sier at likviditetsgrad 1 bør være over 1,5.

Nedenfor presenteres utviklingen i likviditetsgrad 1, fra 2006 til 2011 for Songa Offshore og bransjen.

Likviditetsanalyse	2007	2008	2009	2010	2011	Snitt
Songa Offshore	0,68	0,43	0,69	1,97	0,69	0,89
Bransjen	0,98	1,16	1,02	1,34	1,15	1,13

Tabell 4.9, likviditetsgrad 1.

Tabellen viser at Songa Offshore har hatt lavere likviditetsgrad enn bransjen de siste fem årene. Snittet i Songa de siste fem årene er 0,89, mens snittet i bransjen har vært 1,13.

Tabellen viser også en jevn positiv utvikling i Songa Offshore, med unntak av år 2008 som bærer preg av finanskrisen. Utviklingen i bransjgjennomsnittet har imidlertid gått andre veien, og avstanden mellom bransjen og Songa Offshore har blitt redusert. I 2010 doblet likviditetsgraden i Songa Offshore seg, og passerte dermed bransjgjennomsnittet.

Etter salget av boreskipet Songa Saturn bedret likviditetsgraden seg betydelig i 2010. Salget gjorde det mulig for Songa Offshore å refinansiere gjelden i selskapet, slik at man kunne redusere både kortsiktig og langsiktige banklån. I tillegg økte kontantbeholdningen. I 2011 er likviditetsgraden igjen tilbake under 1. Vi mener at likviditetsgraden er noe lav, og at en økning burde komme snart. Helst opptil 1,5, og i hvert fall opp mot bransjgjennomsnittet.

4.3.2 Langsiktig risikoanalyse – soliditetsanalyse

I soliditetsanalysen fokuseres det på den langsiktige risikoen. Ifølge Knivsflå er målet med analysen å avdekke om selskapet har økonomiske ressurser til å stå imot fremtidige tap.

Analysen baserer seg på beregninger av egenkapitalandel, netto driftsrentabilitet og rentedekningsgrad.

Egenkapitalandel

Resultatet blir ført mot egenkapitalen og fungerer dermed som en buffer mot tap og konkurs. Stor egenkapital innebærer at selskapet er bedre rustet til å overleve i en periode med svake resultater. Selskapets egenkapital i forhold til totalkapitalen er derfor det viktigste soliditetsmålet i en analyse av langsiktig risiko (Knivsflå 2011). Egenkapitalandelen beregnes på følgende måte:

$$(13) \quad EK \% = \frac{EK}{TK}$$

$EK \% = Egenkapitalandel$ $EK = Egenkapital$ $TK = Totalkapital$

Egenkapitalandel	2007	2008	2009	2010	2011	Gj.snitt
Songa Offshore	0,24	0,22	0,41	0,67	0,48	0,40
Bransjen	0,36	0,31	0,43	0,58	0,54	0,44

Tabell 4.10, Egenkapitalandel.

Tabellen over viser utviklingen i egenkapitalandelen til Songa og bransjen. I perioden 2007-2009 lå egenkapitalandelen under bransjegjennomsnittet. I 2010 steg egenkapitalandelen til Songa kraftig fra 41 prosent til 67 prosent og lå over bransjegjennomsnittet med god margin. Hovedårsaken til dette er salget av Songa Saturn som tilførte Songa egenkapital. Gjennomsnittet for perioden 2007-2011 viser at Songa ligger rett under bransjesnittet og egenkapitalandelen er etter vår vurdering tilfredsstillende.

Rentedekningsgrad

Rentedekningsgraden sier noe om et selskaps evne til å betale sine langsiktige gjeldsforpliktelser og hvor stor grad driftsresultatet før skatt + finansinntekter kan dekke rentekostnadene. Forholdstallet beregnes ved følgende formel:

$$(14) \text{ Rentedekningsgrad} = \frac{\text{Driftres før skatt} + \text{finansinntekt}}{\text{finanskostnad}}$$

Rentedekningsgraden	2007	2008	2009	2010	2011	Gj.snitt
Songa Offshore	2,01	2,30	6,30	4,24	3,55	3,68
Bransjen	5,65	4,68	9,41	6,56	7,08	6,67

Tabell 4.11, Rentedekningsgrad.

Rentedekningsgraden til Songa har i hele perioden ligget under bransjesnittet og har i de to siste årene hatt en negativ utvikling. Et gjennomsnitt på 3,68 for perioden 2007-2011 er allikevel solid selv om det er godt under bransjesnittet. Den kortsiktige kredittrisikoen er etter vår vurdering liten. For øyeblikket har Songa ingen problemer med å dekke dagens rentekostnader og kan påta seg større låneforpliktelser om nødvendig.

Netto driftsrentabilitet

Netto driftsrentabilitet viser hvor lønnsom driften er i forhold til netto driftseiendeler. Med andre ord hvor stor avkastning netto driftseiendeler gir. Ved formel uttrykkes det på følgende måte:

$$(15) \text{ Netto driftsrentabilitet} = \frac{\text{Netto driftsresultat}}{\text{Netto driftsmidler}_t + \text{Netto driftsmidler}_{t-1}}$$

Netto driftsrentabilitet inngår ikke i analysen av verken likviditet eller soliditet, men er det siste forholdstallet som blir brukt i den syntetiske ratingen for å komme fram til en kredittrisikofaktor. På bakgrunn av dette vil vi kort presentere tallet for Songa og bransjen uten å gi noen videre forklaring.

Netto driftsrentabilitet	2007	2008	2009	2010	2011	Gj.snitt
Songa Offshore	9,71 %	8,13 %	19,98 %	10,59 %	8,06 %	11,29 %
Bransjen	15,62 %	17,09 %	23,32 %	27,85 %	25,38 %	21,85 %

Tabell 4.12, Netto driftsrentabilitet

4.3.3 Syntetisk rating

Den kortsiktige likviditetsanalysen og den langsiktige soliditetsanalysen kan oppsummeres i en karakter på risikoen i selskapet. Denne karakteren blir kalt syntetisk rating og angir sannsynligheten for at selskapet går konkurs om et år. Ved estimering av konkurssannsynlighet tas det utgangspunkt i forholdstallene likviditetsgrad 1, egenkapitalandel, rentedekningsgrad og netto driftsrentabilitet. Videre blir de klassifisert etter en tabell fra Standard & Poors som viser sannsynlighetsfordelingen for konkurs. Tabellen nedenfor er hentet fra Knivsflå (2011) sine forelesningsnotater.

Rating	Likviditetsgrad 1	Rente DG	EK andel	ndr	Årlig konkurs sannsynlighet	Kredittrisikofaktor
AAA	8,9	11,6	0,895	0,308	0,0001	0,1
AA	4,6	4,825	0,755	0,216	0,0012	0,15
A	2,35	2,755	0,55	0,131	0,0024	0,25
BBB	1,45	1,69	0,38	0,082	0,0037	0,4
BB	1,05	1,06	0,27	0,054	0,0136	0,6
B	0,75	0,485	0,175	0,026	0,0608	1
CCC	0,55	-0,345	0,105	-0,002	0,3085	3
CC	0,45	-1,17	0,03	-0,03	0,5418	9
C	0,035	-1,995	-0,1	-0,058	0,7752	27
D					0,9999	1000

Tabell 4.13, Standard & Poors Ratingklasser, Kilde: Knivsflå 2011

I tabellen nedenfor har vi estimert konkurssansynligheten til Songa Offshore og bransjeutvalget.

Syntetisk rating	2007	2008	2009	2010	2011	Gj.snitt
Likviditetsgrad 1	CCC	C	CCC	BBB	CCC	CCC
Rentedekningsgrad	BBB	BBB	AA	A	A	A
Egenkapitalandel	B	B	BBB	A	BBB	BBB
Netto driftsrentabilitet	BB	BB	A	A	BB	BBB
Rating Songa	BB	B	BBB	A	BBB	BBB
Rating Bransjen	BBB	BBB	A	AA	A	A

Tabell 4.14, Syntetisk Rating Songa og Bransjen

Den syntetiske ratingen har i perioden 2007-2011 holdt seg relativt stabil og svinger fra B til A. Historisk sett er ikke likviditetsgrad 1 på tilfredsstillende nivåer. Som nevnt ovenfor bør likviditetsgrad 1 være noe høyere. De andre forholdstallene er i perioden stabilt gode, men ligger rett under bransjesnittet.

Gjennomsnittet for perioden viser et rating snitt på BBB for Songa. Dette innebærer en konkurssansynlighet på 0,37 prosent. Bransjen har til sammenligning et snitt på A og en konkurssansynlighet på 0,24 prosent. Vår helhetsvurdering blir derfor at Soga er et selskap med lav konkurssansynlighet og lav risiko. Den totale risikoen er høyere enn bransjesnittet og Songa bør ha som mål å tilnærme seg bransjens gjennomsnitt av forholdstall. En høyere risiko betyr også at Songa bør ha en avkastning som er høyere enn bransjegjennomsnittet. Den syntetiske ratingen støtter vårt beta estimat, med at høyere risiko bør gi høyere avkastning i forhold til indeksen. Beta verdiene estimeres i kapittel 5.2.

5.0 Fundamental verdsettelse

Den fundamentale verdsettelsen er siste steg i rammeverket for fundamental analyse.

Verdsettelsen er selve operasjonen som de resterende stegene i rammeverket bygger opp til.

Her vil vi utarbeide et konkret estimat på hva selskapets fremtidige inntjening er verdt.

5.1 Rammeverk og forutsetninger for verdsettelsen

Budsjetthorisonen

Budsjetthorisonen er tidspunktet hvor man avslutter den fundamentale regnskapsføringen og lager et estimat som kalles terminalverdi basert på fremtidig inntjening. Før man kan starte med budsjetteringen må man bestemme hvor lang budsjetthorisonen skal være. Dette tidspunktet er sterkt knyttet til når selskapet kommer i ”steady state”. Terminalverdien estimeres ofte ved å fremskrive en prognostisert kontantstrøm med forventet vekstrate. Det teoretiske fundamentet for dette hviler på en antagelse om at bedriften når stabil tilstand, hvor både driftsresultat og investeringer vokser med den samme konstante raten i all fremtid (Penman 2010). Når et selskap kommer i ”steady state” avhenger av hvor selskapet er i livssyklusen. Songa er et selskap i vekst, og i startfasen av livssyklusen. Etter vår vurdering er det mange år igjen før Songa er i ”steady state”.

I rapporten fra 1.kvartal 2010 uttaler selskapet at de selv anser at det vil være helt nødvendig å ha 10-12 rigger for å være konkurransedyktige i markedet. For øyeblikket har Songa seks rigger, og fire nye såkalte Cat-D rigger under bestilling. Etter levering av de nye riggene i løpet av 2014 og 2015 vil Songa ha 10 rigger, et nivå ledelsen mener vil være tilfredsstillende for å kunne oppnå stordriftsfordeler og være konkurransedyktige. Vi har per dags dato ikke nok informasjon til å estimere en troverdig vekstsituasjon, og forutsetter at Songa ikke har videre vekstambisjoner.

Vi har valgt en budsjetthorison på seks år som strekker seg fra 2012-2017. På bakgrunn av at vi ikke regner Songa som et selskap som er i ”steady state” ,vil terminalverdien estimeres ved å finne substansverdien av Songa sine driftsmidler ved utgangen av budsjetthorisonen. Denne prosessen blir videre forklart i kapittel 5.3.

Inflasjon

Vi har i denne utredningen valgt å ikke justere for inflasjon. Differansen mellom inntekter og kostnader utlignes omtrent av hverandre ettersom begge blir påvirket av inflasjon. Et annet argument er at den amerikanske sentralbanken nå opererer med et fast inflasjonsmål som er på 2 prosent på lang sikt. Dette inflasjonsmålet er ikke mye forskjellig fra Norges inflasjonsmål på 2,5 prosent, og forskjellene ville blitt så små at vi velger å se bort i fra de. Etter vår mening vil det være vanskelig å gi et godt estimat, fordi det vil være en overhengende fare for å skape mer ”støy”.

Inntekter

Inntektene til Songa er knyttet til dagratene de kan oppnå i markedet. Som tidligere nevnt i makroanalysen er dette et konjunkturfølsomt marked hvor oljeprisen er hoved- driveren. De fremtidige inntektene kan deles i to, kontraktfestede inntekter og ikke kontraktfestede inntekter.

De kontraktfestede inntektene kan estimeres med stor sikkerhet gjennom de eksisterende kontraktene. De ikke kontraktfestede inntektene er det imidlertid større usikkerhet knyttet til. Vi har derfor forutsatt at dagens rater vil holde seg tilnærmet på dagens nivåer i fremtiden. Det er stor usikkerhet knyttet til nivået på rater i fremtiden. Oljeprisen er kanskje den viktigste driveren for dagratene til riggene, og basert på makroanalysen konkluderer vi med at oljeprisen i fremtiden vil ligge på tilnærmet samme nivåer som dagens nivå. I tillegg vil nye oljefunn øke etterspørselen av borerigger. Derfor mener vi at dagratene også vil kunne ligge på omtrentlig de samme nivåene som dagens rater. Ut ifra dagens rater har vi forutsatt at Songa Mercur og Songa Venus vil ha fremtidige dagrater på 250 000 dollar. De tre riggene, Trym, Dee og Delta, som opererer på norsk sokkel vil ligge mellom 350 000 til 400 000 dollar pr dag. Ultra dypvanns riggen Songa Eclipse ventes å ha en dagrate på 500 000 dollar, noe som er litt mer en dagens kontrakt. Ratene i ultra dypvanns segmentet har økt kraftig den siste tiden og det forventes en fortsatt positiv utvikling i ratene. Eclipse er mer utsatt for svingninger i ratene en de resterende riggene, og høye utvinningskostnader relatert til boring på ultra dypvann gjør at UDW segmentet er avhengig av en stabil og høy oljepris. De fire nye CAT-D riggene har sikre langsiktige kontrakter med en opsjon på forlengelse helt fram til 2034/2035. Ratene i kontrakten er på 420 000 dollar pr dag. CAT-D riggene ventes levert i 2014/2015 og vil bidra til betydelige økte driftsinntekter.

På den andre siden kan en over kontrahering skape stort fall i etterspørselen, som vil kunne presse ratene nedover. Paretos analyser taler mot dette argumentet, og viser til at den halvt nedsenkbare flåten begynner å bli gammel, og at det trengs flere nye rigger enn det verftene kan klare å produsere frem mot 2015. I 2020 vil 355 av de halvt nedsenkbare riggene være over 30 år gamle, og hele 76 av disse vil være over 40 år. Verftene kan ved maksimum kapasitet klare å produsere 27 nye rigger i året. 27 nye rigger pr år vil markedet sannsynligvis klare å absorbere (Pareto 2012).

Utnyttelsesgraden er forutsatt til å være 90 prosent, utenom de aldrene riggene Songa Mercur og Songa Venus, som vi går ut ifra vil ha en utnyttelsesgrad på 75 prosent. I forhold til bransjen anser vi dette som et konservativt anslag.

Kostnader

De operasjonelle og administrative kostnadene som er lagt til grunn er basert på Songa sitt historiske regnskap og vi har beregnet kostnadene ut i fra en prosentsats til inntektene. Dette mener vi kan være et godt anslag fordi prosentsatsen har vært lite volatil i årene etter etableringen av selskapet. Store deler av kostnadene er knyttet til langsiktige kontrakter og kan anslås med stor nøyaktighet. Riggene på norsk sokkel har noe høyere kostnader enn de andre riggene på grunn av strengere sikkerhetskrav, men dagratene er også høyere for riggene på norsk sokkel.

Songa opererer med lineære avskrivninger og på bakgrunn av dette vil de regnskapsførte riggene basere seg på de rapporterte avskrivningene fra siste kvartalsrapport. Avskrivningene til de kommende riggene¹² har vi estimert ved å ta kjøpspris dividert på forventet økonomisk levetid.

¹² Kommende rigger er Songa Eclipse i 2012, og de fire CAT-D riggene som forventes levert i 2014 og 2015.

Skattekostnad

Songa Offshore SE er som nevnt tidligere registrert og har hovedkontor på Kypros. Skattemessig betyr dette at selskapet operer med en skattesats på 10 prosent, og ikke 28 prosent som i Norge. I den fundamentale verdsettelsen vil vi operere med samme skattesats i hele analyseperioden.

Arbeidskapital

Det er vanskelig å estimere arbeidskapital i fremtiden. Vi har forutsatt at økning i arbeidskapital vil avta ettersom investeringene reduseres kraftig etter at nybyggene ferdigstilles i 2014 og 2015. Økning i arbeidskapital 2012 og 2013 fremkommer på grunn av investeringene til CAT-D riggene. Vi forutsetter at Songa ikke gjør nye investeringer etter denne perioden, og setter endring i arbeidskapital til 0 de resterende år av analyseperioden. Vi påpeker at dette er et grovt estimat, som det er knyttet stor usikkerhet til.

Capex

I riggbransjen er det strenge krav til sertifiseringer for å få godkjent riggene. Slike sertifiseringer må gjennomføres hvert femte år for hver enkelt rigg. De riggene som er operative på norsk sokkel vil ha noe høyere sertifiseringskostnader, og faktorer som alder og type rigg spiller også inn på hvor mye de totale sertifiseringskostnadene vil beløpe seg til. I årsrapport 2010 fra Songa vises det til at en typisk nedetid for en rigg vil være fra 28 til 35 dager, noe vi har hensyntatt i vår beregning av kontantstrømmene. I tillegg til sertifiseringskostnader vil investeringer av nye rigger, samt oppgraderinger av eldre rigger inngå i capex. I 2014 og 2015 er det betydelige investeringer i CAT-D riggene som gir forholdsvis høy capex, sammenliknet med de andre årene i budsjettperioden.

5.2 Avkastningskrav

Risikofri rente

Songa opererer i USD og derfor mener vi det er mest naturlig å anvende amerikanske statsobligasjoner. Vi har diskutert hvor lang løpetid den anvendte statsobligasjonen bør ha. Som nevnt i kapittel 2 er det ifølge Koller et al mest vanlig å anvende statsobligasjoner med 10 års løpetid. Ettersom en rigg har en forventet levetid på 30 år kan det argumenteres for å bruke renter med løpetid på 30 år. Vi har besluttet å anvende amerikanske statsobligasjoner

med 20 års løpetid. Etter vår oppfatning vil renter med 20 års løpetid være best egnet til vårt formål. Renten er hentet fra hjemmesiden til den amerikanske statsbanken Federal Reserve 20 mars og er på 3,13 prosent.

Beta til egenkapital

I våre estimater av beta til egenkapitalen har vi benyttet oss av en regresjonsanalyse basert på historiske data. I analysen benyttet vi månedlig avkastning til Songa Offshore aksjen og MSCI verdensindeks for de siste 3 årene. Vi har valgt å ikke benytte oss av OSEBX indeksen i våre estimater av beta, fordi vi mener den er for sterkt korrelert med energimarkedet, samt at aksjonærlisten viser at Songa har flere internasjonale investorer og det vil etter vår vurdering være mest relevant å bruke MSCIs verdensindeks. Regresjonsanalysen ga følgende estimat:

$$\beta = 1,846$$

Under vises det statistiske resultatet fra regresjonsanalysen.

<i>Regression Statistics</i>	
Multiple R	0,6981
R Square	0,4873
Adjusted R Square	0,4718
Standard Error	0,1305
Observations	35

ANOVA					
	<i>df</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>Significance F</i>
Regression	1	0,5341	0,5341	31,3689	0,0000031
Residual	33	0,5619	0,0170		
Total	34	1,0960			

	<i>Coefficients</i>	<i>Standard Error</i>	<i>t Stat</i>	<i>P-value</i>	<i>Lower 95%</i>	<i>Upper 95%</i>
Intercept	0,0154	0,0221	0,6941	0,4925	-0,0296	0,0603
X Variable 1	1,8462	0,3296	5,6008	0,0000	1,1756	2,5169

Tabell 5.1 Resultat regresjonsanalyse.

I tillegg til å benytte oss av regresjonsanalyse ved estimering av egenkapital betaen benyttet vi formelen:

$$(16) \quad \beta = \frac{Cov(R_e, R_m)}{Var(R_m)}$$

Kovariansen (Cov) til Songa (Re) og MSCI (Rm) indeksen var 0,00068 og variansen til MSCI indeksen var på 0,00042914. Dette gav resultatet 1,793, som er relativt lik vårt beta estimat fra regresjonsanalysen. Vi vil anvende estimatet fra regresjonsanalysen i den videre analysen.

Beta til gjeld

Vi forutsetter at beta til gjeld er lik 0.

Risikopremie

Ved estimering av risikopremie(Rm-Rf) har vi benyttet historiske data for avkastning til aksjemarkedet(Rm) og statsobligasjoner(Rf) med lang løpetid. Analyseperioden er 1928-2011 og er hentet fra hjemmesiden til Damodaran. Det finnes to metoder for å estimere en gjennomsnittlig risikopremie, geometrisk og aritmetisk gjennomsnitt. Det aritmetiske gjennomsnittet vil alltid være høyere ettersom det geometriske gjennomsnittet ser på den diskonterte avkastningen. Det strides om hvilken metode som er den mest korrekte fremgangsmåten, og vil avhenge av om avkastningen er ukorrelert over tid. Det geometriske gjennomsnittet egner seg best hvis avkastningen ikke er ukorrelert. I våre beregninger har vi benyttet oss av aritmetisk gjennomsnitt ettersom dette vil gi et bedre estimat ved estimering fram i tid (Damodaran 2002). Vi hentet de gjennomsnittlige avkastningene for henholdsvis aksjer og t-bonds fra Damodaran sin hjemmeside. Risikopremien vi vil benytte oss av er 5,79 prosent (jmf tabell 5.1). Tabellene under viser risikopremien til aritmetisk og geometrisk gjennomsnittlig avkastning, basert på amerikanske aksjer og statsobligasjoner med lang løpetid.

Arithmetic average	Stocks (Rm)	T.bonds (Rf)	Risk premium (Rm-Rf)
1928-2011	11,20 %	5,41 %	5,79 %

Tabell 5.2 Aritmetisk gjennomsnitt til risikopremie, kilde: damodaran.com

Geometric average	Stocks (Rm)	T.bonds (Rf)	Risk premium (Rm-Rf)
1928-2011	9,23 %	5,14 %	4,09 %

Tabell 5.3 Geometrisk gjennomsnitt til risikopremie, kilde: damodaran.com

Avkastningskrav til egenkapitalen (Re)

Tabellen nedenfor viser hvordan vi har kommet fram til avkastningskravet til egenkapitalen(Re). Dette avkastningskravet er et nødvendig ledd i utarbeidelsen av vektet gjennomsnittlig kapitalkostnad (WACC).

Risikofri rente (Rf)	Egenkapital beta	Risikopremie	Avkastningskrav til egenkapitalen (Re)
3,13 %	1,846	5,79 %	13,82 %

Tabell 5.4 Avkastningskrav til egenkapitalen (Re).

Avkastningskrav til gjeld (Rd)

Under følger avkastningskravet til gjeld (Rd). Rd blir funnet ved å tillegge den risikofrie renten (Rf), en kredittrisikopremie. Kredittrisikopremien blir funnet ved å ta risikofri rente multiplisert med Songa sin konkurssansynlighet (jmf. Syntetisk rating i kapittel 4.3.3)

Risikofri rente (Rf)	Gjelds beta	Kredittrisikopremie	Avkastningskrav til gjeld (Rd)
3,13 %	0	1,25 %	4,38 %

Tabell 5.5 Avkastningskrav til gjeld (Rd).

Vektet gjennomsnittlig kapitalkostnad (WACC)

Ved utarbeidelsen av WACC foretas det en vektning av markedsverdiene til Songa sin egenkapital og gjeld. For å beregne markedsverdien til egenkapitalen anvender vi oss av snittpris pr aksje den siste måneden multiplisert med antall aksjer. Markedsverdien til rentebærende gjeld er lik rapportert balanseført verdi hentet fra siste tilgjengelige kvartals rapport. Beregningene under viser en WACC på 11,35 % som vil bli brukt som neddiskonteringsfaktor for kontantstrømmene i fremtidsregnskapet.

Kapitalstruktur 31.12.11		
Snittpris pr aksje siste 31 dager	19,92	
Antall aksjer	167 712 544	
Markedsverdi EK (snitt pr aksje * Antall aksjer)	3 340 833 876	75 %
Markedsverdi Rentebærende gjeld	1 113 020 000	25 %
Total markedsverdi	4 453 853 876	100 %

Tabell 5.6 Kapitalstruktur 31.12.11.

$$WACC = \frac{3\,340\,833\,876}{4\,453\,853\,876} \times 13,82\% + \frac{1\,113\,020\,000}{4\,453\,853\,876} \times 4,38\% \times (1 - 0,1) = \mathbf{11,35\%}$$

5.3 Fremskrivning etter budsjett horisonten

Budsjett horisonten er som nevnt tidligere satt til 2017. Fremskrivningen etter budsjett horisonten vil være substansverdien av Songas driftsmidler. Nåverdien av de fremtidige kontantstrømmene som driftsmidlene forventes å generere vil utgjøre substansverdien. Market –to-market verdiene for hver av riggene er hentet fra Paretos kvartalsrapport for riggmarkedet (Pareto 2012), og tar utgangspunkt i årlig inntjeningssevne til hver enkelt rigg målt i EBITDA, justert for skatt. Hvert femte år må hver rigg sertifiseres på grunn av strenge sikkerhetsregler. Etter Macondo ulykken i Mexicogolfen vil det etter vår vurdering være økt fokus på sikkerhet, og dette vil bety økte kostnader relatert til sertifisering av riggene. CAPEX i tabellen under er et estimat på sertifiseringskostnadene som må kostnadsføres hvert femte år.

Videre kan vi på bakgrunn av disse estimatene beregne en neddiskontert kontantstrøm for hver av riggene. Verdien til hver enkelt rigg er et resultat av de akkumulerte kontantstrømmene som hver enkelt rigg gir. Denne verdien vises i kolonnen under 2017 i tabell 5.6 under. Dette er substansverdien til de ulike riggene og summen av disse utgjør den totale substansverdien til Songa sine driftsmidler.

Etter at en rigg er sertifisert forutsettes det at den er operasjonell i fem år, helt frem til neste sertifisering. Videre forutsettes det at Venus tas ut av drift i 2020. Mercur, Dee og Trym forventes å være i drift til 2024 og Delta til 2026. Den nye dypvannsriggeren Eclipse anslår vi vil være lønnsom til 2033. Videre forutsettes det at de fire Cat-D riggene som blir levert i løpet av perioden 2014-2015 vil være lønnsomme til 2036. Det påpekes at dette er forutsetninger som det knyttets stor usikkerhet til, og er grove estimat beregnet etter beste evne ut ifra de opplysningene vi har tilgjengelig.

	MtM EBITDA	CAPEX	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Mercur	29,45	40	108,25	26,45	23,75	-7,64	19,16	17,20	15,45	13,88		
Venus	29,45	40	71,53	26,45	23,75	21,33						
Dee	63,45	40	263,38	56,98	18,91	45,96	41,27	37,07	33,29	29,90		
Trym	45,7	40	140,73	41,04	36,86	33,10	29,73					
Delta	63,45	40	320,58	56,98	51,17	45,96	15,25	37,07	33,29	29,90	26,85	24,11
Eclipse	91,5	40	615,27	82,17	73,80	66,28	33,50	53,45	48,00	43,11	38,72	19,57
Cat D#1	69,4	40	466,72	62,33	23,71	50,27	45,14	40,54	36,41	13,85	29,37	26,37
Cat D#2	69,4	40	466,72	62,33	23,71	50,27	45,14	40,54	36,41	13,85	29,37	26,37
Cat D#3	69,4	40	473,16	62,33	55,97	21,29	45,14	40,54	36,41	32,70	12,44	26,37
Cat D#4	69,4	40	473,16	62,33	55,97	21,29	45,14	40,54	36,41	32,70	12,44	26,37

	MtM EBITDA	CAPEX	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036
Mercur	31,45	40										
Venus	31,45	40										
Dee	65,45	40										
Trym	47,7	40										
Delta	65,45	40										
Eclipse	93,5	40	31,91	28,66	25,74	23,11	11,88	18,64	16,74			
Cat D#1	71,4	40	23,68	21,27	8,64	17,65	15,85	14,23	12,78	5,05	10,31	9,26
Cat D#2	71,4	40	23,68	21,27	8,64	17,65	15,85	14,23	12,78	5,05	10,31	9,26
Cat D#3	71,4	40	23,68	21,27	19,10	7,76	15,85	14,23	12,78	11,48	4,53	9,26
Cat D#4	71,4	40	23,68	21,27	19,10	7,76	15,85	14,23	12,78	11,48	4,53	9,26

Tabell 5.7 Substansverdi etter budsjetthorisont.

5.4 Fri kontantstrøm fra drift

Under følger en presentasjon av vårt resultat av FCFF analysen, basert på forutsetninger tidligere gjennomgått i dette kapittelet.

	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
Inntekter	663	704	766	1107	1304	1337
- Operasjonelle & adm kostnader	-384	-378	-414	-609	-717	-769
- Avskrivninger	-123	-123	-139	-187	-187	-187
= EBITA	156	203	213	311	400	381
- Skatt (10%)	16	20	21,3	31	40	38
= NOPLAT	140	183	192	280	360	343
+ Avkrivninger	123	123	139	187	187	187
- Økning arbeidskapital	-28	-28	0	0	0	0
- CAPEX (sertifiseringskostnader)	-59	-20	-20	-35	-96	-96
- CAPEX (investeringer)	-114	-70	-1103	-1103	-90	-90
= FCFF	62	188	-792	-671	361	344

Tabell 5.8 Fri kontantstrøm fra drift, årene 2012-2017.

Som det fremkommer fra tabellen ovenfor er den frie kontantstrømmen til Songa relativt volatil. Den negative frie kontantstrømmen i årene 2014 og 2015 skyldes store investeringer i CAT-D riggene.

5.5 Verdsettelse av Songa Offshore SE

Verdsettelsen av selskapet kan utføres ved bruk av to forskjellige metoder, egenkapitalmetoden og totalkapitalmetoden. Vi har i vår verdsettelse valgt å anvende totalkapitalmetoden der vi verdsetter egenkapitalen gjennom å diskontere den frie kontantstrømmen fra drift. Totalkapitalmetoden deles inn i to deler. Først utarbeides fri kontantstrøm fra drift for hele budsjettthorisonen, for så å bli diskontert til verdsettelsesdato¹³. Del to knytter seg til terminalverdien til selskapet. Terminalverdien er et verdiestimat av selskapets driftseiendeler ved utgangen av budsjettthorisonen, jmf. tabell 5.6. Videre diskonteres terminalverdien tilbake til verdsettelsestidspunktet. Netto rentebærende gjeld trekkes fra nåverdi av de diskonterte kontantstrømmene og den diskonterte terminalverdien. Dividert på antall utestående aksjer i selskapet vil vi få en verdi pr aksje. Estimatenes for fri kontantstrøm i 2014 og 2015 er negative, noe som betyr at en verdi som anses som ”normal” må estimeres. Vi har etter beste evne estimert en ”normalverdi” til 150 millioner USD for

¹³ Verdsettelsesdato/Verdsettelsestidspunkt er 31.12.2011

2014 og 2015. Vårt estimat på aksjeverdien beløper seg til 8,80 USD, som gir en verdi på 52,69 norske kroner. Vekslingkursen på verdsettelsestidspunktet var på 5,99 kr pr USD.

	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
Inntekter	663	704	766	1107	1304	1337
- Operasjonelle & adm kostnader	-384	-378	-414	-609	-717	-769
- Avskrivninger	-123	-123	-139	-187	-187	-187
= EBITA	156	203	213	311	400	381
- Skatt (10%)	16	20	21,3	31	40	38
= NOPLAT	140	183	192	280	360	343
+ Avkrivninger	123	123	139	187	187	187
- Økning arbeidskapital	-28	-28	0	0	0	0
- CAPEX (sertifiseringskostnader)	-59	-20	-20	-35	-96	-96
- CAPEX (investeringer)	-114	-70	-1103	-1103	-90	-90
= FCFF	62	188	-792	-671	361	344
Beregningsgrunnlag nåverdi	62	188	150	150	361	344
WACC	11.35%					
Nåverdi 2012-2016	\$804 879 165,53					
Nåverdi terminalverdi	\$1 783 504 096,55					
Rentebærende gjeld 31.12.2011	\$1 113 020 000,00					
Verdi av egenkapital	\$1 475 363 262,08					
Aksjeverdi Dollar	\$8,80					
Aksje verdi NOK	NOK 52,69					

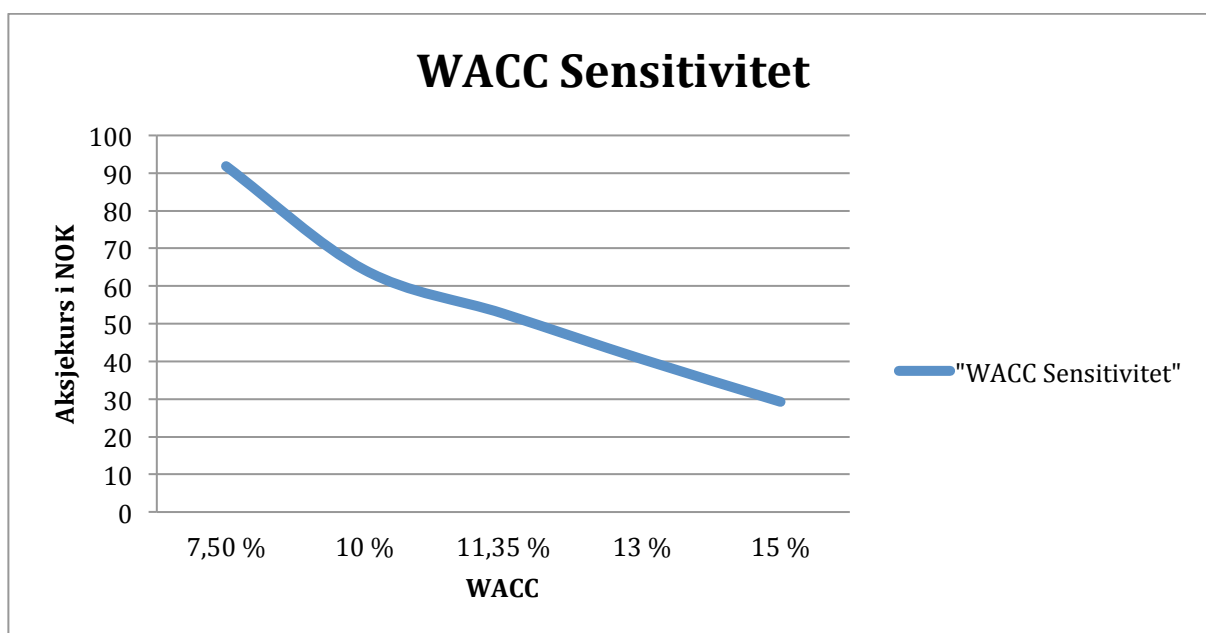
Tabell 5.9 Fundamental verdsettelse av Songa Offshore SE.

5.6 Sensitivitetsanalyser

Vår verdsettelse av Songa Offshore baserer seg på en rekke forutsetninger. Små endringer i disse forutsetningene kan skape store endringer i vårt verdiestimat. Vi har derfor valgt å utføre en sensitivitetsanalyse der vi tar for oss noen av de mest kritiske faktorene for vårt verdiestimat.

WACC

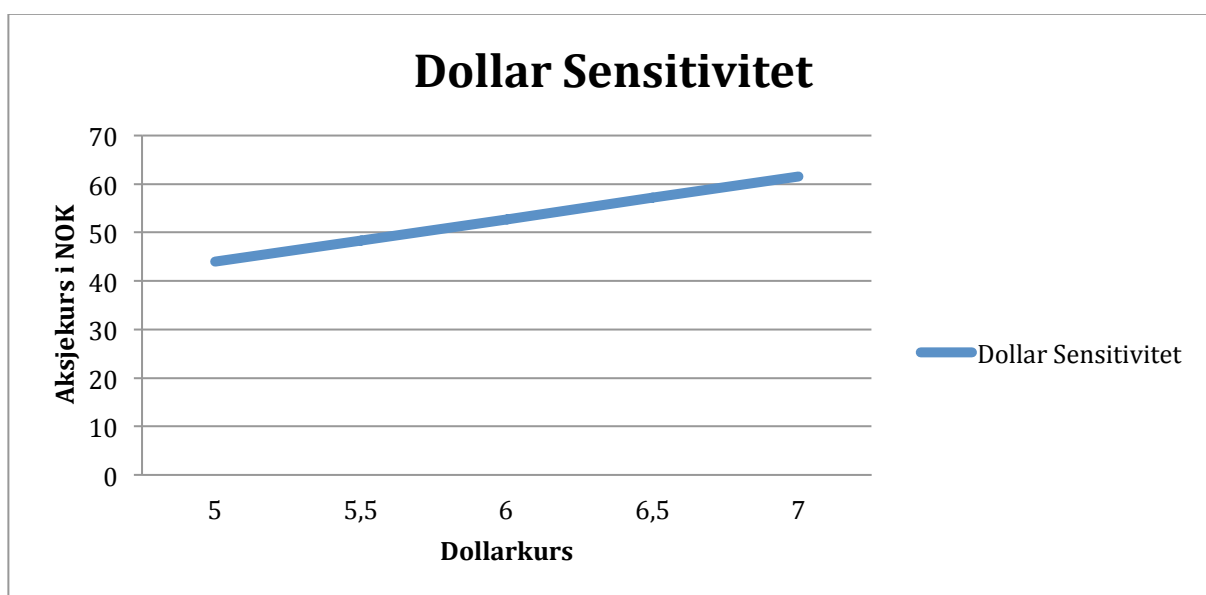
Den mest kritiske faktoren vil være diskonteringsfaktoren, altså det vektete avkastningskravet til egenkapitalinvestorer og långivere. I vår verdsettelse har vi benyttet en WACC på 11,35 prosent. Figuren nedenfor viser hvilke verdier aksjen vil ha ved å justere WACC, ceteris paribus. Som det fremkommer av figuren er det meget store endringer i vårt verdiestimat, hvis WACC endres. En endring fra 11,35 prosent til 7,5 prosent vil gi en aksjekurs som er 74,57 prosent høyere enn vårt estimat. På den andre siden vil en endring til en WACC på 15 prosent gi et verdiestimat på 28 kr pr aksje, noe som er 44 prosent lavere enn vårt estimat.



Figur 5.1 WACC Sensitivitet.

Dollarkurs

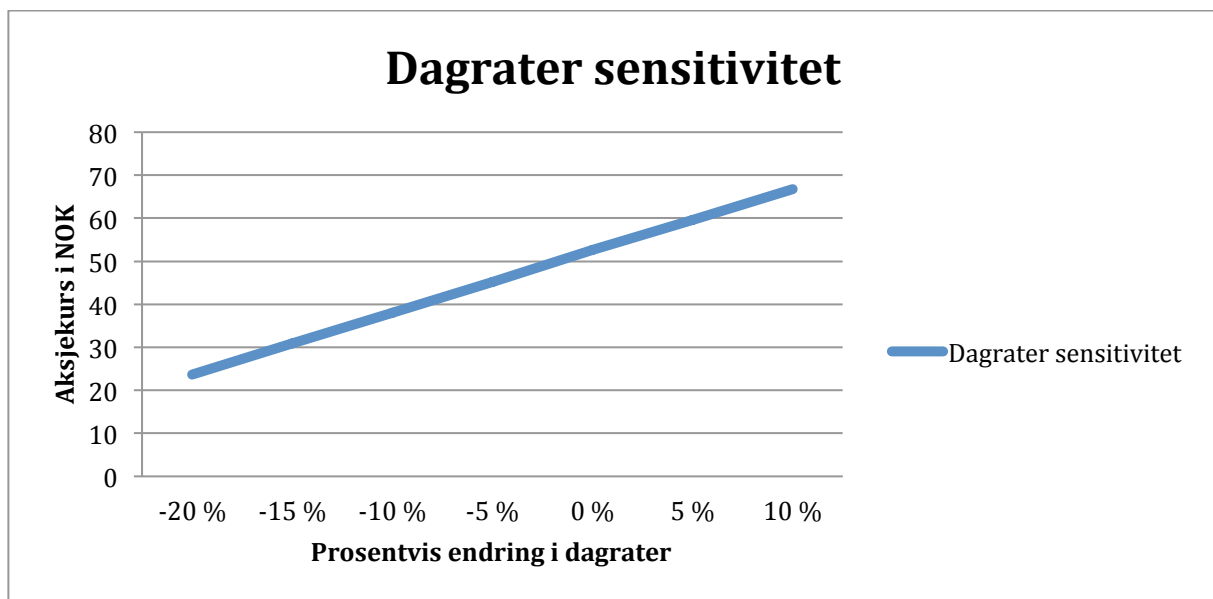
Grafen under viser at vårt verdiestimat er følsomt ovenfor endringer i dollarkursen, men dog ikke i like stor grad som ved diskonteringsfaktoren WACC. I verdsettelsen har vi gått ut ifra en dollarkurs på 6 NOK. Hvis dollarkursen synker fra 6 NOK til 5,5 NOK vil det gi en aksjeverdi på 48,4 kr pr aksje, som er 8 prosent lavere enn vårt opprinnelige verdiestimat. Til sammenligning vil en tilsvarende økning i dollarkursen fra 6 NOK til 6,5 NOK gi en aksjeverdi på 57,2 kr pr aksje.



Figur 5.2 Dollar sensitivitet.

Dagrater

Dersom etterspørselen som er forutsatt i budsjetthorisonten endres i negativ eller positiv retning, vil dette gi direkte utslag i dagratene. Songa sine inntekter baserer seg på hvilke dagrater som kan oppnås i markedet, og en endring vil påvirke verdiestimatet. Det fremkommer av figuren nedenfor at vårt verdiestimat er følsom ovenfor svingninger i dagratene. Det påpekes at flere av Songa sine rigger sitter på lange kontrakter med opsjoner om forlengelse, som gjør at risikoen ved fall i dagratene er relativt liten.



Figur 5.3 Dagrater sensitivitet.

6.0 Supplerende verdsettelse

I dette kapitlet følger en gjennomgang av en komparativ verdsettelse, samt en opsjonsbasert verdsettelse. Den komparative verdsettelsen innebærer bruk av multipler. Hensikten er å sammenligne egenkapitalen til Songa Offshore med børsverdien til et bransjeutvalg. Ettersom denne prosessen krever lite tid og ressurser er verdsettelse basert på multipler ofte brukt i praksis. Viktige faktorer som forskjeller i flåtealder, størrelse, selskapsalder, historisk utnyttelsesgrad og kapitalstruktur blir utelatt i den komparative verdsettelsen. Estimater man kommer frem til er derfor ikke like pålitelige, som ved en fundamental verdsettelse og bør derfor brukes som et supplement, når hensikten er å analysere grunnleggende verdier.

Første steget for en verdsettelse basert på multipler vil være å velge hvilke multipler som skal anvendes. Vi har valgt å anvende P/E, P/B og EV/EBITDA multiplene, som er nærmere omtalt i kapittel 2.3. Steg to er å velge ut hvilke selskaper som skal inngå i utvalget. Bransjeutvalget består av de samme selskapene som er benyttet tidligere i denne oppgaven. Utvalget er etter vår vurdering representativt ved at man har et stort, mellomstort og et lite selskap i henholdsvis Seadrill, Fred Olsen Energy og Northern Offshore. Selskapene er direkte sammenlignbare med Songa ettersom de konkurrerer i samme bransje og er børsnoterte i Norge.

Kapittel 6.2 vil ta for seg en supplerende verdsettelse basert på realopsjoner og strategiske ettertanker knyttet til teori fra kapittel 2.4. Vi ønsker å verdsette noe av fleksibiliteten relatert til Songas investeringer. Dette blir gjort ved at vi konstruerer en Amerikansk put opsjon for muligheten til salg av riggen Songa Eclipse, samt en gjensidig utelukkende Amerikansk call for kjøp av en ny rigg i ultra dypvanns segmentet.

6.1 Komparativ multiplikator

Utarbeidelse av de komparative multiplikatorene er det tredje steget. Multiplene som anvendes i verdsettelsen er et gjennomsnitt av de nevnte selskapene. Regnskapstallene som anvendes vil være balanseført verdi 31.12.11. Det samme gjelder for verdien av netto rentebærende gjeld. Dollarkursen som er benyttet er 5,99, som var dagskurs 31.12.11.

6.1.1 P/E (pris/netto inntekt)

I tabellen under har vi beregnet P/E tallet til hvert selskap i bransjeutvalget ved å ta Aksjekursen 31.12.11 dividert på fortjeneste pr aksje, hentet fra de aktuelle selskapenes siste tilgjengelige kvartalsrapporter. Northern's rapporterte tall viser en negativ fortjeneste pr aksje for 2011. Ettersom man ikke kan bruke negative P/E tall har vi anvendt estimert P/E på 8,2, for Northern i 2012 utarbeidet av Pareto. (Pareto 2012)

Bransjen:	Seadrill	FOE	Northern
Markedspris pr aksje 31.12.11	200,5	198,2	12,8
Fortjeneste pr aksje	20,35	31,5	-0,12
P/E	9,9	6,3	-106,3
Bransje snitt	8,1		8,2

Tabell 6.1 P/E beregning for bransjeutvalget.

P/E estimatet er beregnet ved å ta gjennomsnittlig P/E til bransjeutvalget multiplisert med Songa sin rapporterte fortjeneste pr aksje i 2011. Dette gav en Aksjeverdi på 34 kr, et estimat som er betydelig lavere enn verdien vi kom frem til ved vår fundamentale verdsettelse.

P/E verdsettelse av Songa	
Bransje P/E	8,1
Fortjeneste pr aksje	4,2
Aksjeverdi	34

Tabell 6.2 Verdsettelse av Songa ved bruk av P/E multipl.

6.1.2 P/B (pris/bok)

Det gjennomsnittlige P/B tallet til bransjeutvalget er 1,8, og er beregnet ved å dividere markedspris pr aksje 31.12.11 på bokført egenkapital pr aksje. Bokført egenkapital pr aksje er hentet fra bransjeutvalgets siste tilgjengelige kvartalsrapporter.

Bransjen:	Seadrill	FOE	Northern
Markedspris pr aksje 31.12.11	200,5	198,2	12,8
Bokført verdi EK pr aksje	81,0	120,5	9,1
P/B	2,4	1,6	1,4
Bransje snitt	1,8		

Tabell 6.3 P/B beregning for bransjeutvalget.

P/B estimatet spår et veldig optimistisk kursmål for Songa og antyder at aksjen er kraftig underpriset sammenlignet med dagens kurs. Vi kom frem til verdien ved å ta gjennomsnittlig P/B for de komparative selskapene multiplisert med Songa sin bokførte egenkapital per aksje.

P/B verdsettelse av Songa	
Bransje P/B	1,8
Bokført verdi EK pr aksje	41,4
Aksjeverdi	76

Tabell 6.4 Verdsettelse av Songa ved bruk av P/B multippel.

6.1.3 EV/BITDA

Under følger resultatene av beregningene av bransjeutvalgets EV/EBITDA tall. Vi kommer frem til EV/EBITDA tallet ved å addere markedsverdien til EK og gjeld fratrukket kontanter, for så å dividere på selskapets EBITDA. Bransje snittet er 9,7, og som det fremkommer av tabellen under er det Seadrill og Northern som trekker opp gjennomsnittet.

Bransjen:	Seadrill	FOE	Northern
Markedspris pr aksje	200,5	198,2	12,8
Utestående aksjer	467772174	66300000	155018000
Markedsverdi EK 31.12.11	93788320887	13140660000	1976479500
Markedsverdi gjeld 31.12.11	63793500000	3392900000	1855719970
Kontanter	4282850000	2183600000	109047950
EBITDA	14292140000	3540700000	257570000
EV/EBITDA	10,7	4,1	14,5
Bransje snitt	9,7		

Tabell 6.5 EV/EBITDA beregning for bransjeutvalget.

EV/EBITDA estimatet på 65 kr per aksje er også et optimistisk estimat. Vi kom frem til en samlet selskapsverdi for Songa ved å ta gjennomsnittlig EV/EBITDA til bransjeutvalget multiplisert med EBITDA til Songa, for så å trekke fra rentebærende gjeld og legge til kontanter. Den totale selskapsverdien ble så dividert med antall utestående aksjer som gav oss den overnevnte aksjeverdien.

EV/EBITDA verdsettelse av Songa	
Bransje EV/EBITDA	9,7
EBITDA	1176831340
Markedsverdi gjeld 31.12.11	1113020000
Kontanter	475048930
Utestående aksjer	167712544
Selskapsverdi	10829808763
Aksjeverdi	65

Tabell 6.6 Verdsettelse av Songa ved bruk av EV/EBITDA multipl.

6.1.4 Oppsummering komparativ verdsettelse

Den komparative verdsettelsen varierer med estimat fra 34 til 76 kr pr aksje. Som vi har påpekt tidligere er denne type verdsettelse ment som et supplement til den fundamentale verdsettelsen. Ved en komparativ verdsettelse er det gjort for mange forenklinger og forutsetninger til at resultatet kan vektlegges alene.

Vi velger å vektlegge P/E estimatet på 34 kr per aksje tyngst, fordi multipl for P/E tar hensyn til de reelle kostnader og skatt. Skattenivået i bransjeutvalget varierer, og etter vår vurdering vil P/E tallet gi et mer realistisk estimat ettersom det er netto inntekt som hensyn tas i denne multipl. Som nevnt tidligere er EV/EBITDA tallet ifølge teorien best egnet for kapitalintensive bransjer som riggbansjen, men det er verdt å nevne at denne multipl fokuserer på den ordinære driften, og utelater viktige faktorer som skattesats og gjeldskostnader. Songa sine høye lånekostnader er nevnt tidligere i oppgaven, og er etter vår oppfatning en viktig faktor som her blir utelatt.

Den komparative verdsettelsen støtter den fundamentale verdsettelsen som sier Songa Offshore på sikt vil være et meget bra investeringsobjekt. Den gjennomsnittlige komparative verdsettelsen basert på de overnevnte multiplene, gir et estimat på 58 kr pr aksje. Vi mener at estimatene basert på bransjeutvalgets P/B og EV/EBITDA multipler er for optimistiske. Det påpekes i tillegg at estimatene ovenfor baserer seg på historiske tall. Historiske tall kan gi en

viss pekepinn på fremtidig utvikling, men gir absolutt ikke et sikkert estimat for fremtidig utvikling. Ut ifra den komparative analysen kan vi ikke trekke noen klare konklusjoner, men den supplerer vårt positive syn på Songa aksjen.

6.2 Realopsjoner

Under følger en gjennomgang av verdiestimatene til realopsjonene. Realopsjonen for å selge Songa Eclipse riggen, beskrives som en opsjon for å forlate, og vil ha en profil som er lik som en Amerikansk put opsjon (jmf. Kapittel 2.4). Realopsjonen for å kjøpe en ekstra rigg, beskrives som en opsjon for å ekspandere, og vil ha en profil som er lik som en Amerikansk call opsjon.

Songas kjernevirksomhet er primært halvt nedsenkbare rigger på mellomdypt vann. Songa Eclipse er den eneste riggen i selskapets flåte som ikke er i dette segmentet. Derfor ønsket vi å se på mulighetene for å enten selge denne riggen eller ekspandere med en tilsvarende rigg. Å ha en enkeltstående rigg i dette segmentet gjør at Songa står svakere enn andre aktører som får stordriftsfordeler ved å ha flere UDW rigger i flåten sin.

Vi forutsetter at riggen kan både kjøpes og selges for 700 millioner USD, basert på dagens markedssituasjon. Vi opererer med sammen risikofrie rente som i kapittel 5.2. Det forutsettes at put opsjonen har tid til forfall om ett år. Call opsjonen har vi forutsatt en tid til forfall på tre år. Forutsetningen til call opsjonen baserer seg på et anslag om hvor lang bygge og leveringstid en UDW rigg vil ha på et verft. Volatiliteten har vi anslått til 10 prosent, dette er et grovt estimat som det er knyttet usikkerhet til. Vi har derfor valgt å lage en figur som illustrer hvor følsom verdiestimatet er for endringer i volatilitet. Verdien har vi neddiskontert med WACC til selskapet.

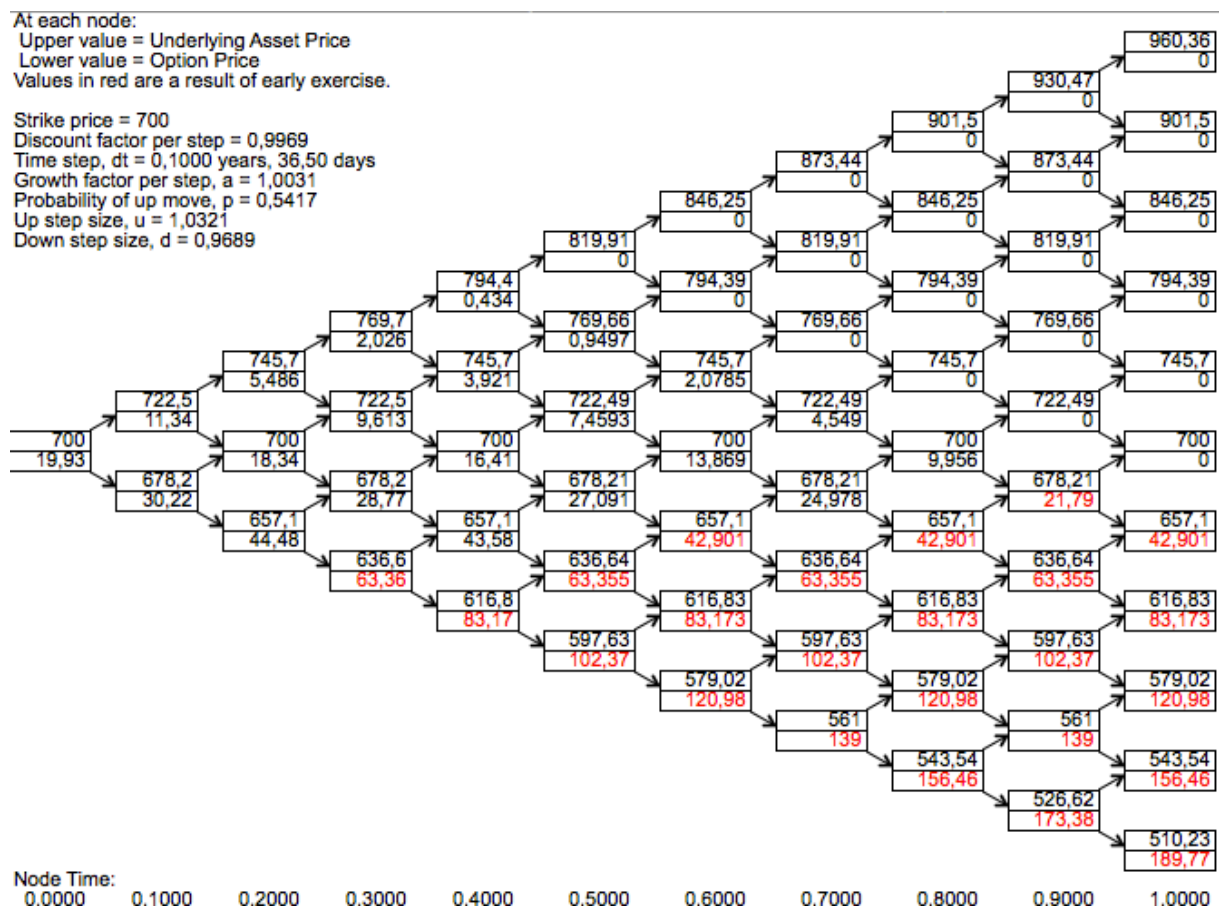
Vi har benyttet et ti-steps binominalt tre i våre estimat. For å måle hvor presist vårt ti-steps tre er har vi også kalkulert et 500-steps binominalt tre med de samme innputtene.

Opsjonsverdiene fra ti-steps og 500-steps treene var tilnærmet like, hvor ti-steps gav lavere verdier på henholdsvis 0,3 for put opsjonen og 1,1 for call opsjonen. Binominale tre brukes i stor grad ved verdsettelse av Amerikanske opsjoner og andre derivater som har rett til å selge/kjøpe underliggende helt til utløpsdatoen. Et binominalt tre er et diagram som representerer mulige verdiutfall for prisen av underliggende instrument i levetiden til en opsjon. Et

grunnleggende prinsipp er at underliggende følger en såkalt "random walk". Ved hvert nye steg i treet er det en viss sannsynlighet for oppgang med en gitt prosent, og en viss sannsynlighet for en nedgang med en gitt prosent. Verdien til opsjonene blir neddiskontert, for så å legges til aksjeverdien. Det påpekes igjen at prosjektene er gjensidig utelukkende.

6.2.1 Put opsjon

Det binominale treet nedenfor ga en verdi til opsjonen på 19,93 millioner USD. Denne verdien ble neddiskontert med WACC på 11,35 prosent i ett år. Realopsjonen for å selge Songa Eclipse vil gi en tilleggsverdi til den fundamentale verdsettelsen på 0,64 kr pr aksje. Dette vil gi en total verdi på $52,69 + 0,64 = 53,33$ kr pr aksje

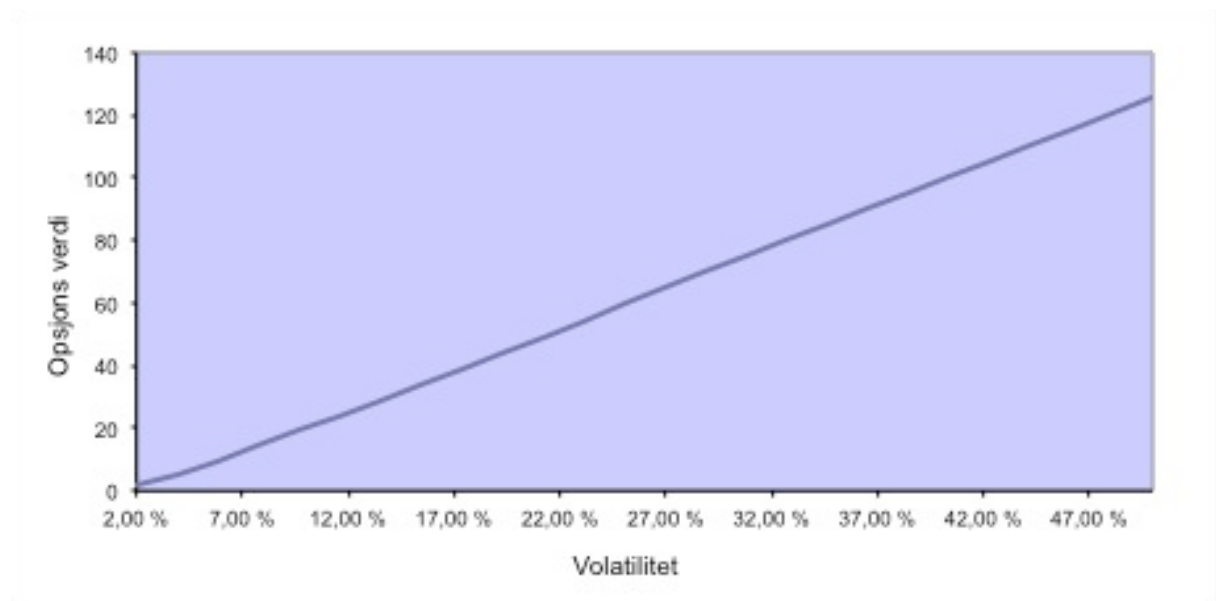


Figur 6.1 Verdi av Amerikansk put opsjon for salg av Songa Eclipse. (Tall i millioner USD).

Verdi put opsjon	\$19 930 000
Diskontert verdi put opsjon	\$17 898 518
Opsjons verdi per aksje i dollar	\$0,11
Opsjonsverdi per aksje i NOK	NOK 0,64

Tabell 6.7 Opsjonsverdi pr aksje, Amerikansk put.

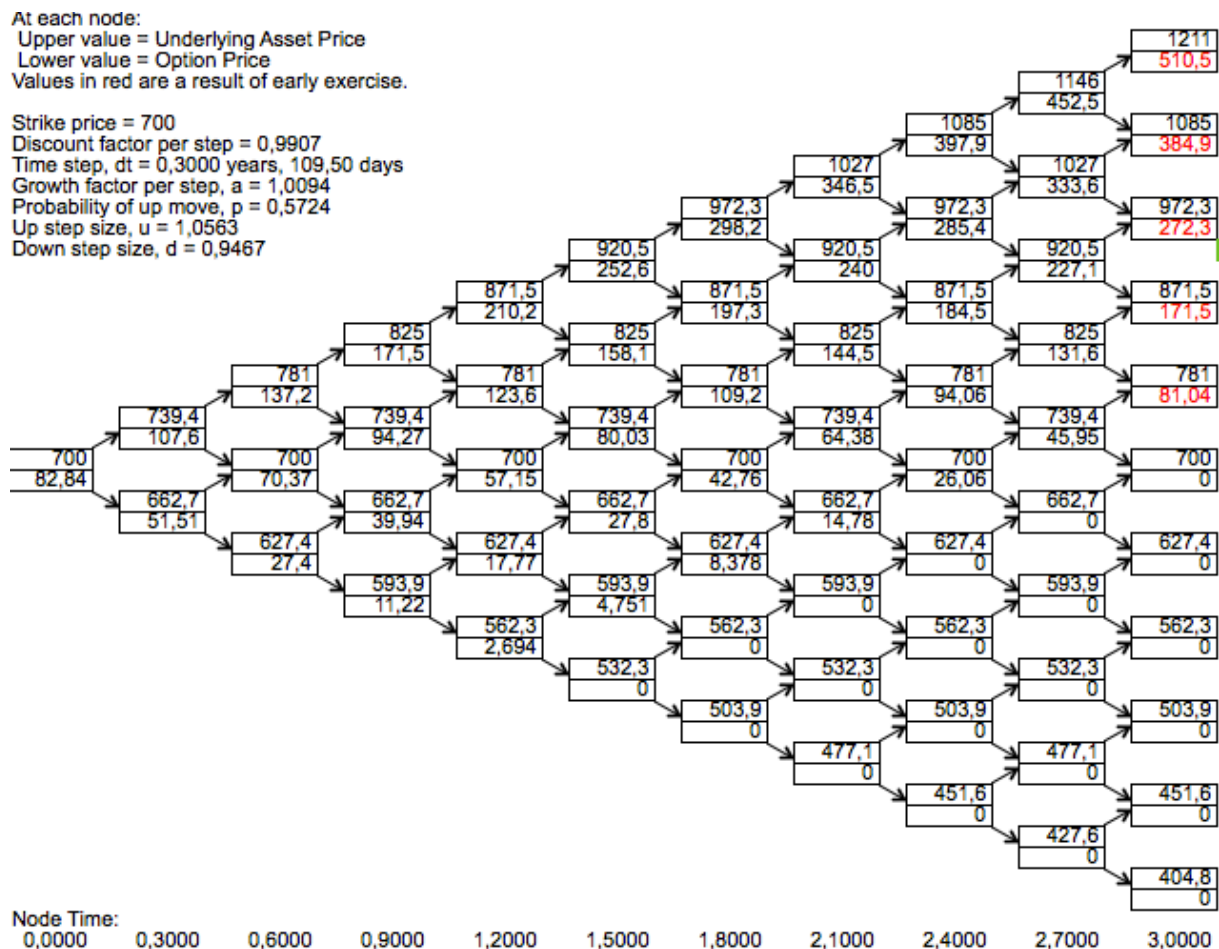
Verdiestimatet til opsjonen er svært følsomt for endringer i volatilitet. Figuren under viser opsjonsverdien ved forskjellige nivåer av volatilitet. Som det fremkommer av figuren vil en dobling av volatilitet gi mer enn en dobling i verdiestimatet. Den økonomiske intuisjonen bak dette er tidligere forklart i siste avsnitt i kapittel 2.4 med at både salgs og kjøpsopsjoner vil ved økende volatilitet gi høyere verdi til opsjonen.



Figur 6.2 Volatilitet sensitivitet, Amerikansk put.

6.2.2 Call opsjon

Realopsjonen for kjøp av en ekstra rigg gav verdien 82,84 millioner USD. Tilleggsverdien til aksjeverdien i den fundamentale analysen blir da på 2,14 kr. Vi har her brukt selskapets WACC til å neddiskontere opsjonsverdien de siste tre år. Dette vil da gi en total verdi på $52,69 + 2,14 = 54,83$ kr pr aksje.

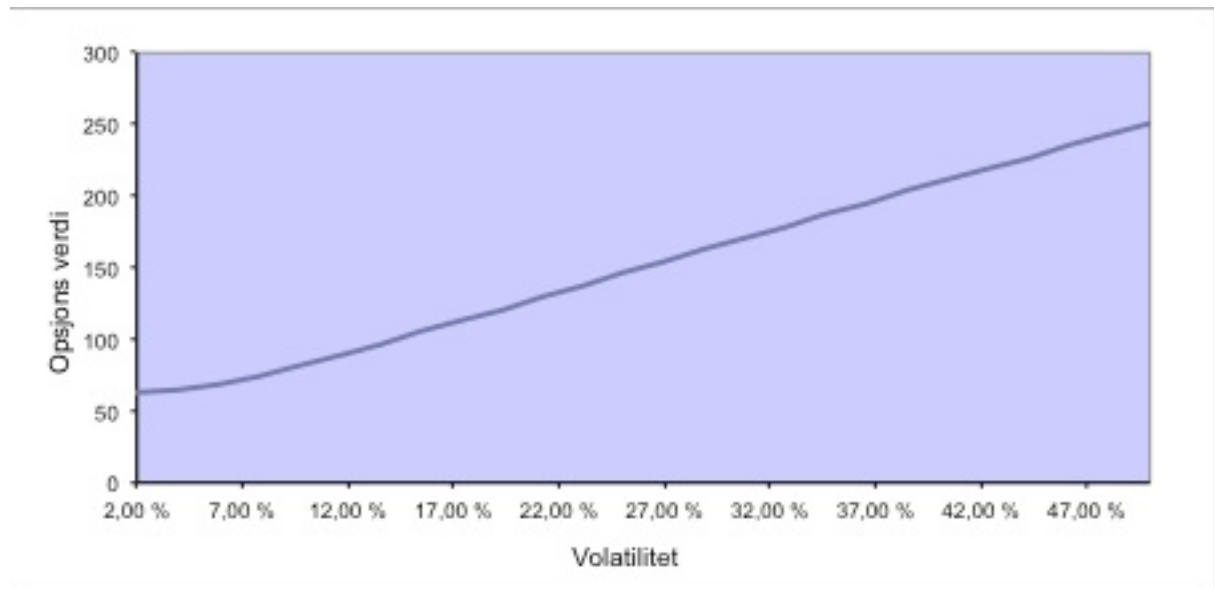


Figur 6.3 Verdi av Amerikansk call opsjon for kjøp av rigg i UDW segmentet. Tall i millioner USD.

Verdi call opsjon	\$82 840 000
Diskontert verdi call opsjon	\$60 002 511
Opsjons verdi per aksje i dollar	\$0,36
Opsjonsverdi per aksje i NOK	NOK 2,14

Tabell 6.8 Opsjonsverdi pr aksje, Amerikansk call.

Verdien av realopsjonen til å utvide er også følsom for endringer i volatilitet. Figuren nedenfor viser hvor sensitiv opsjonsverdien er for volatilitet. Små endringer i volatilitet vil også her gi store utslag i verdiestimatet.



Figur 6.4 Volatilitet sensitivitet, Amerikansk call.

6.2.3 Oppsummering realopsjoner og strategiske ettertanker

Gjennomgangen ovenfor viser hvilke effekter realopsjoner kan ha på verdiestimatet på selskapet. Etter vår oppfatning bør Songa ta en beslutning på hvorvidt selskapet skal ekspandere i UDW markedet eller holde seg til kjernevirksomheten i mellom dypvanns markedet. Våre verdiestimer viser at begge beslutningene vil gi en ekstra verdi til selskapet. I utgangspunktet vil vi anbefale at Songa benytter seg av call opsjonen og utvider, siden denne opsjonen ga det høyeste verdiestimatet. En av årsakene for høyere verdi til call opsjonen i forhold til put opsjonen skyldes lengre tidshorisont til opsjonen, som poengtert i kapittel 2.4 siste avsnitt. Her må det påpekes at finansiering av en slik rigg vil kunne by på utfordringer for selskapet. Dagens finansieringssituasjon er som nevnt tidligere noe bekymringsfull, da særlig relatert til høye lånekostnader. I tillegg mener vi at utsiktene i Europa taler for at Songa bør styrke balansen med mer egenkapital og mindre gjeld. Et alternativ for Songa er å benytte seg av put opsjonen slik at Songa Eclipse blir solgt. Dette vil gi en gevinst på 290 millioner USD (rigg verdt 700 millioner USD, fratrukket 410 millioner USD i gjeld). Da kan de bruke gevinsten til å betale ned deler av gjelda som har veldig høye renter, samt en eventuell forhandling om refinansiering av gjelden.

7.0 Konklusjon

Hva er egenkapital verdien til Songa Offshore?

Vår fundamentale verdsettelse gir egenkapitalen en verdi på 52,69 kr per aksje. De gjensidig utelukkende realopsjonene vil kunne gi en tilleggsverdi til egenkapitalen pr aksje på henholdsvis 0,64 kr for put opsjonen og 2,14 kr for call opsjonen. Gjennomsnittet av multiplene i den relative verdsettelsen støtter opp om den fundamentale verdsettelsen med et resultat på 58 kr pr aksje. Disse resultatene indikerer at Songa aksjen er underpriset i forhold til aksjekursen på verdsettelsestidspunktet. I en verdsettelse er det knyttet stor usikkerhet til flere momenter og vårt verdiestimat avhenger av en nokså stabil utvikling i både oljepris og dagrater. Et annet faremoment er at det generelle økonomiske klimaet kan skape problemer for et eventuelt fremtidig finansieringsbehov for Songa.

På bakgrunn av utredningen anbefaler vi kjøp av Songa Offshore aksjen.

Litteraturliste

Bøker:

Damodaran, A. (2002). Investment valuation. (2.utg.). New York: John Wiley & Sons, Inc.

Penman, S.H. (2010). Financial Statement Analysis and Security Valuation. New York: McGraw-Hill/Irwin.

Koller, T., Goedhart, M., Wessels D. (2010). Valuation – Measuring and Managing the Value of Companies. (5.utg). New Jersey: John Wiley & Sons, Inc., Hoboken.

Hull, C, John. (2012). Options, Futures, And Other Derivatives. (8.utg). Pearson Education.

Det juridiske fakultet ved Universitet i Oslo. (2006). Norges lover. Gyldendal akademisk.

Års og kvartalsrapporter:

Songa Offshore:

http://www.songaoffshore.no/index.php?name=Investor_Relations%2FReports.html

Seadrill:

http://www.seadrill.com/investor_relations/financial_reports

Fred Olsen Energy:

<http://www.fredolsen-energy.com/?aid=9046870>

Northern Offshore:

<http://phx.corporate-ir.net/phoenix.zhtml?c=157788&p=irol-reports>

Rapporter og analyser:

ExxonMobil. (2012). The outlook for Energy: A view to 2040

Barclays Capital. (2011). Analysis of Worldwide E&P Expenditures. New York, Desember 2011.

U.S Energy Information Administration (EIA). (2012). Annual Energy Outlook, 23 Januar 2012.

International Energy Agency (IEA). (2011). World Energy Outlook, 9 November 2011.

Pareto Securities. (2012). Rig quarterly, 19 Januar 2012.

Swedbank First Securities. (2012). Rig weekly, Februar 2012.

Swedbank First Securities. (2012). Songa company update, Februar 2012.

RS Platou. (2011). Oil services quarterly, September 2011.

DNB Markets. (2012). Økonomiske utsikter, Januar 2012.

Norges Bank. (2011). Pengepolitisk rapport nr 3, Oktober 2011.

Norges Bank. (2012). Pengepolitisk rapport nr 1. Mars 2012.

Annet:

Øksnes, K. (2010). Strategisk regnskapsanalyse og verdsettelse av Fred Olsen Energy ASA. Masteroppgave, NHH.

Artikler:

Mohn, K and Misund, B. (April 2008). Exploration Risk in Oil & Gas Shareholder Returns.

Sødal, S. (2003). Praktisk økonomi & Finans, nr 4. Realopsjoner.

Sadorsky, P. (2001). Risk factors in stock returns of canadian oil and gas companies. Energy economics 23, 17-28,

Aleisa, E., Dibooglu, S. Og Hammoudeh, D. (2003). Relationships among U.S oil prices and oil industry equity indices. International Review of Economics and Finance 15, 1-29.

Mehra, R., Prescott, E.C. (1985). The equity premium puzzle. Journal of Monetary Economics, 15, 145-161.

Reinhart, C., Rogoff, K. (2010). Growth in a time of debt. National bureau of economic research.

Forelesningsnotater:

Arnold, Drange. Finansiell vurdering og analyse, UiS 2011.

Knivsflå, Kjell Henry. Regnskapsanalyse og verdsettelse, NHH 2006.

Knivsflå, Kjell Henry. Strategisk regnskapsanalyse, NHH 2011.

Johnsen, A. Finansregnskap, NHH 2010.

Internettressurser:

<http://www.hegnar.no/netfonds/aksjekurser/>

<http://bea.gov/national/index.htm>

http://petrostrategies.org/Learning_Center/oil_and_gas_value_chains.htm

<http://www.petrostrategies.org/Graphs/graphs.htm>

http://www.seadrill.com/drilling_units/fleet_concepts

http://rigzone.com/data/rig_report.asp?rpt=mgr

<http://www.damodaran.com>

http://rigzone.com/data/rig_report.asp?rpt=type

<http://www.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/interest-rates/Pages/TextView.aspx?data=yield>

<http://www.songaoffshore.no>

<http://www.seadrill.com>

<http://www.opec.org>

<http://www.ssb.no/oljeinv>

<http://www.regjeringen.no/nb/dep/du>

<http://www.oslobors.no>

<http://www.damodaran.com>

<http://www.fredolsen-energy.com>

<http://www.northernoffshorelimited.com>